

**DICTAMEN CT / 2-2011**



**INFORME DE  
POLÍTICA MONETARIA  
A ABRIL DE 2011**

**GUATEMALA, MAYO DE 2011**



# ÍNDICE

## INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A ABRIL DE 2011

I.	CONSIDERACIONES EVALUATIVAS	1
A.	MARCO GENERAL	1
B.	ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL	1
1.	La economía mundial continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja	1
2.	Los altos precios internacionales del petróleo y derivados, así como de otras materias primas, representan un riesgo global	1
3.	Los elevados precios internacionales del petróleo continúan impulsando la inflación total, adelantando los aumentos previstos en las tasas de interés de política	2
4.	Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas	2
5.	El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes	2
C.	ENTORNO INTERNO	2
1.	Inflación	2
2.	Sector real	3
3.	Sector externo	4
4.	Sector bancario	4
5.	Sector fiscal	4
D.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA	4
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	5
A.	INTERNACIONAL	5
1.	Crecimiento económico y principales indicadores	5
2.	Mercados financieros	15
3.	Precios internacionales de algunas materias primas	17
4.	Inflación	21
B.	NACIONAL	24
1.	La actividad económica para 2011	24
2.	El desempeño del sector externo a abril de 2011	26
3.	Finanzas Públicas	31
4.	Sistema Bancario	36
III.	ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	38
A.	INFLACIÓN	38
1.	Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de abril de 2011	38
2.	Inflación subyacente	42

3. Inflación importada	42
4. Inflación en otros países de la región	42
B. PROYECCIÓN ECONÓMICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011 Y PARA DICIEMBRE DE 2012	43
1. Ritmo inflacionario total proyectado	43
2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado	43
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)	44
1. Diagrama de abanico	44
2. Riesgos asociados a la proyección de inflación	44
D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	44
E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS	45
1. Tasa de interés Parámetro	45
2. Tasa de interés del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)	45
F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	46
G. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA	46
1. Emisión monetaria	46
2. Medios de pago	47
3. Crédito bancario al sector privado	47
4. Tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, del sistema bancario (en M/N y en M/E)	48
5. Tasas de interés de corto plazo	49
IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A ABRIL DE 2011	50
A. RESPUESTA DE POLÍTICA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER	50
B. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	50
1. Por plazo	50
2. Por fecha de vencimiento	50
3. Estructura y perfil del saldo de las Operaciones de Estabilización Monetaria	50
ANEXOS	53
ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2011	54
ANEXO 2	
ANÁLISIS DE LAS CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO DE GUATEMALA	58

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A ABRIL DE 2011

## I. CONSIDERACIONES EVALUATIVAS

### A. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-161-2010 del 23 de diciembre de 2010, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011, en la que estableció una meta de inflación de 5.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2011 y de 4.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2012. Asimismo, estableció una meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual con un horizonte de convergencia de 3 años.

### B. ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL\*

#### 1. La economía mundial continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto y se mantiene la previsión de crecimiento económico de 4.4% para 2011, con el apoyo principalmente de las economías emergentes. No obstante, la amenaza de los altos precios internacionales de las materias primas (especialmente el petróleo y derivados) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento económico y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este choque global, los riesgos se mantienen. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en los casos de Grecia, de Portugal y de Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en los Estados Unidos de América continuará añadiendo incertidumbre en los mercados, aunque se considera que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para las economías de América del Sur por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

#### 2. Los altos precios internacionales del petróleo y derivados, así como de otras materias primas, representan un riesgo global

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios internacionales del petróleo y de sus derivados, provocados desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y en África del Norte. Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, se considera que no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros exportadores de ese bien aparte de Libia. Se estima que la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo tenderá a reducirse, dada la amplia capacidad de producción excedente de la Organización de Países Exportadores de Petróleo. No obstante, el precio internacional del petróleo seguirá en niveles altos.

En este contexto, en el que el precio internacional de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) han sido los Estados Unidos de América, Europa, Japón, Centroamérica y la mayor parte de Asia Emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios del incremento en los precios de las materias primas han sido Oriente Medio y algunos países de Latinoamérica que están reciclando parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, este choque continuará siendo absorbido por la economía mundial sin afectar significativamente el desempeño económico global en lo que resta de 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la estimación de crecimiento económico estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y la desaceleración temporal del crecimiento en el primer trimestre de 2011.

---

\* Los principales aspectos abordados en este apartado provienen de un informe elaborado por la unidad de Escenarios Económicos del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) a mayo de 2011.



### **3. Los elevados precios internacionales del petróleo continúan impulsando la inflación total, adelantando los aumentos previstos en las tasas de interés de política**

El choque de los precios del petróleo y de sus derivados continúa incidiendo en la inflación mundial. El aumento de la inflación en la mayoría de economías ha obligado a las autoridades monetarias a adoptar y, en algunos casos, acelerar la adopción de una senda de alzas de tasas de interés de política monetaria. No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios internacionales del petróleo y derivados y de otras materias primas. En particular, en los Estados Unidos de América y en la Zona del Euro, los bancos centrales están cambiando en grados diferentes su enfoque, desde el apoyo al crecimiento económico o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia se considera que hay un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas en las tasas de interés de política. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de segunda ronda. El enfoque alcista del Banco Central Europeo consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (de ahí su primer incremento en abril) y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio internacional del petróleo y derivados. Por otra parte, la Reserva Federal, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan, aunque el ritmo inflacionario se situó en 3.16% a abril de 2011. Entre estos dos enfoques, la mayoría de economías con metas de inflación parecen abiertas a ajustes más adelantados y rápidos, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar un exceso en las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio nominal.

### **4. Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas**

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a mediano plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos de ellos y, por lo tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversionistas privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando las fuentes de financiamiento de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con mayores grados de solvencia. En ese escenario, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente.

### **5. El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes**

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal; por ejemplo, la República Popular China y Brasil. Se estima que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero en el futuro pasarán a ser más pronunciados en otros países de América del Sur, en la medida en que un aumento en el precio internacional de las materias primas represente un impulso adicional.

## **C. ENTORNO INTERNO**

### **1. Inflación**

El comportamiento del ritmo inflacionario, medido por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se situó en abril de 2011<sup>1</sup> en 5.76%, porcentaje que se ubica por arriba del valor puntual de la meta de 5.0% establecida para 2011, pero dentro del margen de tolerancia de la referida meta.

La evolución del ritmo inflacionario durante el primer cuatrimestre del año fue influida, fundamentalmente, por el comportamiento

<sup>1</sup> El Instituto Nacional de Estadística (INE) presentó en mayo de 2011 los resultados de la nueva medición del Índice de Precios al Consumidor base diciembre 2010 = 100, con información a abril, cuya canasta contiene 441 bienes y servicios.



observado en las tres principales divisiones de gasto que conforman la canasta del IPC: la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*, la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad gas y otros combustibles*; y la división de gasto *Transporte*. En lo referente al rubro de los alimentos, éste se vio afectado, principalmente, por la evolución en el precio internacional de los cereales, particularmente del trigo y, en menor medida, del maíz amarillo; materias primas que registraron significativos incrementos como resultado de las expectativas de una reducción en la oferta mundial, debido a daños a la producción causados por factores climáticos en los principales países productores, situación que habría mermado los inventarios disponibles. En lo referente a las otras dos divisiones de gasto, éstas fueron afectadas, básicamente, por la evolución de los precios internacionales del petróleo y de sus productos derivados, como resultado del alza que se registró durante el primer cuatrimestre de 2011, luego de que las exportaciones de petróleo de Libia se redujeran, como resultado del conflicto militar en dicho país. El efecto del incremento en el precio del petróleo fue más evidente en la división de *Transporte*, ya que incidió de forma directa en los precios de la gasolina y del diésel.

El comportamiento de los precios internacionales del petróleo y de sus derivados, así como las alzas en los precios internacionales de algunos cereales, especialmente del maíz y del trigo, se han visto reflejados en la composición de la inflación total, específicamente en el componente de inflación importada.

Con los diferentes métodos de pronóstico, proyecciones econométricas y pronósticos de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), se anticipa que la inflación total para diciembre de 2011 podría situarse por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año, mientras que para diciembre de 2012 se estaría ubicando, según el pronóstico del MMS, en el valor central de la meta de inflación y, según la proyección econométrica, por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación. En el caso de la inflación subyacente, se proyecta que para diciembre de 2011 y de 2012 se ubique por encima del valor puntual de la meta, pero dentro del margen de tolerancia.

Según la encuesta de expectativas económicas al panel de analistas privados, realizada en abril de 2011, éstos estiman que el ritmo inflacionario se estaría situando por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación

para diciembre de 2011 y de 2012. Dicha expectativa se explica, principalmente, por el comportamiento de los precios internacionales del petróleo, de los combustibles y de las materias primas.

## 2. Sector real

Los pronósticos de crecimiento económico más optimistas para América Latina y el Caribe, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se fundamentan en la mayor confianza de la recuperación mundial, en la robusta demanda proveniente de la República Popular China, así como en los altos precios de las materias primas y en los nuevos mercados para sus exportaciones. Para la región centroamericana, las proyecciones de crecimiento económico para 2011 de dicho organismo se incrementaron, con lo que se prevé un mayor dinamismo al estimado para 2010, comportamiento que se asocia a los efectos positivos de la recuperación de la demanda externa, a los mayores flujos de remesas familiares, así como a las entradas de capitales, tendencias que se prevé continúen. En el orden externo, las perspectivas favorables de crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales de Guatemala (Estados Unidos de América, Centroamérica, México y la Zona del Euro) generarían un impacto positivo en las exportaciones e importaciones del país, así como en el ingreso de divisas por remesas familiares y en la inversión extranjera directa; lo cual, aunado al incremento en los precios internacionales de los principales productos de exportación, apoyaría el crecimiento de la actividad económica nacional en 2011. En el orden interno, la actividad económica nacional se vería impulsada, por un lado, por el dinamismo esperado en el gasto de consumo privado el cual se ha evidenciado en el ritmo de crecimiento del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de bienes y servicios y en el ingreso de divisas por remesas familiares durante el primer trimestre del año; y, por el otro, por la recuperación del crédito bancario al sector privado. En ese contexto, y tomando en cuenta el dinamismo que muestran el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) y los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) a abril, así como la información reciente de asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas, se prevé que la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, pasaría de 2.8% en 2010 a un rango de entre 2.9% y 3.5% en 2011, superior a la proyección realizada



en diciembre, que apuntaba a una tasa de crecimiento de entre 2.6% y 3.2% para 2011.

### 3. Sector externo

El comercio exterior de Guatemala en el primer cuatrimestre del año mostró un aumento en comparación al mismo período del año anterior, congruente con el mejor desempeño observado en la recuperación del volumen del comercio mundial y en la actividad económica de los socios comerciales. En efecto, las exportaciones FOB crecieron 30.4%, en tanto que las importaciones CIF lo hicieron en 24.1%. Dicho desempeño es reflejo del aumento en los precios medios de los productos transados, así como de la mayor actividad económica. Por su parte, las reservas monetarias internacionales netas, a abril, aumentaron en US\$439.3 millones.

El tipo de cambio nominal siguió su comportamiento estacional, pero se acentuó, fundamentalmente, por mayores flujos de divisas por exportaciones, por remesas familiares y por inlfujos de capital privado. La apreciación nominal, en términos interanuales, fue de 5.46%. Al 29 de abril de 2011, el Banco de Guatemala había comprado divisas por un total de US\$347.3 millones y realizado captaciones de depósito a plazo en dólares de los Estados Unidos de América por un valor de US\$85.0 millones, al plazo de 182 días.

### 4. Sector bancario

De acuerdo con la Superintendencia de Bancos, al 31 de marzo de 2011 las instituciones bancarias presentaron resultados positivos en lo que se refiere a los riesgos de liquidez, de crédito y de solvencia. En efecto, en lo que se refiere al riesgo de liquidez, los bancos presentaron posiciones promedio de encaje positivas; en cuanto al riesgo de crédito, se ha observado una mejora en relación con la morosidad de la cartera de créditos; y, en cuanto al riesgo de solvencia, la situación patrimonial de las entidades bancarias también registró valores positivos.

Los indicadores relacionados con el sector monetario a abril evolucionaron dentro de los márgenes previstos, evidenciando el dinamismo de las captaciones bancarias y una recuperación del crédito bancario al sector privado.

Según la Tercera Encuesta sobre las Condiciones Crediticias, referida al primer trimestre de 2011, la mayoría de bancos reveló que mantuvieron sin cambios los estándares de aprobación de créditos y que no se esperan cambios significativos en la evolución de las solicitudes de nuevos créditos para el segundo

trimestre, ni tampoco modificaciones en los estándares de aprobación de créditos o en las condiciones crediticias de otorgamiento de los mismos.

### 5. Sector fiscal

Las finanzas públicas continúan enfrentado desafíos importantes debido a que se encuentra pendiente de aprobación la contratación de algunos préstamos externos, la ampliación presupuestaria planteada por el Organismo Ejecutivo, así como la iniciativa de Ley Antievasión II, que son parte del financiamiento del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011. Ello ha inducido a las autoridades fiscales a considerar la emisión y negociación de Letras de Tesorería como financiamiento de corto plazo, para poder cumplir con sus compromisos de gasto. El déficit fiscal estimado para 2011 se sitúa en 3.3% del PIB, el cual incluye 0.5% del PIB del programa de reconstrucción.

La situación financiera del Gobierno Central a abril registró un déficit fiscal respecto del PIB de 0.1% (menor al registrado en igual período de 2010). En dicho resultado destaca el incremento en la recaudación tributaria, asociada al mejor desempeño de la actividad económica y a la implementación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

### D. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

Durante el período de enero a abril del presente año, la Junta Monetaria decidió, en febrero, mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%; en marzo la elevó en 25 puntos básicos, mientras que en abril la mantuvo en 4.75%.

Entre los principales factores que incidieron en la decisión adoptada en marzo, en cuanto a elevar la tasa de interés líder, destacan los siguientes: en el orden externo, que la recuperación de las economías avanzadas estaba demostrando ser más fuerte y más rápida de lo que se esperaba y que los incrementos en los precios internacionales de las materias primas, aunque sujetos a fluctuaciones importantes en el corto plazo, parecían reflejar una tendencia de largo plazo al encarecimiento relativo de los alimentos y de la energía. En el orden interno, tomó en cuenta la perspectiva de crecimiento económico favorable reflejada en el comportamiento de varios indicadores económicos de corto plazo, además de considerar la importancia de mantener ancladas

las expectativas inflacionarias alrededor de las correspondientes metas de inflación de mediano plazo.

## II. ENTORNO MACROECONÓMICO

### A. INTERNACIONAL

#### 1. Crecimiento económico y principales indicadores<sup>2</sup>

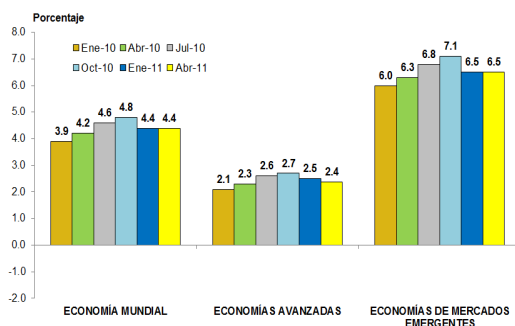
##### a) Economía mundial

La economía mundial en 2010 evidenció un significativo proceso de recuperación y alcanzó una tasa de crecimiento de 5.0%; no obstante, el ritmo de crecimiento fue distinto entre una región y otra, siendo principalmente las economías emergentes las que la impulsaron.

Las proyecciones más recientes del Producto Interno Bruto (PIB) mundial apuntan a un crecimiento de alrededor de 4.4% para 2011 y de 4.5% en 2012, lo cual refleja los ajustes a la política fiscal en las economías avanzadas.

Este ritmo de actividad económica continuará siendo heterogéneo, dado que en las principales economías avanzadas el crecimiento será modesto, mientras que en las economías emergentes y en desarrollo continuarán un crecimiento vigoroso; dicha desigualdad también puede observarse en las brechas del producto. Las economías emergentes de Asia y gran parte de las economías en América Latina actualmente operan cerca de sus niveles potenciales e incluso, en algunas de ellas, han surgido indicios de sobrecalentamiento, mientras que en aquellas economías que estuvieron en el epicentro de la crisis (Estados Unidos de América y Europa) aún existen niveles relevantes de capacidad ociosa.

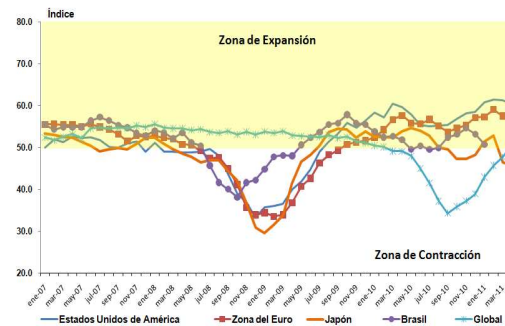
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2011 (Variación Interanual)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril 2011

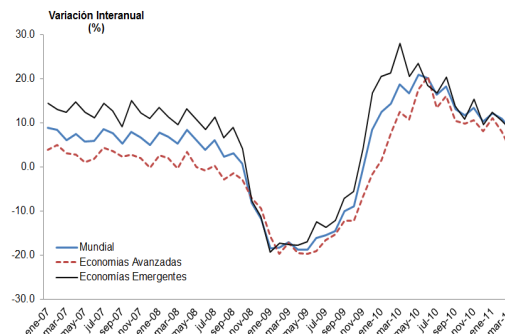
Esta recuperación se ha fundamentado, principalmente, en el crecimiento de la producción industrial y en la recuperación del comercio mundial. A marzo, el volumen del comercio aumentó 8.6%, cifra similar a la observada antes de la crisis, y se espera que alcance un 7.4% a fin de año. El intercambio de bienes y servicios por parte de las economías emergentes y en desarrollo continuará siendo mayor al de las economías avanzadas.

ÍNDICE ANTICIPADO DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL PERÍODO: 2007 - 2011<sup>a/</sup>



<sup>a/</sup> Datos a abril. Fuente: Bloomberg. Manufacturing Purchasing Managers Index (PMI).

VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL ENERO 2007 - MARZO 2011



Fuente: Oficina de Análisis Económico de Holanda.

Por su parte, entre los indicadores anticipados, la producción industrial, luego de mantenerse estancada durante gran parte de 2010, ha comenzado a cobrar celeridad, tal como lo evidencia el indicador denominado *Manufacturing Purchasing Managers Index*. Otro comportamiento similar se ha observado en el sector servicios, en donde las ventas minoristas en las economías de mercados emergentes son vigorosas y se han reactivado en las economías avanzadas, principalmente en los Estados Unidos de América. No obstante, los acontecimientos recientes en Oriente Medio, las catástrofes

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril de 2011.



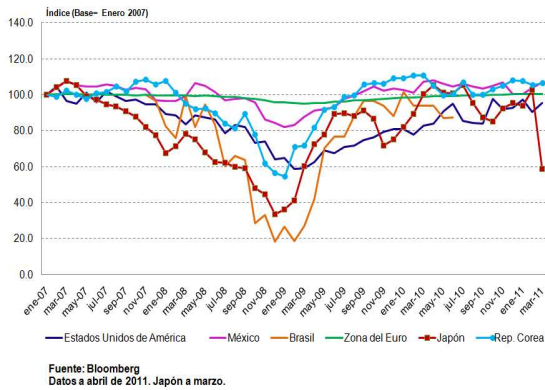
ocurridas en Japón y el resurgimiento en las tensiones sobre los problemas de deuda en los países periféricos de la Zona del Euro han incidido en una disminución en la confianza del consumidor y del empresario que podrían incidir negativamente en la consolidación del crecimiento económico en el mediano plazo. El principal riesgo a la baja está relacionado con la posibilidad de que los precios del petróleo continúen aumentando, seguido de la tensión en los países periféricos de la Zona del Euro, que podría propagarse al núcleo de las economías europeas, así como los desequilibrios en los mercados inmobiliarios y el sobrecalentamiento de las economías de mercados emergentes.

continúa siendo motivo de incertidumbre, sobre todo en ciertas economías de la Zona del Euro. También se vislumbran riesgos financieros, debido a las fuertes necesidades de financiamiento de los bancos y de los gobiernos, aunados a nuevos riesgos asociados al aumento de precios en las materias primas, sobre todo del petróleo. Las tasas de desempleo continuarán elevadas; sin embargo, existe la posibilidad de que el crecimiento económico pueda repuntar a corto plazo, gracias a la solidez de los balances empresariales.

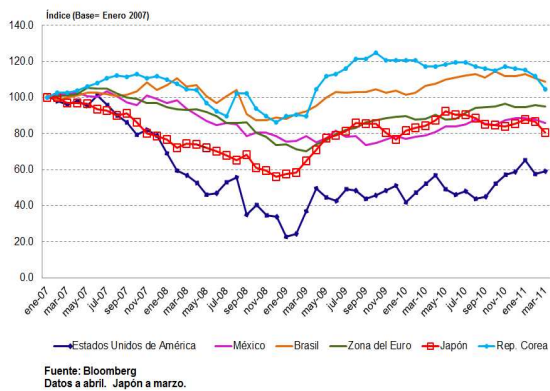
Para 2011 la perspectiva del Fondo Monetario Internacional para la economía estadounidense es de un crecimiento de 2.8%, similar al registrado en 2010 (2.8%). Dicha economía, tuvo un mejor desempeño en el cuarto trimestre de 2010, luego de dos trimestres consecutivos de desaceleración, respaldado por el fortalecimiento de la demanda privada. A pesar de mejores indicadores en el mercado laboral, en el primer trimestre de 2011 su PIB creció en 1.8%.

Luego de haber perdido más de ocho millones de puestos de trabajo durante la crisis (2008-2009), el mercado laboral ha logrado recuperar alrededor de 1.5 millones de empleos. Aun cuando la tasa de desempleo ha mostrado una moderada mejora, tanto el Fondo Monetario Internacional como la Reserva Federal estiman que cerrará 2011 en niveles superiores al 8.0%.

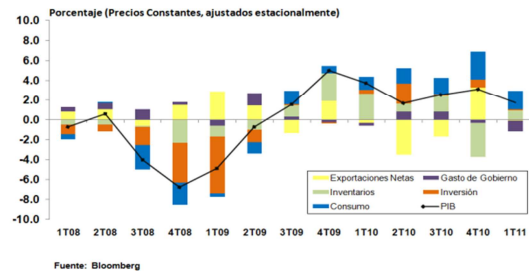
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL EMPRESARIO**



**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**

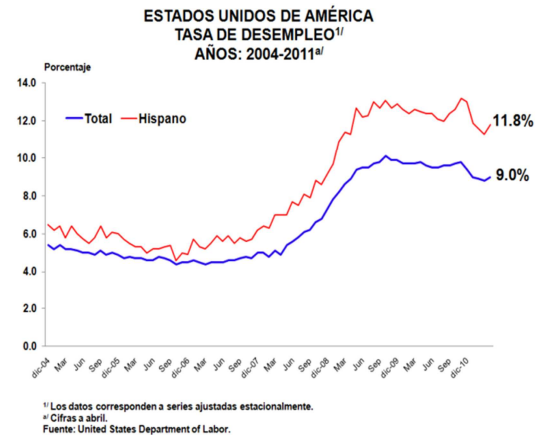
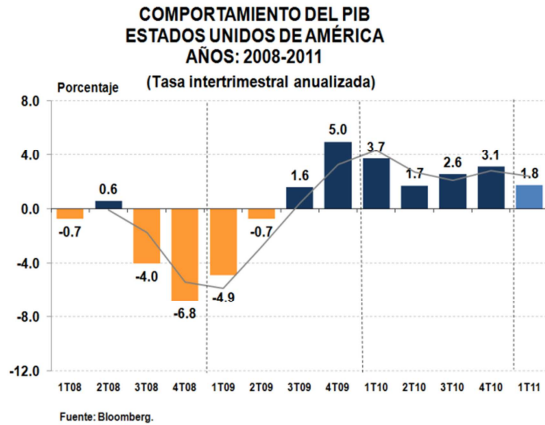


**ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO AÑOS: 2008-2011 (Tasa intertrimestral anualizada)**



### b) Economías avanzadas

En las economías avanzadas, el crecimiento económico ha sido modesto, especialmente si se toma en consideración la profundidad de la recesión ocurrida en 2009. En 2010 la expansión en dichas economías fue de 3.0%, mientras que para 2011 se prevé alcance 2.4%. La debilidad de los mercados inmobiliarios



Dadas las abundantes existencias de propiedades con problemas de atrasos en los pagos, ha habido efectos adversos en los balances de los hogares y en los de las entidades financieras, lo que apuntaría a que los precios de las viviendas aun podrían continuar cayendo.

A criterio del Fondo Monetario Internacional, la economía estadounidense debería procurar mejorar la solidez fiscal (el déficit fiscal sería de 10.75% en 2011, el mayor entre las economías avanzadas, y la deuda bruta del gobierno general superará el 110.0% del PIB), tomando en consideración que el producto sigue siendo significativamente inferior a su potencial, y aprovechar las medidas monetarias acomodaticias, dado que la inflación continúa relativamente controlada y la tasa de desempleo es todavía elevada.

El Presidente Barak Obama propone una fuerte reducción del déficit fiscal, al llevarlo a 2.5% del PIB para 2015; no obstante, el Fondo Monetario Internacional considera dicho proyecto problemático, especialmente en un contexto de escaso crecimiento económico y elevado desempleo.

Los datos fiscales, aunados a la falta de consenso sobre cómo iniciar la consolidación fiscal, incidieron en que la agencia calificadora Standard & Poor's revisara a la baja la perspectiva de la calificación de la deuda soberana estadounidense, llevándola de "estable" a "negativa", argumentando que podría rebajar la calificación de "AAA" en los próximos dos años de no existir consenso y políticas creíbles sobre la consolidación fiscal.

Las condiciones crediticias continúan restrictivas, lo que, junto con la debilidad del mercado de trabajo, continuará siendo un factor de riesgo para la reactivación del consumo de las familias estadounidenses.

La actividad económica en Europa está cobrando impulso, pese al resurgimiento de la turbulencia financiera en sus países periféricos, aunque la actividad se mantiene por debajo de su nivel potencial y el desempleo es todavía alto.

La solicitud de un rescate financiero por parte de Portugal<sup>3)</sup>, ante la falta de aprobación del Congreso portugués del cuarto programa de austeridad, y los costos de financiamiento elevados aumentaron la incertidumbre respecto de una posible consolidación de la recuperación, aunado a la expectativa de que Grecia se vea obligada a reestructurar su deuda ante la imposibilidad de cumplir con lo acordado con el FMI y la Unión Europea.

Para la Zona del Euro en su conjunto, el FMI prevé una tasa de crecimiento de 1.6% para 2011, levemente inferior a la estimada para 2010 (1.7%); no obstante, como se mencionó, dicha tasa no refleja una evolución uniforme, dado que se registrarían tasas de crecimiento positivas en las economías más grandes como Alemania, Francia e Italia, en tanto que para aquellas economías afectadas por la incertidumbre acerca de su sostenibilidad fiscal, principalmente Grecia y Portugal, se anticipan tasas de crecimiento negativas, como se indicó.

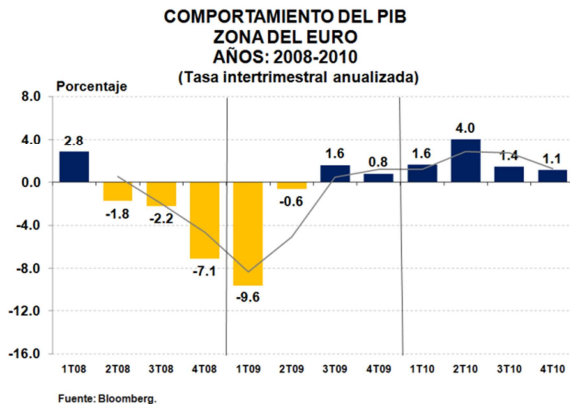
Para Alemania se espera un crecimiento de 2.5%, uno de los crecimientos más altos; no obstante, es inferior al de 2010 (3.5%), debido a la eliminación del apoyo fiscal y a la desaceleración del crecimiento de la demanda externa. Para Francia se proyecta 1.6%, dado que el aumento del consumo se ve limitado por el

<sup>3)</sup> El rescate de Portugal podría alcanzar 80 millardos de euros; menor a los rescates financieros de Grecia (110 millardos de euros) e Irlanda (85 millardos de euros).

retiro del estímulo fiscal, así como por la disminución de las exportaciones en esta zona.

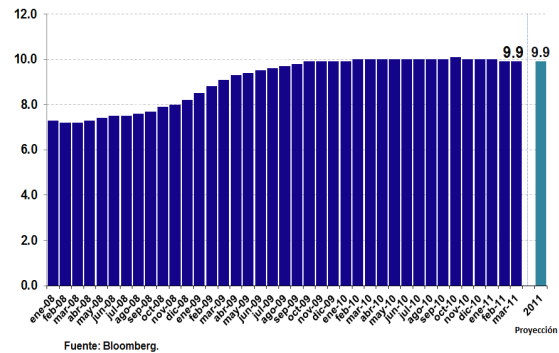
Para Grecia y Portugal se esperan tasas de crecimiento de -3.0% y de -1.5%, respectivamente, mientras que la proyección de crecimiento económico para Irlanda es de 0.5%.

Esas perspectivas están sujetas a riesgos a la baja. En el corto plazo, la permanencia de las tensiones para los gobiernos y para los bancos más vulnerables representa una amenaza significativa a la estabilidad financiera. En muchos casos la calidad de los activos bancarios es incierta y los bancos enfrentan un monto elevado de vencimientos de deuda y, por lo tanto, continúan siendo vulnerables a presiones de financiamiento de los mercados.



Aunado a lo anterior, las elevadas tasas de desempleo, principalmente en España, continuarán siendo una amenaza a la recuperación. De acuerdo con las proyecciones del FMI, la tasa promedio de desempleo de la Zona del Euro se ubicaría en 9.9% a finales de 2011, siendo España, Grecia, Portugal, Irlanda y Estonia los países con las tasas más altas de la Zona.

**ZONA DEL EURO: TASA DE DESEMPLEO  
ENERO 2008 - MARZO 2011**  
Porcentaje



En 2010, Japón registró una tasa de crecimiento de 3.9%, una de las más altas entre las economías avanzadas, impulsada por un considerable estímulo fiscal y un repunte de las exportaciones. Sin embargo, la incertidumbre provocada por el terremoto de Tohoku es aguda. Las estimaciones oficiales del daño al acervo de capital oscilan entre 3.0% y 5.0% del PIB, alrededor del doble de lo que costó el terremoto de Kobe en 1995; dicha cifra no considera los efectos de la posible escasez de energía, ante los riesgos que aún persisten en la planta nuclear Fukushima Daiichi.

Ante dichos acontecimientos, la proyección del Fondo Monetario Internacional, bajo el supuesto de que la escasez energética y la crisis nuclear se resuelvan en el corto plazo, es de un crecimiento de 1.4% para 2011 y de 2.1% para 2012.

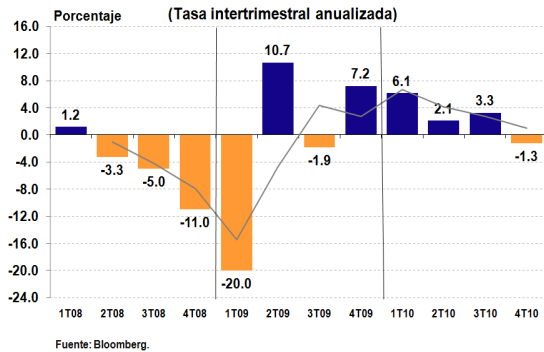
A pesar de que la catástrofe en Japón ha generado episodios de alta volatilidad en los mercados bursátiles, ante la incertidumbre de los efectos en la economía mundial, hasta ahora sus efectos negativos se circunscriben mayormente al desempeño de la economía japonesa. A lo interno de ésta, la reducida actividad productiva está afectando particularmente a la producción industrial, lo que podría incidir en un impacto negativo, en el corto plazo, sobre la demanda de insumos. Sin embargo, los esfuerzos de reconstrucción podrían aumentar la demanda, lo que compensaría la caída inicial. Se estima que los productos más afectados por el aumento en la demanda serían el cobre y el zinc. Asimismo, ante las dificultades para reponer en el corto plazo las fuentes nucleares, se estima que la demanda de gas y la de carbón, e incluso la de petróleo, podrían experimentar un incremento en los próximos meses. En un plazo mayor, y dado el daño de las

centrales nucleares, es probable que se vea un cambio en la matriz energética de Japón, con una mayor participación de este tipo de combustibles.

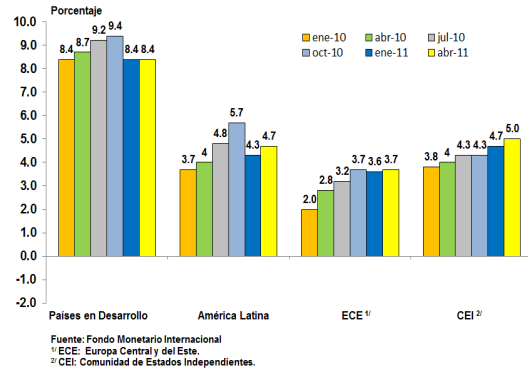
Los indicadores de la actividad industrial, así como la confianza del consumidor, han descendido ante dicha coyuntura; no obstante, los esfuerzos de reconstrucción incidirían positivamente en el consumo y en la inversión, lo que mejorará las perspectivas de crecimiento para 2012.

del comercio mundial. Los indicadores recientes de producción, de actividad industrial y de exportaciones muestran que esta tendencia se mantiene en varias economías. Este crecimiento ha estado acompañado por un dinamismo en el crédito bancario y por un aumento de las presiones inflacionarias; factores que en muchos casos han obligado a los bancos centrales a incrementar sus tasas de interés de política monetaria.

**COMPORTAMIENTO DEL PIB JAPÓN**  
AÑOS: 2008-2010

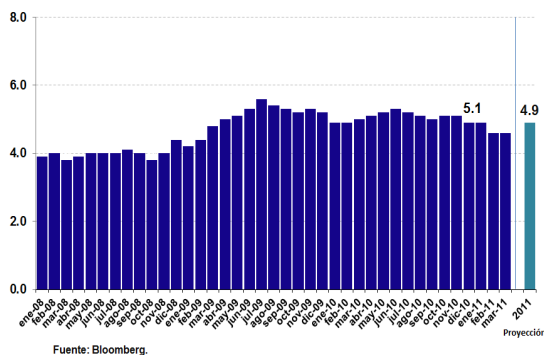


**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2011**  
(Variación Interanual)



Se prevé que la tasa de desocupación en Japón para finales de 2011 se ubique en 4.9%, inferior a la observada en 2010 (5.1%).

**JAPÓN: TASA DE DESEMPLEO**  
ENERO 2008 - MARZO 2011



**i) Países en desarrollo de Asia**

En la mayoría de las economías en desarrollo de Asia, sigue la recuperación generalizada sustentada en un sólido desempeño de las exportaciones, en una pujante demanda interna privada y, en algunos casos, en un rápido crecimiento del crédito bancario. El FMI proyecta que las economías en desarrollo de Asia continuarán creciendo con rapidez durante los próximos dos años. Algunas economías de la región están operando a su nivel potencial o por encima de él, aspecto que ha acrecentado los riesgos de sobrecalentamiento con las consecuentes presiones inflacionarias, lo que podría inducir a mayores endurecimientos de sus políticas monetarias.

Se espera que el crecimiento de las exportaciones se moderará respecto del registrado el año pasado, pero seguirá siendo robusto, dado que el comercio intrarregional compensará, en parte, la debilidad de la demanda por parte de las economías avanzadas. En 2011 se prevé un crecimiento de 8.4%, inferior al de 2010 (9.5%), pero continuaría siendo el más alto a nivel mundial.

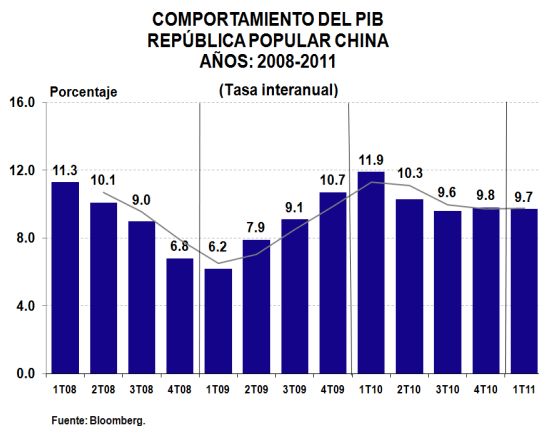
Dentro de estas economías destaca la de la República Popular China, que creció a una tasa de 10.3% en 2010, impulsada,

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

Las economías emergentes continúan creciendo a tasas elevadas. El crecimiento de 7.3% en 2010 se sustentó en el dinamismo de la demanda interna y de las exportaciones, en un contexto de recuperación

principalmente, por la inversión y la recuperación del comercio. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2010, sus autoridades pusieron en marcha medidas de política monetaria restrictivas para evitar el sobrecalentamiento de la economía y sus efectos inflacionarios. En efecto, entre las medidas para limitar el excesivo crecimiento de la liquidez y del crédito bancario, para moderar el alza en el precio de los inmuebles, destacan los aumentos a la tasa de encaje bancario y a la tasa de interés del Banco Central, así como al establecimiento de límites a los préstamos bancarios, de cuotas mensuales de préstamos por entidad, los aumentos de la tasa de interés para créditos hipotecarios y de la cuota inicial para compra de segunda vivienda y la prohibición de la compra de tercera vivienda para residentes.

Para 2011 el FMI estima un crecimiento de 9.6%, impulsado por la demanda privada; el consumo se estaría afianzando por la rápida expansión del crédito bancario, por las condiciones favorables del mercado laboral y por la continuidad de medidas orientadas a elevar el ingreso disponible de los hogares. Durante el primer trimestre de 2011, el crecimiento del PIB fue de 9.7%, cifra superior a la esperada por el mercado.



## ii) América Latina y el Caribe

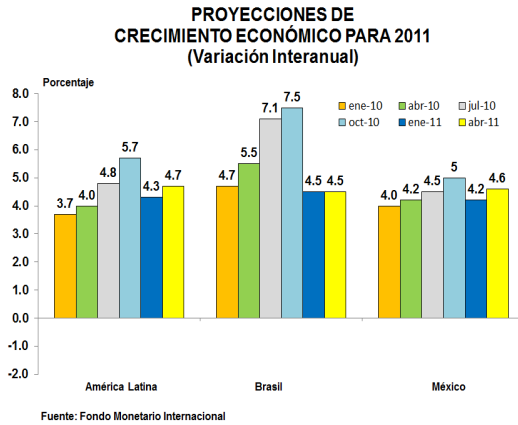
La región de América Latina y el Caribe enfrentó bien la recesión mundial, creciendo 6.1% en 2010 ante el dinamismo del consumo y de la inversión, así como el de la demanda externa; no obstante, ahora debe enfrentar algunos retos, como los altos precios de las materias primas y la fuerte afluencia de capitales, los cuales podrían generar, en algunos países, un sobrecalentamiento de sus economías. Para algunas de las economías más grandes de la región, el pronóstico del FMI apunta a una

moderación del rápido crecimiento de 2010 y a un nivel del producto congruente con el potencial. La robusta demanda proveniente de la República Popular China y los altos precios de las materias primas, principalmente para aquellos países exportadores netos, continúa sustentando esa fortaleza.

En contraste, el contexto es menos favorable para los países que tienen vínculos reales fuertes con las economías avanzadas, como el caso de los países de Centroamérica más vinculados a la economía estadounidense en términos del ingreso de divisas por exportaciones y por remesas familiares y que, además, son importadores netos de materias primas, lo que incide en mayores presiones inflacionarias.

Para 2011, el FMI prevé un crecimiento para la región de 4.7%, cifra mayor a la prevista en enero de 2011 (4.3%), asociado a la mayor confianza respecto de la recuperación mundial y a las mejores perspectivas para los precios de las principales materias primas, aspecto que beneficiaría a los países exportadores netos de dichos bienes. Entre los riesgos a la referida proyección destacan los siguientes: una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la República Popular China, lo cual podría provocar una caída en los precios de exportación de las materias primas de la región, reduciendo las perspectivas de crecimiento; un alza repentina de los precios del petróleo que enfriara el crecimiento mundial, lo cual también podría causar una caída de las exportaciones de las materias primas de la región; y el aumento de la aversión mundial al riesgo, lo cual podría provocar un marcado cambio de dirección de los flujos de capital.

Los indicadores de actividad y de producción industrial muestran que, en la mayoría de casos, la tendencia al crecimiento se mantiene. Ante el ritmo de expansión y el repunte de la inflación, especialmente en el componente de alimentos, algunos países han ajustado sus tasas de interés de política monetaria y han generado expectativas de que el ciclo de ajuste continuará a pesar de presiones de apreciación cambiaria.



El Fondo Monetario Internacional<sup>4</sup> recomienda que, para sustentar la recuperación de la economía mundial, las economías avanzadas deben lograr una consolidación fiscal y, para ello, deben apoyarse más en la demanda externa. Paralelamente, las economías de mercados emergentes deben apoyarse menos en la demanda externa y más en la demanda interna.

<sup>4</sup> Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril de 2011.

### RECUADRO 1 UNA REGIÓN, ¿DOS VELOCIDADES?

El incremento de los precios de las materias primas, la prominencia de los mercados emergentes en el comercio internacional –particularmente en Asia- en contraste con el detrimento de los países industrializados, las tasas de interés bajas en éstos y el exceso de ahorro que está siendo canalizado a los mercados emergentes, contribuyen a un escenario de considerables oportunidades y retos para América Latina y el Caribe. Sin embargo, este nuevo orden económico global tiene el potencial de dividir el desempeño de América Latina y el Caribe en dos *clusters* o grupos regionales.

Se pueden identificar dos subgrupos: un *cluster brasileño*, integrado por los países que comparten un conjunto de características estructurales con Brasil, como, por ejemplo, ser exportadores netos de materias primas, tener una exposición internacional relativamente elevada de sus bienes y servicios con los mercados emergentes y una dependencia de las remesas familiares provenientes de los países industrializados, relativamente baja. El *cluster brasileño* está muy bien posicionado en un mundo en donde las economías emergentes son el motor del crecimiento económico, los precios de las materias primas son elevados y los flujos de capitales están ingresando a estas economías aprovechando las mejores oportunidades. Por otra parte, el *cluster mexicano*, el cual está integrado por los países que comparten fuertes vínculos comerciales, tanto de bienes como de servicios, con los países industrializados, son en su mayoría importadores de materias primas y tienen una dependencia relativamente alta de remesas familiares que provienen de los países industrializados y, por lo tanto, están en una posición menos favorable bajo las nuevas condiciones económicas mundiales prevalecientes. Las perspectivas de estos dos grupos están ampliamente validadas por las actuales proyecciones de crecimiento económico para 2010-2011, las cuales son, en promedio, substancialmente mayores para el *cluster brasileño* (4.4%) respecto del *cluster mexicano* (2.7%).

El nuevo orden económico mundial que surge después de la crisis financiera cuenta con cuatro características: i) la redistribución de la producción mundial y de la demanda, desde los países industrializados hacia los mercados emergentes que tienen una mayor propensión de consumo de materias primas y que se han convertido en el motor del crecimiento económico mundial; ii) un cambio substancial en el comercio de América Latina y el Caribe hacia los mercados emergentes; iii) una redistribución del ahorro hacia las economías emergentes, siendo América Latina y el Caribe los principales beneficiados, proporcionando una amplia disponibilidad de capital y de crédito relativamente más barato; y iv) una nueva arquitectura financiera internacional caracterizada por un conjunto de innovaciones para proporcionar asistencia oportuna en materia de liquidez en episodios de crisis para los países emergentes.

El crecimiento de la demanda mundial se ha trasladado en favor de los mercados emergentes, los cuales representan actualmente el 75% del crecimiento de la demanda global, comparado con el 50%, antes de la crisis. Esta tendencia muy probablemente continúe en los próximos años, dadas las proyecciones de mediano plazo del crecimiento económico de los países industrializados y de los emergentes. Este cambio en el crecimiento de la demanda hacia los países con una mayor propensión a consumir materias primas, implica una demanda potencialmente más alta de productos producidos y exportados por los países del *cluster brasileño*. Adicionalmente, las tasas de interés más bajas posiblemente impulsaron aún más los precios de las materias primas, mientras que el costo de los inventarios fue substancialmente reducido.

La redistribución de la demanda global ha tenido un impacto significativo sobre los socios comerciales en América Latina y el Caribe. Por ejemplo, un caso paradigmático es el de Brasil: en 2006, las exportaciones a los otros países BRIC (Rusia, India y República Popular China) representaban 9% de total de sus exportaciones. En 2009, esta cifra había alcanzado el 17%, mientras que las exportaciones a países industrializados disminuyeron de 50% en 2006 a 44% en 2009. Este notable cambio en las proporciones del comercio se debió; principalmente al incremento excepcionalmente elevado (94%) en las exportaciones a los otros países BRIC. Por su parte, la economía mexicana observa un comportamiento muy diferente. Aunque sus exportaciones a los países BRIC también aumentaron substancialmente de los bajos niveles observados en 2006, éstas únicamente representaban cerca del 3% del total de exportaciones en 2009, mientras que las exportaciones a los países industrializados aún representan el 91% del total de exportaciones a pesar de registrar una severa disminución. La implicación natural es que los países del *cluster mexicano*, en donde la capacidad de exportación es esencialmente orientada hacia los países industrializados, podrían enfrentar nuevos retos de reestructuración económica de los próximos años.

A pesar del colapso en los flujos de capitales a la región, después de la crisis de Lehman Brothers, estos flujos han vuelto a la región rápidamente, alcanzando un récord histórico de US\$266 mil millones en 2010. Como resultado de este fenómeno, los inlfujos de capitales a América Latina y el Caribe, como porcentaje del total de capitales hacia las economías emergentes, se ha incrementado substancialmente de 13% en 2006 a 25% en 2009. Este cambio en la composición de los flujos de capitales definitivamente impondrá retos macroeconómicos adicionales a la región, ya que se espera que ejerza presión adicional sobre el tipo de cambio real y, si se canalizara a través del sistema financiero de América Latina y el Caribe, se espera un rápido crecimiento del crédito bancario.



Los grandes flujos de capitales, acompañados de altos precios de las materias primas, inevitablemente confrontarán al *cluster brasileño* con las preocupaciones relacionadas al sobrecalentamiento de la economía, la apreciación del tipo de cambio real y el rápido crecimiento del crédito bancario. Por lo tanto, los retos de este grupo incluyen evitar las políticas fiscales laxas que ponen bajo presión a la demanda agregada. Los países podrían enfrentar un escenario complejo de política monetaria, en donde las políticas tradicionales de aumentos a la tasa de interés podrían no ser efectivas, ya que resultarían en más flujos de capitales. En este contexto, las políticas macroprudenciales anticíclicas podrían jugar un rol importante, no únicamente en términos de mantener los riesgos bajo control, sino también en términos de moderar la demanda agregada.

Por el contrario, los países que pertenecen al *cluster mexicano* tendrán que ver la política fiscal en términos de su sostenibilidad, en lugar de verla en términos del manejo de la demanda agregada. Muchos países entraron en territorio negativo en sus balances fiscales durante la crisis financiera global y el actual ambiente internacional para este grupo ahora exige una corrección en las cuentas fiscales. En cuanto a los flujos de capitales, existe una posibilidad no trivial de que los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), los cuales típicamente han financiado una porción sustancial del déficit en cuenta corriente en muchos países de Centroamérica y el Caribe, pudieran retroceder a los niveles observados antes de la crisis, ya que la IED que llega a este *cluster* se ha orientado tradicionalmente hacia actividades que satisfacen la demanda de los países industrializados. Esto podría representar un reto para el financiamiento del déficit en cuenta corriente en este grupo de países, ya que podrían depender de los flujos financieros y, por lo tanto, hacer a estos países más vulnerables a los movimientos en el mercado de capitales. El financiamiento de la cuenta corriente se convierte en lo más relevante para este grupo de países importadores de materias primas si los precios de éstas se incrementan y el actual déficit en cuenta corriente se amplía.

En resumen, a pesar de estas diferencias, probablemente la mayoría de los países de la región disfrutará de condiciones externas muy favorables, proporcionando los ingredientes ideales para lo que podría llamarse “La década de América Latina”. No obstante, para que esto suceda, los países del *cluster brasileño* tendrán que hacer buen uso de la bonanza externa con un manejo macroeconómico y financiero sólido, evitando el sobrecalentamiento de la economía y estando atentos a cualquier vulnerabilidad que ponga en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera. Los países que pertenecen al *cluster mexicano* necesitarán cumplir exitosamente con el reto de la estabilidad financiera, garantizando la sostenibilidad fiscal y el financiamiento estable del déficit en cuenta corriente, implementando una reestructuración productiva y políticas innovadoras de comercio que aumenten las posibilidades de un crecimiento más rápido. A pesar de las diferencias entre estos grupos, todos los países deberán aprovechar esta oportunidad para hacer frente a los problemas que tienen en común todas estas economías: elevar la calidad de la educación, reducir la informalidad e incrementar la productividad.

Fuente: *One region, two speeds?* Marzo 2011. Banco Interamericano de Desarrollo (BID).



## RECUADRO 2

### SOBRECALENTAMIENTO EN AMÉRICA LATINA: RIESGOS Y DESAFÍOS

La economía mundial continúa recuperándose de manera heterogénea; las economías emergentes, entre ellas las de América Latina, mantienen un ritmo de crecimiento más rápido que las economías avanzadas, por lo tanto enfrentan desafíos y riesgos diferentes, especialmente el de evitar el sobrecalentamiento.

Los indicios de sobrecalentamiento ya son evidentes en gran parte de la región latinoamericana. La demanda interna ha crecido a un ritmo más rápido de lo esperado, impulsada no sólo por las favorables condiciones externas sino también por políticas macroeconómicas expansivas, que están normalizándose solo gradualmente. La inflación está aumentando en gran parte de la región, los déficits en cuenta corriente se están incrementando, debido a la fuerte demanda interna y al crecimiento del crédito bancario, el apalancamiento y los pasivos externos también se están acelerando en varios países.

Las actuales condiciones mundiales, especialmente la fortaleza de las economías en desarrollo de Asia, el desempeño de las economías avanzadas y el aumento en el precio de las principales materias primas (petróleo y alimentos), tienen diferentes implicaciones para las economías de América Latina y el Caribe. Para aquéllas que exportan materias primas y que están bien integradas a los mercados financieros mundiales, estas condiciones les proporcionan estímulos favorables al crecimiento económico, mientras que, para las economías que mantienen vínculos más estrechos con economías avanzadas como la de los Estados Unidos de América, la mejora en su ritmo de crecimiento económico ha sido gradual, particularmente en aquellos países altamente dependientes del turismo y de las remesas familiares, dado que este tipo de flujos de recursos está muy relacionado al desempeño de los mercados laborales y de vivienda en las economías avanzadas, los cuales aún permanecen débiles. Para las economías de Centroamérica y el Caribe que dependen de la importación del petróleo, un aumento sostenido del precio de este bien durante un período prologando representa un mayor riesgo al crecimiento económico.

Adicionalmente, el acceso a capital privado barato, derivado de las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas, ha conllevado a un estímulo de la demanda, al aumento de los déficits en cuenta corriente y a mayores entradas de capital, que en algunos casos ha incidido en una apreciación del tipo de cambio real; por lo que el manejo adecuado de estas condiciones constituye un reto importante ante la posibilidad de que dichos flujos se reviertan, si las condiciones mundiales empeoraran y disminuyera el apetito por riesgo, generando fuertes episodios de volatilidad en los mercados financieros de la región.

Ante este escenario se plantean diferentes desafíos, tanto sociales como económicos, para cada subregión. Para los países de América del Sur, las políticas macroeconómicas deben ajustarse para contrarrestar las crecientes presiones de sobrecalentamiento. Si bien algunos bancos centrales han elevado las tasas de interés de política monetaria, a partir de niveles bajos, lo han hecho de manera gradual, ante el temor de atraer nuevos flujos de capitales que incidan aún más en el fortalecimiento de sus monedas; no obstante, es necesaria una política monetaria más restrictiva, dados los previsibles efectos de segunda vuelta en la inflación, derivados del reciente aumento del precio de las materias primas. En un entorno de abundante financiamiento externo y de fuerte crecimiento del crédito bancario, muchos países continúan recurriendo activamente a instrumentos macroprudenciales, como el aumento del encaje legal, una limitación más estricta al endeudamiento externo y la aplicación de requerimientos de capital más exigentes para ciertos tipos de préstamos, medidas que están orientadas a preservar la estabilidad del sector financiero.

En México, Centroamérica, Panamá y República Dominicana, el crecimiento económico se está afianzando, debido en parte a la mejora de las perspectivas en los Estados Unidos de América. En México, la recuperación económica está tomando impulso, en parte por la evolución más favorable de la economía estadounidense y por el repunte en la demanda interna propiciado en alguna medida por las condiciones favorables de financiamiento externo. Por lo tanto, dada la fase del ciclo económico en dicha economía, el desafío consiste en ajustar gradualmente la política monetaria ante el cierre de la brecha del producto.

En Centroamérica, Panamá y República Dominicana, la recuperación cobró impulso en 2010, gracias a un repunte de la demanda interna, en un entorno de políticas macroeconómicas expansivas; asimismo, las exportaciones y las remesas familiares han aumentado, pero estas últimas aún se sitúan en niveles inferiores a los observados antes de la crisis, debido a las débiles condiciones de empleo en los Estados Unidos de América. Tomando en consideración que las brechas de producto son pequeñas (y están en vías de cierre), es recomendable que estos países restablezcan los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas contracíclicas en el futuro, en particular a través de una desaceleración del ritmo de crecimiento del gasto público. Asimismo, el alza en el precio de los alimentos y de la energía también plantea un desafío para la política monetaria. Los países que están adoptando un esquema de metas de inflación y flexibilizando su tipo de cambio nominal han mantenido las tasas de interés de política monetaria en niveles bajos (Guatemala y República Dominicana incrementaron recientemente sus tasas de interés de política); es

probable que luego tengan que elevarlas de manera más enérgica para limitar los efectos de segunda vuelta, los cuales en el pasado han tendido a ser intensos en esta subregión.

Adicionalmente, el aumento de los precios mundiales de las materias primas, sobre todo de alimentos, plantea un desafío social que afecta a los segmentos más vulnerables de la población, incluso en los países exportadores netos de materias primas y alimentos. Por ello, será necesario concentrar los esfuerzos en la protección de los más vulnerables, evitando subsidios universales que suelen ser muy costosos y regresivos y que pueden tornarse permanentes y requerir ajustes considerables en otras partidas del presupuesto.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas Económicas: Las Américas, Atentos al sobrecalentamiento. Abril 2011.

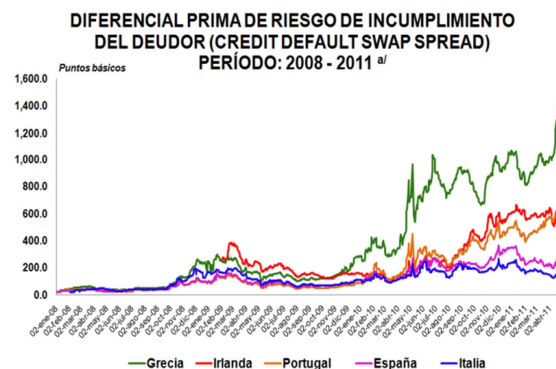
## 2. Mercados financieros

Durante el último trimestre de 2010, y previo a la catástrofe natural ocurrida en Japón en marzo de 2011, los mercados financieros continuaban mostrando una variabilidad con tendencia al alza. Esta tendencia estuvo influenciada por la evolución favorable de la actividad económica, por las políticas monetarias acomodaticias, principalmente en los Estados Unidos de América, con la adopción del segundo programa de compra de activos de la Reserva Federal (Quantitative Easing 2), por el paquete fiscal de los Estados Unidos de América y por el mantenimiento de los altos niveles de liquidez internacional, lo que se reflejó en una mayor demanda de activos riesgosos por parte de los inversionistas.

La intensificación de los problemas geopolíticos, en algunos países en Oriente Medio y en el Norte de África, ha ocasionado un aumento sostenido del precio internacional del petróleo, lo que ha incidido en nuevos episodios de volatilidad para los mercados financieros, aunque hasta el momento los efectos de estas tensiones han tenido mayor fuerza en los mercados financieros de dicha región. En adición, se ha observado un aumento en la cotización del oro y pérdidas moderadas en algunas bolsas. Sin embargo, una prolongación de la duración y magnitud del conflicto podría afectar fuertemente a los mercados financieros, en general.

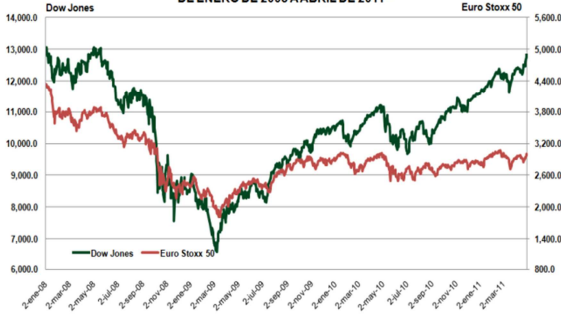
Un factor que ha incidido en la volatilidad son los problemas fiscales en algunas economías de la Zona del Euro, los cuales habrían sido contrarrestados por las medidas adoptadas a lo largo de 2010 (programas de rescate, creación de facilidades, programa de compra de bonos soberanos de los países con problemas de deuda a discreción y la reactivación de la provisión de las líneas ilimitadas de liquidez) lo que permitieron cierta mejoría de las condiciones financieras de estas economías; sin embargo, la persistencia de los problemas en las economías periféricas de la Zona del Euro y las revisiones

consecutivas a la baja de las calificaciones crediticias de Portugal, de Irlanda y de Grecia han ocasionado nuevos episodios de volatilidad, así como el aumento en la rentabilidad exigida y la prima de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps spreads*) por parte de los mercados financieros a los bonos soberanos, principalmente a los portugueses. En el caso de Grecia la prima de riesgo para los tenedores de deuda griega subió ante la expectativa de que dicho país podría reestructurar su deuda. No obstante, algunos analistas consideran que Grecia tiene un problema de ingresos que no resolvería con una reestructuración; pero dado que la economía también posee problemas de balance fiscal, de perfil y de servicio de la deuda, realizar una reestructuración podría permitir alcanzar un beneficio, aunque dicha medida tendría consecuencias no sólo para Grecia, sino también para la región, cuyos efectos dependerían de las características de la reestructuración, de si ésta se considera creíble y de cuánto han descontado ya los mercados.



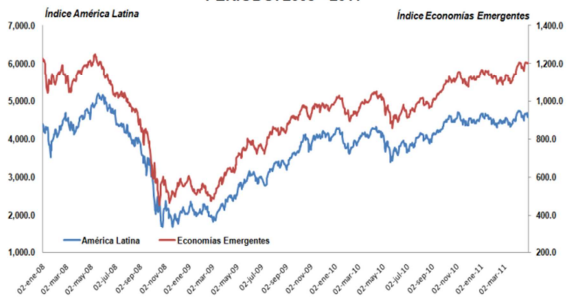
<sup>al</sup> Al 29 de abril  
Este es un instrumento financiero por medio del cual se negocia la cobertura del riesgo crediticio de un bono. El tenedor paga una prima (puntos básicos sobre el valor nominal del bono) a la entidad que ofrece el CDS a cambio de que ésta responda por el valor nominal en caso de que el emisor incumpla. La valoración de un CDS se hace en puntos básicos sobre el valor nominal del bono y tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversionistas.  
Fuente: Bloomberg

### ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA ZONA DEL EURO: PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS DE ENERO DE 2008 A ABRIL DE 2011<sup>1</sup>



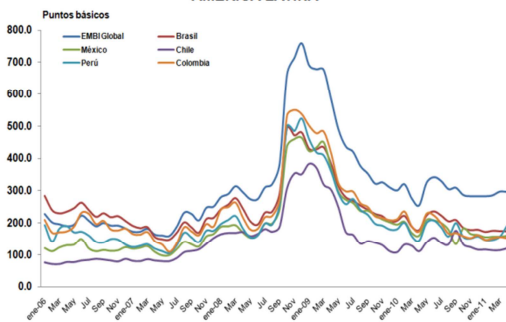
<sup>1</sup> Al 29 de abril.  
El Dow Jones EURO STOXX 50 es un índice de referencia de la bolsa de la Eurozona creado el 26 de febrero de 1998. Está elaborado por STOXX Limited, una alianza comercial entre Deutsche Börse, Dow Jones & Company y SIX Swiss Exchange. Es un índice ponderado por capitalización 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.

### MSCI: ECONOMÍAS EMERGENTES Y AMÉRICA LATINA PERÍODO: 2008 - 2011<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 29 de abril.  
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.

### DIFERENCIAL DEL ÍNDICE GLOBAL DE BONOS DE MERCADOS EMERGENTES<sup>1</sup> Y DE ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



<sup>1</sup> Promedio al 29 de abril.  
EMBI GLOBAL SPREAD. 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 distinto de Estados Unidos de América. El EMBI global spread (Emerging Markets Bond Index global spread) es un promedio ponderado de spreads soberanos según la capitalización de mercado de cada instrumento. Este índice contiene instrumentos denominados en dólares, emitidos por gobiernos y entidades cuasifiscales. Incluye, entre otros, Bonos Brady, Eurobonds e instrumentos de deuda emitidos en el mercado local.

En el caso de las economías emergentes, las perspectivas macroeconómicas son favorables para la mayoría de éstas, lo que ha incidido en una disminución del riesgo soberano.

Esta mejoría también se observa en los índices accionarios. En efecto, el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), que pondera las bolsas de las economías emergentes, ha mantenido una tendencia al alza. Similar comportamiento se observó en el MSCI de América Latina.

Las mejores perspectivas macroeconómicas para las economías emergentes y la debilidad que presentan las economías avanzadas, en un contexto de mayor apetito por el riesgo, han impulsado fuertemente los flujos de capitales hacia las primeras; entre ellas, las de América Latina. Dicho comportamiento ha incidido en una apreciación cambiaria nominal de las monedas de las economías emergentes respecto al dólar estadounidense, lo que ha motivado que las autoridades monetarias intenten contener este fenómeno, debido las consecuencias macroeconómicas de corto plazo y a los impactos de largo plazo sobre las estrategias de crecimiento.

A abril de 2011, el comportamiento del dólar estadounidense ha presentado una tendencia a la depreciación respecto a las principales monedas convertibles de Europa, como el euro, la libra esterlina y el franco suizo; así como también frente a las monedas de México, Brasil, Chile y Colombia.

Ante la debilidad del dólar, algunas economías emergentes como las de Brasil, Chile, Indonesia, Israel, México y Perú, han implementado medidas que van desde intervenciones en los mercados cambiarios hasta medidas no convencionales.



## TIPOS DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS

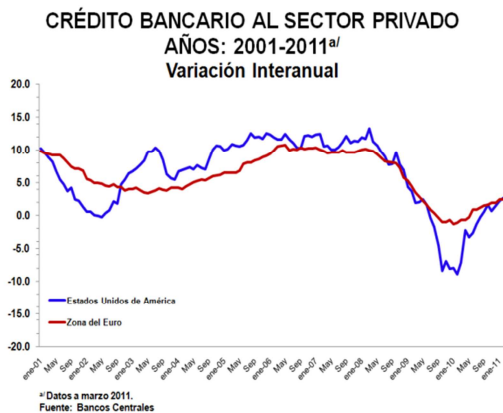
Moneda por US Dólar

	Tipo de Cambio			Variación	
	Al 31-12-09	Al 31-12-10	Al 29-04-11	2010/2009	ABR - 2011/DIC - 2010
Zona del Euro (Euro)	0.70	0.75	0.68	7.08	-9.61
Reino Unido (Libra Esterlina)	0.62	0.64	0.60	3.43	-6.55
Suiza (Franco)	0.97	0.94	0.87	-3.08	-7.23
Japón (Yen)	93.14	81.12	81.19	-12.91	0.09
México (Peso)	13.08	12.34	11.50	-5.69	-6.84
Brasil (Real)	1.74	1.66	1.58	-4.54	-5.17
Chile (Peso)	507.45	468.00	460.45	-7.77	-1.61
Perú (Nuevo Sol)	2.89	2.81	2.83	-2.83	0.72
Colombia (Peso)	2043.78	1907.70	1767.00	-6.66	-7.38

Fuente: Bloomberg

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

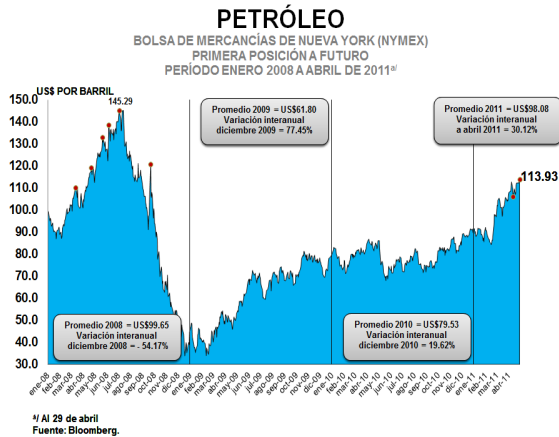
El crédito bancario al sector privado registra una leve recuperación, a pesar del apalancamiento de las instituciones financieras; además, la insuficiencia de capital y la calidad de los activos bancarios evidencian que aún existen riesgos de crédito, de liquidez y de mercado, los cuales hacen prever que aún podrían haber implicaciones en la estabilidad financiera mundial. En adición, los sistemas bancarios de muchos países continúan dependiendo del financiamiento externo, lo que también ha conllevado a vulnerabilidades adicionales como es la alta tasa de refinanciamiento y de descuento en el precio de los bonos bancarios.



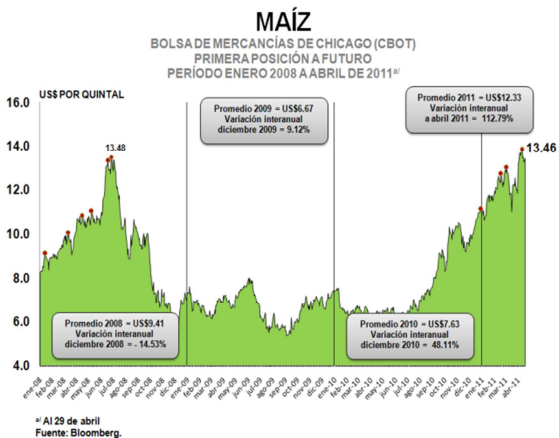
### 3. Precios internacionales de algunas materias primas

Los precios de las materias primas han aumentado a un ritmo elevado y de manera generalizada, desde mediados de 2010. En efecto, el precio del barril de petróleo pasó de US\$73.97 el 28 de mayo de 2010 a US\$91.38 el 31 de diciembre de 2010, mientras que el 29 de abril superó los US\$113.93 siendo el más alto en 31 meses. Esta tendencia al alza ha estado sustentada en tres factores: por el lado de la demanda, una evolución más favorable de algunas economías desarrolladas y de países emergentes, en particular, la República Popular China e India; por el lado de la oferta, se registraron restricciones en la producción de algunos países y regiones como México, Noruega y Oriente Medio; en adición se han observado mayores posiciones por parte de inversionistas.

Se estima que el aumento en las tensiones geopolíticas y la rigidez en la oferta, principalmente por parte de los países de Oriente Medio y del Norte de África, se mantendrán presionando el precio durante 2011, dado que los países que se encuentran con problemas políticos representan, en conjunto, alrededor del 20.0% de la producción diaria de petróleo.



El precio del quintal de maíz registró un incremento de 48.1% en diciembre de 2010, alcanzando un nivel promedio anual de US\$7.63. Al 29 de abril se ubicó en US\$12.33 y representó una variación interanual de 112.8% en el mes, determinado, en parte, por el aumento en la demanda de la República Popular China, y por la mayor demanda para la producción de etanol por parte de los Estados Unidos de América, aunado a un menor nivel de inventarios. Entre los factores de oferta, se pueden mencionar los problemas climáticos que determinaron menores rendimientos de la producción en los Estados Unidos de América y la intensificación de los efectos del fenómeno de La Niña. Estos fenómenos naturales incentivaron mayores compras especulativas por parte de inversionistas.

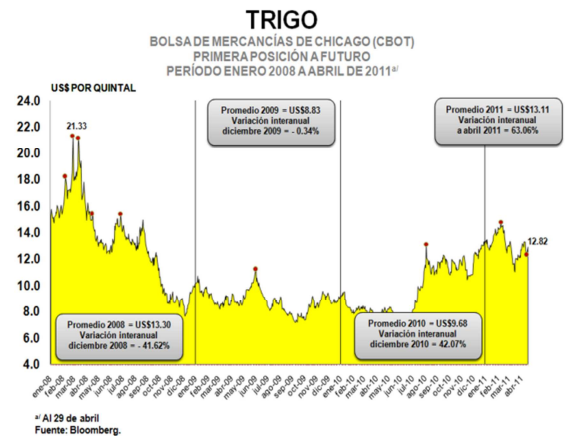


El precio del quintal de trigo registró un incremento de 42.1% en diciembre de 2010, cerrando el año con una cotización promedio anual de US\$9.68 por quintal. Al 29 de abril se

ubicó en US\$12.82 y su variación promedio en el mes fue de 63.1%.

Esta tendencia ascendente inició en 2010, debido a las condiciones climáticas desfavorables (altas temperaturas y sequía) en Kazajistán, Ucrania y Rusia; a la prohibición de exportaciones en el caso de Rusia (hasta julio de 2011), a la imposición de cuotas por parte de Ucrania y a la intensificación del fenómeno de La Niña, que ha afectado severamente a Australia, uno de los principales productores y exportadores de trigo.

El FMI prevé que la oferta de materias primas responderá a la evolución de los precios en 2011. Existe capacidad ociosa en el sector energético, lo cual podría compensar las pérdidas de producción atribuibles a la guerra civil de Libia; por otra parte, la normalización prevista de las condiciones meteorológicas debería estimular la producción agrícola. A la vez, el crecimiento de la demanda debería moderarse ligeramente, siguiendo los patrones cíclicos usuales. Todos estos hechos se traducirían en un crecimiento más equilibrado tanto de la oferta como de la demanda.



### RECUADRO 3 PROBLEMAS GEOPOLÍTICOS EN ORIENTE MEDIO

El comportamiento al alza en el precio del petróleo ha estado asociado, principalmente, a los problemas geopolíticos en Oriente Medio y en el Norte de África, debido especialmente, a la propagación de este tipo de disturbios a los países exportadores de petróleo como Libia. Actualmente, los países en conflicto representan alrededor del 20% de la producción mundial, por lo que los riesgos en cuanto al aprovisionamiento de la oferta de petróleo han pasado a primer plano. Si bien los problemas geopolíticos en Oriente Medio han intensificado el aumento en el precio del petróleo, éste ya evidenciaba una tendencia al alza, dado el aumento en la demanda ocasionado, en parte, por el rápido proceso de recuperación de la economía mundial en 2010, particularmente en las economías emergentes, sobre todo de aquéllas que consumen materias primas intensivamente, como la República Popular China, aunque también en las grandes economías avanzadas como la de los Estados Unidos de América, donde la demanda por combustible fue mayor a la esperada. Otro factor relevante que explica el incremento en el precio se refiere a que la oferta de petróleo no ha reaccionado tan rápidamente al aumento de la demanda. Se estima que en 2010 la producción petrolera mundial creció 3.2%, mientras que el crecimiento anual de la demanda fue de 3.4%.

El aumento en los precios de las materias primas y principalmente del petróleo puede tener efectos negativos sobre el crecimiento mundial, los cuales pueden transmitirse mediante varios canales. Primero, como consecuencia de diferencias en la propensión al gasto entre los países exportadores e importadores de petróleo, se prevé un efecto negativo sobre la demanda mundial (desfavorable para los países importadores), lo que acentúa los desbalances globales, derivado del incremento de los superávits en cuenta corriente de las economías exportadoras. Segundo, mayores precios del petróleo e incertidumbre sobre su evolución deterioran la confianza de los agentes económicos, lo que reduce las intenciones de invertir o consumir. Tercero, dependiendo de la persistencia del choque, se pueden generar reasignaciones de recursos desde los sectores más intensivos en el uso del petróleo hacia los menos intensivos. Cuarto, dadas las mayores presiones inflacionarias que provoca, también es posible una respuesta de política monetaria más restrictiva y, con ello, una contracción adicional de la demanda y de la actividad económica.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el actual incremento en el precio del petróleo tendrá un impacto limitado en el crecimiento económico, dado que la proporción del factor petróleo implicaría pérdidas del producto interno bruto mundial de poco más de 0.5%, bajo el supuesto de que el alza observada en el precio durante el primer trimestre del año (valores superiores a los US\$100.0 por barril) fuera permanente; sin embargo, habría que considerar que este efecto sería diferente para cada economía en particular.

La perspectiva a corto plazo para el mercado del petróleo depende fundamentalmente de las perspectivas de mayor estabilidad en algunos países exportadores de Oriente Medio y del Norte de África, así como de la interacción entre la fortaleza de la expansión mundial, la dinámica de la demanda de petróleo y la reacción de la oferta. Adicionalmente, las proyecciones actuales apuntan a que el crecimiento económico mundial se moderará en los próximos doce meses, lo cual implicaría una desaceleración del crecimiento de la demanda de petróleo; lo cual también debería ser reforzado por una corrección parcial de la reacción excesiva de la demanda de petróleo que suele acompañar a las primeras etapas del proceso de recuperación en la actividad económica a nivel mundial.

El FMI considera que, aun bajo el supuesto de que las interrupciones de la oferta en Oriente Medio y en el Norte de África se disipen, los precios del petróleo permanecerán altos en el mediano plazo, a causa de la tensión entre el robusto crecimiento de la demanda y el comportamiento a la baja en la tasa de crecimiento tendencial de la producción mundial. Derivado de ello, se podría percibir que se ha iniciado un período de mayor escasez en el mercado petrolero internacional, la cual podría atribuirse al aumento en el consumo mundial, debido a las economías de mercados emergentes de rápido crecimiento y a las limitaciones de la oferta; esto último también se debe, en parte, a la creciente proporción de yacimientos petrolíferos maduros que han incrementado el costo de producción de cada barril adicional que se ofrece en el mercado. Otro factor que refuerza la escasez es la poca sensibilidad de la demanda y de la oferta de petróleo a las variaciones de los precios, sobre todo a corto y a mediano plazos.

El FMI estima que, ante una desaceleración significativa del crecimiento tendencial de la oferta de petróleo equivalente a 1%, el crecimiento económico mundial anual podría disminuir menos de 0.25% a mediano y a largo plazos; sin embargo, este porcentaje podría ser mayor si aumentaran los problemas geopolíticos en los países productores de petróleo, lo que podría implicar una escasez petrolera más grave y podría manifestarse en variaciones fuertes y abruptas de su precio internacional.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril 2011.



**RECUADRO 4**  
**AUMENTOS EN LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS:**  
**FACTORES ESTRUCTURALES Y TEMPORALES**

Durante treinta años, los precios internacionales de los alimentos, ajustados por la inflación, se ubicaron en niveles por debajo de los observados durante la Gran Depresión, pero desde 2000 dichos precios han subido sostenidamente, salvo durante la crisis económica-financiera mundial (2008-2009). Este aumento sostenido en los precios de los alimentos evidencia más una tendencia que una situación pasajera y es resultado de una combinación compleja de factores estructurales y temporales.

Entre los factores estructurales destaca el crecimiento de la demanda mundial, debido especialmente al crecimiento económico y por habitante en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, principalmente en la República Popular China y en India, países en los cuales los consumidores están aumentando su poder adquisitivo y, por lo tanto, consumiendo más alimentos de alto contenido proteínico, como carnes, lácteos, aceites comestibles, frutas, verduras y pescado, lo que ha propiciado que la demanda proveniente de estos países represente una tercera parte del crecimiento total de la demanda mundial de alimentos.

Otro factor que ha influido en los mercados de alimentos en los últimos 10 años ha sido el auge de los biocombustibles, ante el aumento en el precio del petróleo. La demanda de este tipo de combustibles para el transporte (particularmente en las economías avanzadas y en algunas economías emergentes como Brasil) se ha incrementado; en 2010, por ejemplo, la producción de etanol utilizando maíz absorbió alrededor de un 15% de la cosecha mundial de maíz.

El agotamiento de la disponibilidad de tierra virgen para la expansión agrícola y el menor ritmo de crecimiento en la productividad (volumen por hectárea) de la tierra se han traducido en precios más altos. A más largo plazo, este menor ritmo de crecimiento del rendimiento resulta preocupante, ya que el continuo aumento de la demanda de alimentos exigirá el cultivo de más hectáreas, que en ciertos casos serán menos productivas, debido a falta de riego, a deficiencias de infraestructura o simplemente, a suelos menos fértiles, como consecuencia de la degradación del suelo y del cambio climático.

Los altos precios del petróleo también tienen repercusiones directas en el costo de los alimentos, ya que el combustible se usa en la producción de insumos, como fertilizantes, y en todo el ciclo de producción, desde la siembra hasta la distribución, lo que ha reforzado el vínculo de dependencia entre los precios de los alimentos y el precio del petróleo.

Estos cambios estructurales en los mercados internacionales de alimentos, sin duda, son uno de los motivos de la tendencia alcista de los precios, pero es necesario indicar que las tendencias no suelen causar fluctuaciones precipitadas como las registradas recientemente. La excesiva volatilidad observada en los precios durante el segundo semestre de 2010 y el primer cuatrimestre de 2011 ha obedecido a choques de oferta temporales, entre los que destacan las condiciones climáticas adversas (inundaciones y sequías) que incidieron en que las cosechas de algunos alimentos fueran inferiores a lo previsto en los principales países productores.

El panorama de los precios de los alimentos a corto plazo dependerá principalmente de lo que ocurra con la oferta; la evidencia histórica sugiere que, de normalizarse las condiciones climáticas, las cosechas deberían recuperar la mayor parte de las pérdidas sufridas en 2010. No obstante, los riesgos para el panorama de precios de los alimentos permanecen altos, debido a que el proceso de recomposición de existencias llevará tiempo, por lo que los precios se mantendrán extremadamente sensibles a los choques que generen restricciones en los mercados.

A largo plazo, es posible que los precios de los alimentos se mantengan en niveles elevados, dado que el aumento de la demanda de alimentos se debe ante todo a cambios estructurales irreversibles en la economía mundial, a lo cual se suma la probabilidad de una mayor escasez mundial de insumos clave para la producción, como la tierra, el agua y los combustibles.

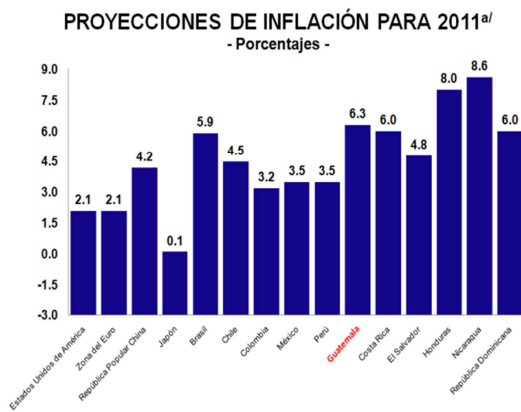
Fuentes: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Abril 2011. Finanzas y Desarrollo. Marzo 2011. The Economist, Volumen 398, número 8722. Marzo 2011.

#### 4. Inflación

Las mayores presiones inflacionarias asociadas al alza de los precios de las materias primas, en particular de los alimentos y del petróleo, aunadas al progresivo cierre de las brechas del producto (algunas economías ya están operando por arriba del potencial, especialmente en el caso de las economías emergentes y en desarrollo), han ocasionado que la inflación vuelva a ser un tema de preocupación global en 2011.

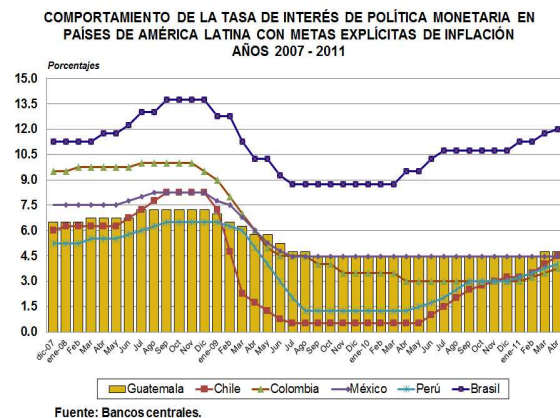
En el caso de las economías avanzadas se prevé que la inflación se ubique en 2.1% para 2011, cifra superior a la observada en 2010 (1.9%), para luego ubicarse en 1.6% para finales de 2012, a medida que se moderen las alzas de los precios de la energía y de los alimentos y que los sueldos aumenten sólo gradualmente, en un contexto de debilidad en los mercados laborales.

En las economías emergentes y en desarrollo, la presión inflacionaria se está extendiendo. Si los precios de los alimentos y de la energía se mantienen globalmente estables, las proyecciones sitúan el nivel general de inflación cerca de 6.5% en 2011 (6.6% en 2010) y anticipan una leve disminución para 2012, año en que se ubicaría en alrededor del 5.0%.

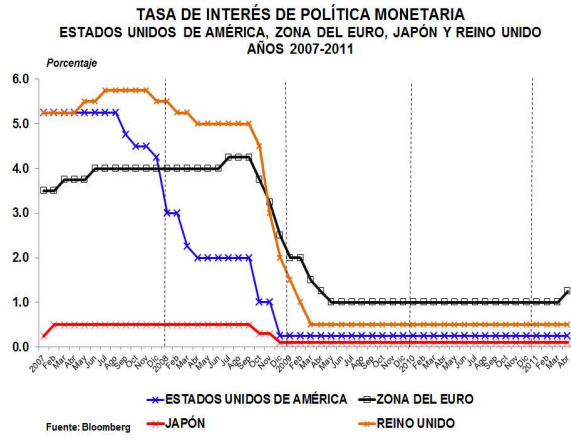


Dentro de ese contexto, muchos bancos centrales, principalmente de países con economías emergentes, han iniciado o continuado con el proceso de ajuste de su política monetaria. Algunos de ellos han seguido implementando medidas alternativas para moderar el crecimiento de la liquidez y del crédito. En América Latina, algunos países, como Brasil, Chile, Colombia y Perú, han elevado sus tasas de interés de política, como consecuencia tanto de un aumento en las presiones inflacionarias, derivado del incremento en los precios

internacionales de las principales materias primas, como de presiones de demanda. A abril de 2011, las tasas de interés de política de Brasil y de Chile han acumulado un incremento de 125 puntos básicos, seguidas por las de Perú y de Colombia, que aumentaron en 100 y 75 puntos básicos, respectivamente; en tanto que se mantuvo invariable en México. En Asia, el Banco Popular de China ha continuado con el aumento de tasas de interés y del encaje bancario, ante el creciente aumento en la inflación. En algunas economías desarrolladas, si bien la política monetaria se mantiene altamente expansiva, con medidas no convencionales y tasas de interés de política monetaria en mínimos históricos, sus autoridades monetarias también han hecho explícita la preocupación por la evolución de la inflación. Debido a ello, el Banco Central Europeo, luego de mantener por 23 meses consecutivos su tasa de interés de política en 1.0%, decidió, el 7 de abril de 2011, aumentarla en 25 puntos básicos, llevándola a 1.25%, ante los riesgos inflacionarios existentes. Asimismo, aunque la inflación en el Reino Unido, superó la meta de 2.0% y está cercana a valores de 4.0%; el Banco de Inglaterra considera que la recuperación de la economía aún no es lo suficientemente fuerte y prevé que la inflación permanecerá entre 4.0% y 5.0% en 2011, para luego descender a 2.5% y 2.0% en 2012 y 2013, respectivamente, por lo que no ha hecho ajustes en su tasa de interés.









## CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS AÑOS 2010 - 2011 (Variación Porcentual)

	2010	2011 <sup>py/</sup>
<b>CRECIMIENTO ECONÓMICO</b>		
Economía Mundial	5.0	4.4
Economías avanzadas	3.0	2.4
Estados Unidos de América	2.8	2.8
Zona del euro	1.7	1.6
Japón	3.9	1.4
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	7.3	6.5
Países en desarrollo de Asia <sup>1/</sup>	9.5	8.4
República Popular China	10.3	9.6
India	10.4	8.2
África Subsahariana	5.0	5.5
Oriente Medio y Norte de África	3.8	4.1
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.1	4.7
Brasil	7.5	4.5
México	5.5	4.6
Europa Central y del Este	4.2	3.7
Comunidad de Estados Independientes	4.6	5.0
<b>INFLACIÓN<sup>2/</sup></b>		
Economía Mundial	4.1	4.2
Economías avanzadas	1.9	2.1
Estados Unidos de América	1.4	2.1
Zona del euro	2.2	2.1
Japón	0.0	0.1
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	6.6	6.5
Países en desarrollo de Asia <sup>1/</sup>	5.9	5.6
República Popular China	4.7	4.2
India	8.6	7.7
África Subsahariana	6.9	8.1
Oriente Medio y Norte de África	8.7	8.6
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	6.6	6.8
Brasil	5.9	5.9
México	4.4	3.5
Europa Central y del Este	5.1	5.2
Comunidad de Estados Independientes	8.9	9.1

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

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

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

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, Abril de 2011.

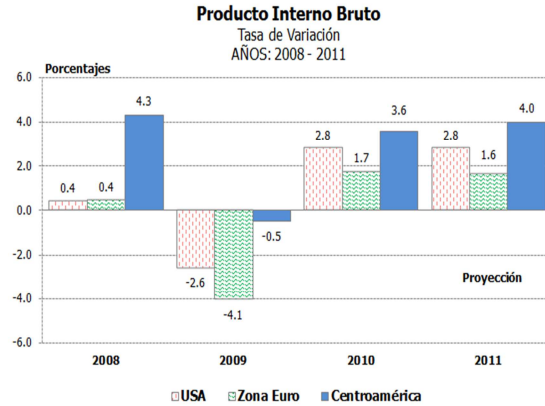
**B. NACIONAL**

**1. La actividad económica para 2011**

**a) Producto Interno Bruto (PIB)**

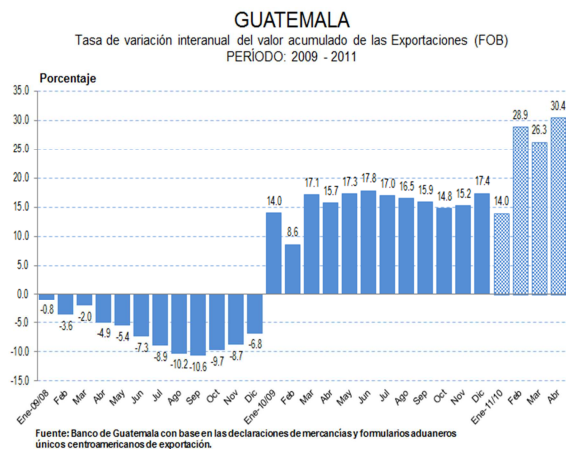
En 2010, el crecimiento económico se caracterizó por ser desigual y frágil, aunque siguió afianzándose en 2011, a pesar de que continúa desarrollándose a dos velocidades (más lento en las economías avanzadas respecto del ritmo de crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo). Los temores de que la economía mundial sufriera una recaída (es decir, una recuperación tipo “W”) parecerían haberse disipado, debido, entre otros factores, a que la demanda privada ha reaccionado adecuadamente ante la paulatina transición de estímulos fiscales hacia una consolidación fiscal en la mayor parte de países, aunque persisten riesgos a la baja asociados al incremento en los precios del petróleo y de muchas materias primas, así como al mantenimiento de elevadas tasas de desempleo, principalmente en las economías avanzadas.

Los pronósticos de crecimiento más optimistas para América Latina y el Caribe, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>5</sup>, se fundamentan en la mayor confianza en la recuperación mundial, en la robusta demanda proveniente de la República Popular China, así como en los altos precios de las materias primas y los nuevos mercados para sus exportaciones. Para la región centroamericana, dichas proyecciones se incrementaron a 4.0% para 2011, derivado de los efectos positivos de la recuperación de la demanda externa, de los mayores flujos de remesas familiares, así como de las entradas de capitales. Estas previsiones son congruentes con las perspectivas para la economía de los Estados Unidos de América (2.8%).



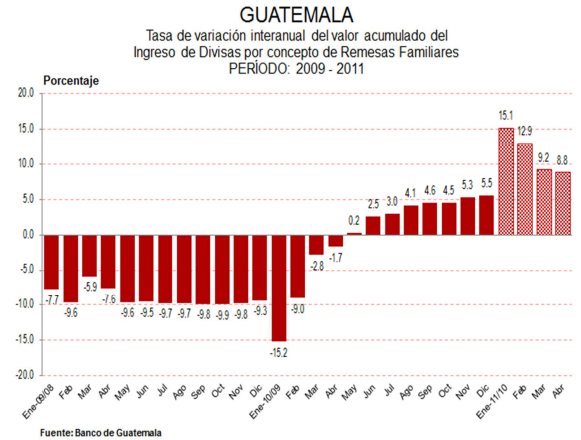
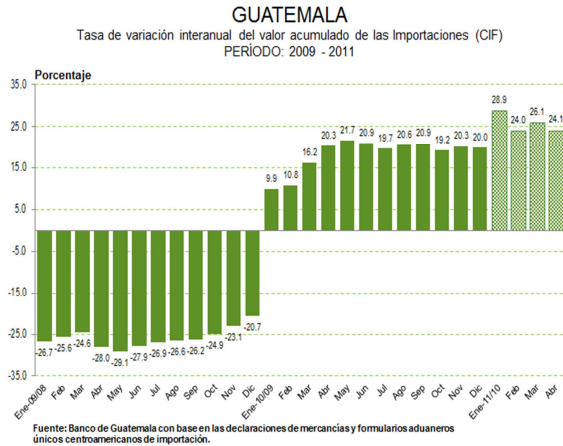
Fuente: Fondo Monetario Internacional

El entorno internacional descrito sugiere un mejor comportamiento en la demanda externa de los principales socios comerciales de Guatemala, lo que generaría un impacto positivo en las exportaciones del país, así como en el ingreso de divisas por remesas familiares y en la inversión extranjera directa, lo cual, aunado al incremento en los precios internacionales de los principales productos de exportación (café, azúcar y cardamomo), apoyaría el crecimiento de la actividad económica nacional para 2011. En efecto, de acuerdo con las estadísticas de comercio exterior a abril de 2011, se observan fuertes incrementos tanto en el valor FOB de las exportaciones como en el valor CIF de las importaciones correspondientes al primer cuatrimestre del año, exhibiendo tasas de crecimiento superiores a las registradas en 2010, evolución que refleja cambios tanto en términos de volumen como de valor.



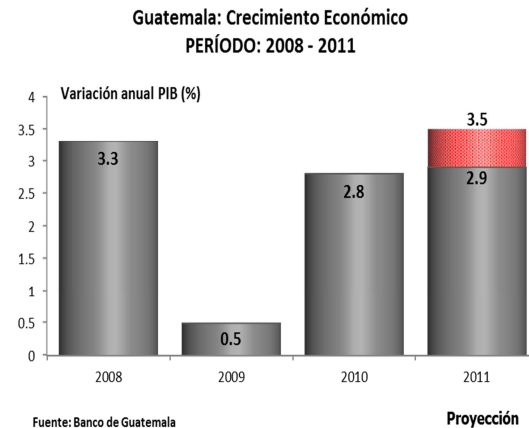
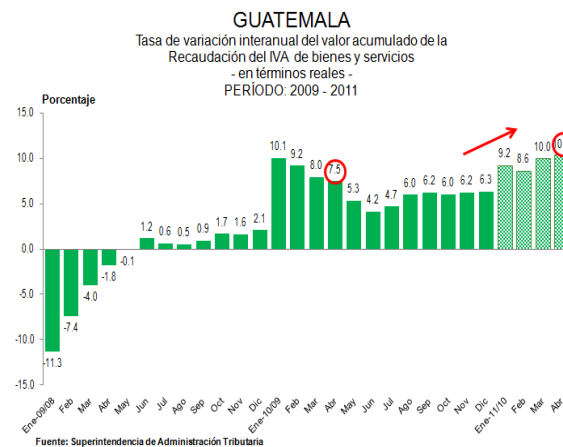
Fuente: Banco de Guatemala con base en las declaraciones de mercancías y formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación.

<sup>5</sup> Perspectivas de la Economía Mundial: Las tensiones de una recuperación a dos velocidades. Abril de 2011.



En lo que respecta a los factores de orden interno, la actividad económica nacional se vería impulsada, por un lado, por el dinamismo esperado en el gasto de consumo privado, que se ha evidenciado en el ritmo de crecimiento del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de bienes y servicios, en términos reales, y en el ingreso de divisas por remesas familiares durante el primer cuatrimestre del año y, por el otro, por la recuperación del crédito bancario al sector privado.

Tomando en cuenta la actualización de indicadores de corto plazo disponibles; el dinamismo observado en el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) a abril; los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) llevada a cabo en el primer trimestre de 2011; así como la información reciente de asociaciones de productores, de gremiales y de entidades públicas; los departamentos técnicos del Banco de Guatemala prevén que la tasa de crecimiento del PIB, en términos reales, pasaría de 2.8% en 2010 a un rango de entre 2.9% y 3.5%<sup>6</sup> en 2011, superior a la proyección realizada en diciembre, la cual indicaba un crecimiento de entre 2.6% y 3.2% para dicho año.

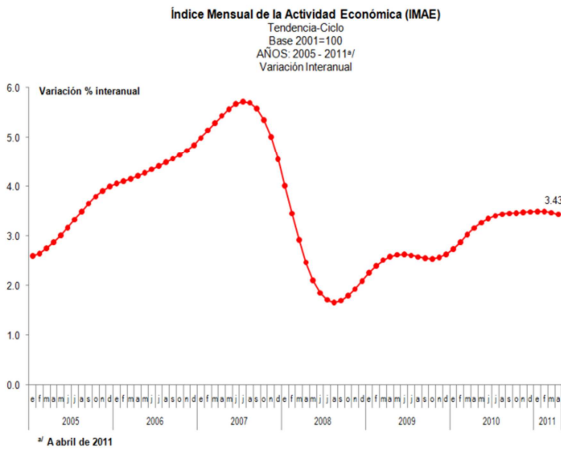


**b) Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE)**

El comportamiento de corto plazo de la actividad económica del país, medido por la tendencia-ciclo del IMAE, aumentó 0.27 puntos porcentuales en abril de 2011 respecto del mismo

<sup>6</sup> Un análisis más extenso se presenta en Anexo 1.

mes del año previo (3.16%), al ubicarse en 3.43%, comportamiento que es congruente con la evolución positiva de los principales indicadores de corto plazo y con el mayor dinamismo previsto para la actividad económica nacional en el presente año, lo cual es consistente con el proceso de recuperación económica observado en los principales socios comerciales del país.



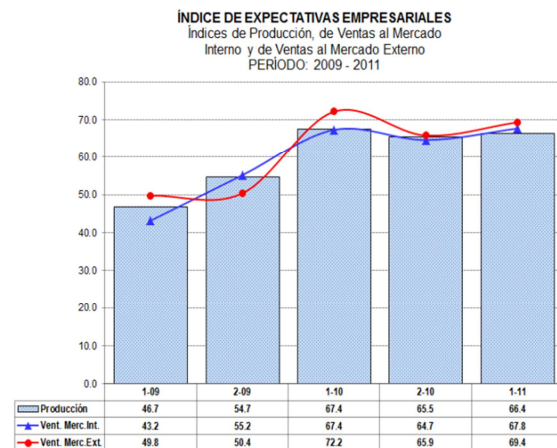
A abril de 2011, las actividades que mostraron un comportamiento más dinámico en la tendencia-ciclo fueron, principalmente, las siguientes: *Industrias manufactureras*, explicado por un mayor ritmo en la producción de bebidas, cigarrillos, textiles, papel, cuero, productos no metálicos y productos industriales diversos; *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, asociado a la recuperación en los niveles de producción tanto de los productos tradicionales como de los no tradicionales; *Comercio*, asociado a un mayor dinamismo en el comercio de bienes agropecuarios e industriales; e, *Intermediación financiera*, derivado del comportamiento observado en los productos y comisiones netas de los bancos del sistema; actividades que en conjunto explican el 57.8% del IMAE. En cuanto a las actividades que mostraron una desaceleración, pero continúan siendo positivas, se pueden mencionar *Alquiler de vivienda, Servicios privados y Administración pública y defensa*, actividades que representan el 38.3% del IMAE.

**c) Encuesta de Opinión Empresarial**

La Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) enfocada al sector industrial refleja que las expectativas sobre el volumen de producción de dicho sector para el primer semestre de 2011 mejoraron.

En efecto, el 49.5% del total de empresarios encuestados manifestó que el volumen de producción aumentaría (52.1% en el primer semestre de 2010), influenciado principalmente por el incremento de la demanda, por la apertura de nuevos mercados, por la mayor inversión y por la situación económica del país; el 33.7% indicó que se mantendría igual (30.6% en 2010); mientras que el 16.8% manifestó que disminuiría (17.3% en 2010), atribuido, entre otros factores, al incremento en los precios de las materias primas y de los combustibles, a la inestabilidad política y al clima de inseguridad.

En cuanto al Índice de Expectativas Empresariales, los índices correspondientes al volumen de producción, de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo, para el primer semestre de 2011, continúan mostrando un comportamiento positivo, congruente con la recuperación económica observada en las industrias manufactureras a partir del segundo semestre de 2009, aunque, en conjunto, levemente menos dinámico que las expectativas reportadas para el mismo período de 2010.



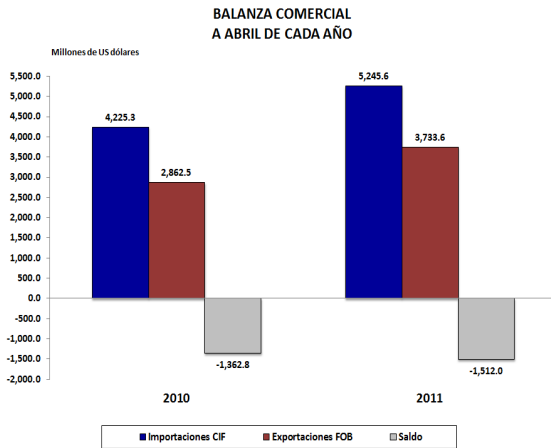
**2. El desempeño del sector externo a abril de 2011**

**a) Balanza comercial a abril de 2011**

El comercio exterior de Guatemala en el primer cuatrimestre del año mostró un aumento en comparación al mismo período del año anterior, conforme con el mejor desempeño observado en la recuperación del volumen del comercio mundial. En efecto, desde el inicio del presente año, el valor de las exportaciones FOB ha mostrado tasas de crecimiento de dos dígitos, registrando una variación interanual de 30.4%, en tanto que las importaciones CIF registraron una variación interanual de 24.1%. El mejor

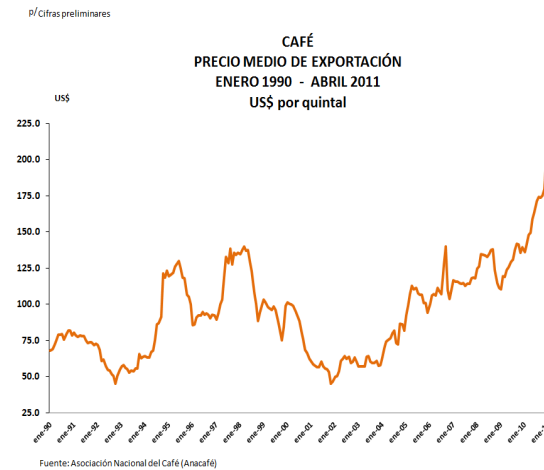
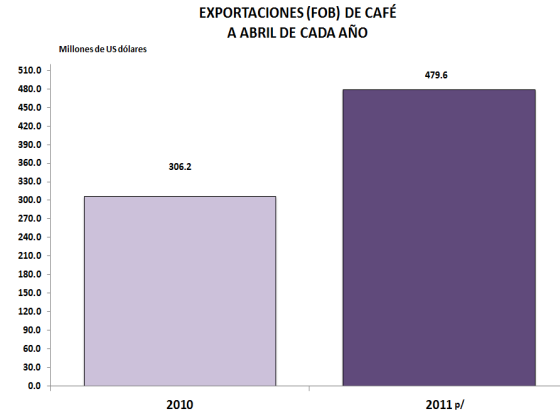
desempeño observado en las exportaciones FOB e importaciones CIF, en gran parte, es reflejo del aumento en los precios medios de los productos transados, así como de la mayor actividad económica.

La balanza comercial a abril de 2011 registró un déficit de US\$1,512.0 millones (3.4% respecto del PIB), mayor en US\$149.2 millones al déficit observado en el mismo período del año anterior, el cual ascendió a US\$1,362.8 millones (3.3% respecto del PIB).

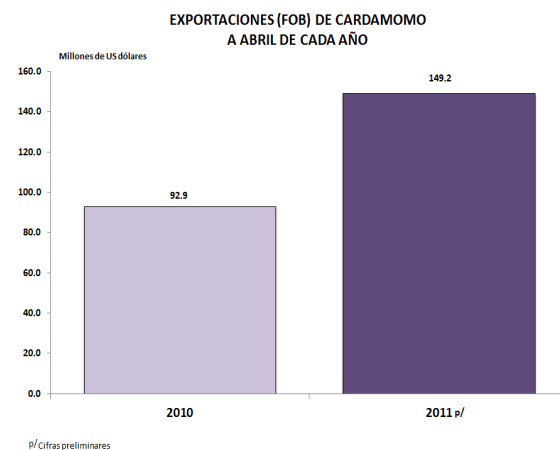


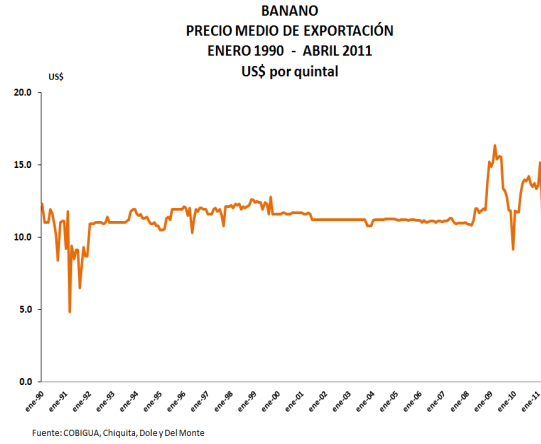
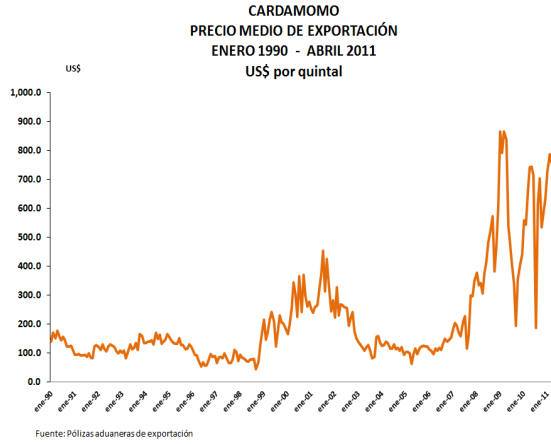
En el valor de las exportaciones incidió el dinamismo de los principales productos, que mostraron una tasa de crecimiento de 33.8% respecto de igual período del año anterior, destacando las mayores exportaciones de café, de cardamomo, de banano y de azúcar.

El aumento en el valor de las exportaciones de café, de 56.6%, estuvo determinado, principalmente, por el incremento de 41.0% en el precio medio de exportación, que de acuerdo con la Organización Internacional del Café (OIC), obedeció a una disminución en las cosechas de algunos de los principales países productores del grano, tales como Brasil, Colombia, Vietnam e Indonesia, como consecuencia de condiciones climáticas desfavorables, por el menor rendimiento productivo esperado del ciclo bianual 2011/2012 en Brasil; y por la aparición de plagas como la roya y la broca, como resultado del exceso de lluvia, de altas temperaturas y de la humedad en las zonas de cultivo de Colombia.



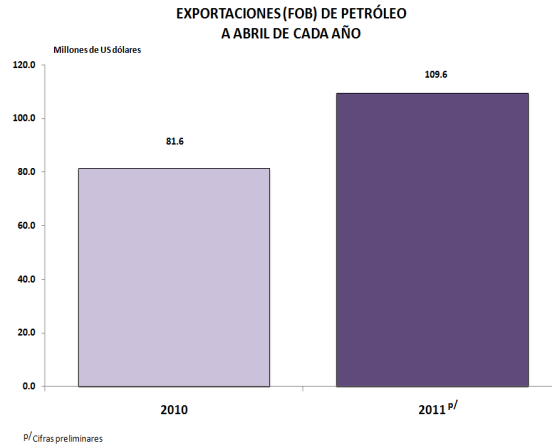
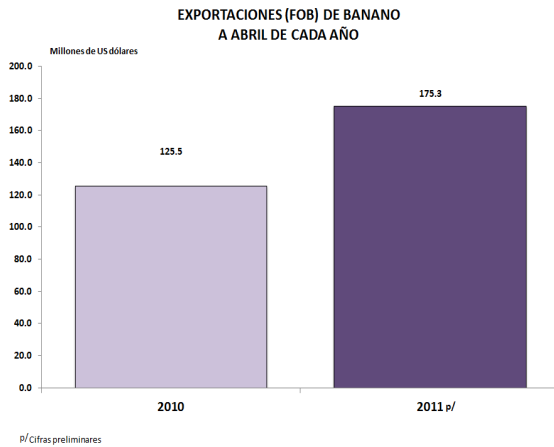
El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó US\$56.3 millones respecto del mismo período de 2010 (60.7%), producto del mayor volumen exportado, el cual se incrementó en 34.2%, asociado a la mayor demanda de Siria, de India y de Paquistán, así como del aumento de 19.7% en el precio medio.

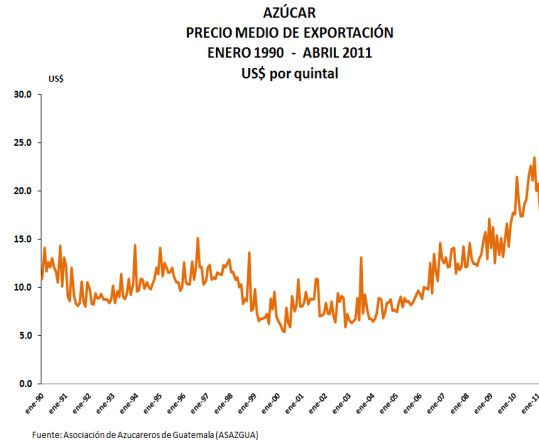
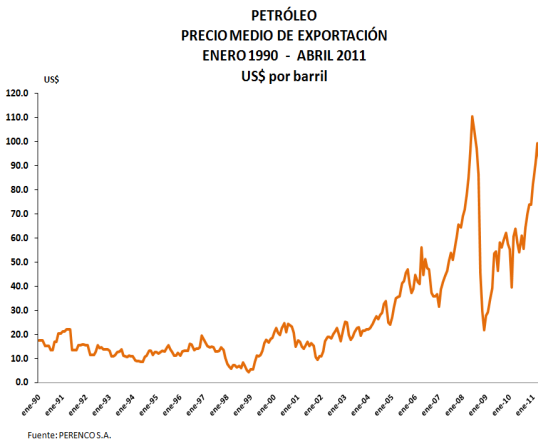




En lo que corresponde al valor de las exportaciones de banano, éste se incrementó en US\$49.8 millones respecto del mismo periodo de 2010, ante el aumento en el precio medio, el cual pasó de US\$11.66 a US\$14.70, debido principalmente a los daños ocasionados por el ciclón *Yasi*, que afectó las plantaciones de la fruta en las principales zonas productoras en Australia, y a la inestabilidad política en Costa de Marfil, que ha mermado la producción y exportación en dicho país.

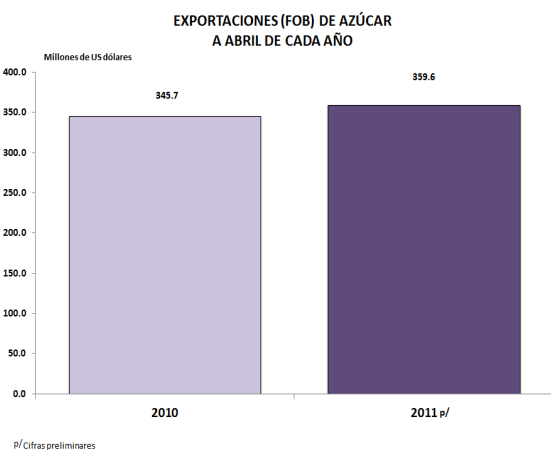
En cuanto a las exportaciones de petróleo, éstas se incrementaron 34.4% respecto del mismo periodo del año anterior, como consecuencia del aumento en 52.5% en el precio medio de exportación, el cual alcanzó el valor de US\$109.60. Dicho aumento responde al comportamiento derivado en el precio del crudo en los mercados internacionales, el cual, de acuerdo a Bloomberg se ha incrementado debido a los menores inventarios del crudo en los Estados Unidos de América y a la debilidad del dólar frente a las principales monedas mundiales.





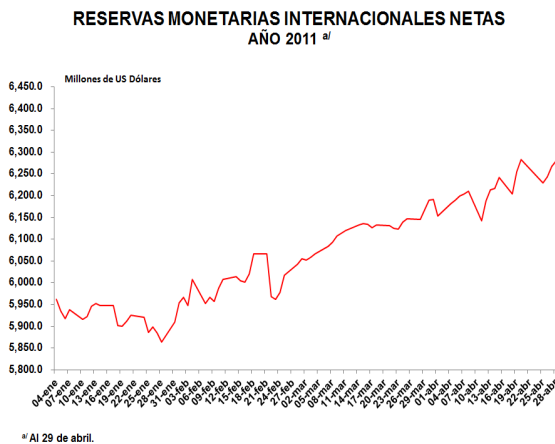
El aumento de 4.0% en el valor de las exportaciones de azúcar responde al incremento del precio medio, ante las expectativas de una disminución en la producción de caña de azúcar, debido al daño en las cosechas en Australia, como consecuencia también de las inundaciones causadas por el ciclón Yasi. Cabe mencionar que Australia es el tercer exportador a nivel mundial de dicho producto.

En el aumento del valor de las importaciones CIF, incidieron los incrementos en las importaciones de Combustibles y Lubricantes 31.7%, de Maquinaria, Equipo y Herramienta 26.3%, de Materiales de Construcción 27.7%, de Materias Primas y Productos Intermedios 24.8% y de Bienes de Consumo 16.5%. En general, el aumento de las importaciones refleja la recuperación tanto de la actividad económica como del crédito bancario al sector privado.



**b) Reservas Monetarias Internacionales Netas (RMIN)**

Las RMIN se ubicaron al 29 de abril de 2011 en US\$6,393.1 millones, lo que representa un aumento de US\$439.3 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2010.

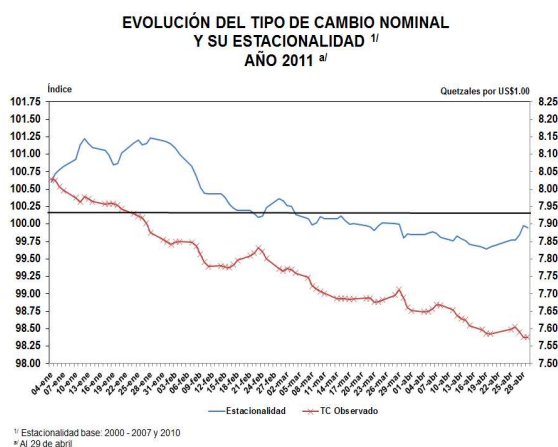


**c) Tipo de cambio nominal**

En el primer cuatrimestre de 2011, el tipo de cambio nominal promedio ponderado de compra y de venta, en el Mercado Institucional de Divisas, registró una apreciación acumulada de

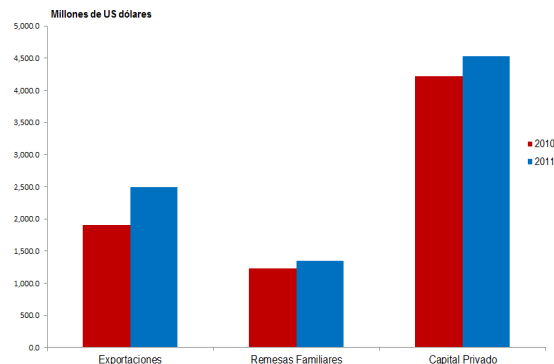


5.44%, al pasar de Q8.01144 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2010 a Q7.57529 por US\$1.00 el 29 de abril de 2011.



En dicho periodo, la evolución del tipo de cambio siguió su comportamiento estacional; sin embargo, este comportamiento se acentuó, fundamentalmente, por el ingreso de mayores flujos de divisas que se registraron en los rubros de remesas familiares, capital privado y exportaciones.

### PRINCIPALES INGRESOS DE DIVISAS A ABRIL 2010 - 2011



Durante el primer cuatrimestre de 2011 el Banco de Guatemala, con base en los instrumentos previstos, participó en el Mercado Institucional de Divisas comprando US\$347.3 millones (US\$66.5 millones en enero, US\$81.1 millones en febrero, US\$59.0 millones en marzo y US\$140.7 millones en abril).

### RECUADRO 5 LA INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO: ¿UNA DEFENSA EFICAZ CONTRA LAS PRESIONES DE APRECIACIÓN?

La depreciación del dólar norteamericano ha sido el patrón preponderante frente a las monedas latinoamericanas en el presente año y esto se ha atribuido al mayor flujo de capitales hacia la región en busca de mejores retornos por parte de los inversores, derivado de las perspectivas favorables respecto del crecimiento económico en la región y de la laxitud de la política monetaria en las principales economías avanzadas. En efecto, al 29 de abril del presente año algunas monedas como el peso mexicano, el real brasileño, el peso colombiano y el peso chileno habían registrado apreciaciones cambiarias respecto al dólar estadounidense, lo que ha propiciado que algunos países de la región realicen intervenciones en el mercado cambiario.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, las economías emergentes han recurrido cada vez con mayor frecuencia a la intervención cambiaria para contener las presiones a la apreciación de sus monedas.

Durante el periodo 2004-2010, (exceptuando los años de la crisis mundial, 2008-2009), se presentaron condiciones de financiamiento externo favorables, en donde la abundante liquidez en los mercados mundiales y la elevada exposición a los movimientos de capitales llevó a las economías emergentes<sup>1</sup> a recurrir con mayor frecuencia a la intervención cambiaria, principalmente, para acumular reservas internacionales y contener la volatilidad del tipo de cambio nominal. En este contexto, la modalidad, frecuencia y magnitud en que se ha aplicado esta política en los países de América Latina ha sido variada y aún no se ha determinado su efectividad, ya que los trabajos empíricos realizados hasta el momento (que se concentran sobre todo en las economías avanzadas) no han logrado alcanzar una conclusión definitiva sobre los efectos que la intervención cambiaria tiene sobre el tipo de cambio nominal.

Varios países de América Latina participan de manera regular en el mercado cambiario, aunque en menor medida respecto de los países de Asia emergente; sin embargo, países como Chile, Colombia, México y recientemente Guatemala presentan un nivel bajo o moderado de intervención respecto del PIB; otros países como Brasil, Perú y Uruguay muestran un nivel más elevado.

Las grandes intervenciones también suelen generar costos, algunos de los cuales parecen haberse manifestado en América Latina. El aumento de pasivos del banco central puede terminar restringiendo la política monetaria, al aumentar los costos fiscales de elevar las tasas de interés, en particular cuando no se cuenta con mecanismos automáticos para cubrir las pérdidas operativas del banco central.

Si bien la evidencia no es concluyente en determinar si un marco de intervención basado en reglas (en lugar de intervención discrecional) es el más efectivo para influir en el tipo de cambio nominal, en términos generales, la conveniencia de las intervenciones cambiarias debe de evaluarse caso por caso, tomando en cuenta las condiciones específicas de cada país y en algunos casos, también puede ser necesario complementar las intervenciones con instrumentos macroprudenciales, a fin de mitigar otros efectos de las condiciones favorables de financiamiento externo y reducir algunos de los costos fiscales asociados a la intervención cambiaria.

<sup>1</sup> La muestra incluye 15 países, 8 de los cuales son latinoamericanos (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Perú y Uruguay) y el resto son economías de mercados emergentes (India, Indonesia, Rusia, Tailandia y Turquía) o “pequeñas” economías avanzadas (Australia e Israel).

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas Económicas: Las Américas, Atentos al sobrecalentamiento. Abril 2011.

### 3. Finanzas Públicas

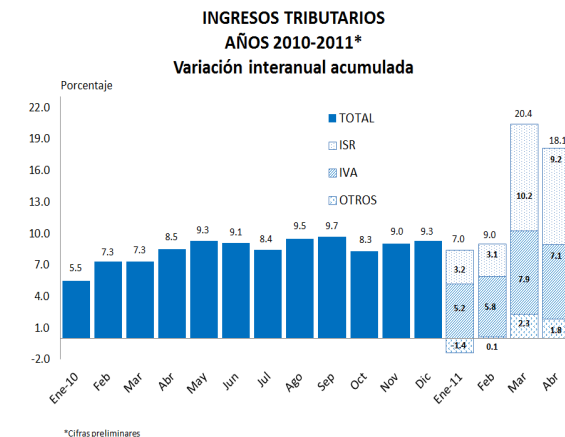
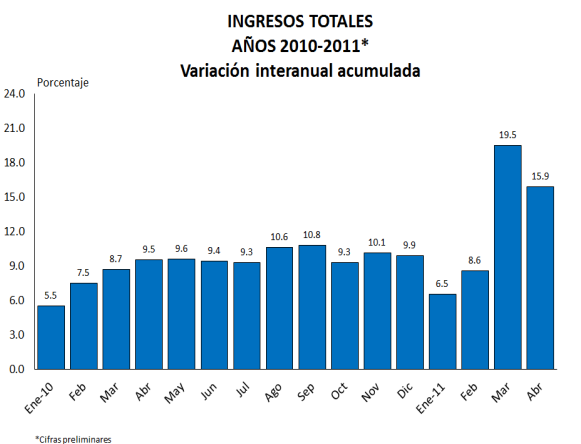
Las finanzas públicas, en 2011, continúan enfrentado limitaciones importantes, debido a que se encuentra pendiente la aprobación de iniciativas como la Ley Antievasión II y la ampliación presupuestaria, solicitada por el Organismo Ejecutivo, así como la propuesta de reforma fiscal de corto y mediano plazos. El objetivo de la propuesta de corto plazo es combatir la evasión fiscal y la defraudación tributaria aduanera, ampliar la base tributaria y

facilitar a los contribuyentes el pago de los impuestos. La propuesta de mediano plazo busca una reforma integral del Impuesto Sobre la Renta (ISR), una mejora en la productividad del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y la actualización de tarifas de algunos impuestos específicos. Con dicha propuesta, se pretende mejorar la recaudación tributaria a efecto de que permita cumplir con los compromisos de gasto para el presente año y avanzar en el proceso de consolidación de las finanzas públicas.

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

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, a abril de 2011, los ingresos totales registraron un monto de Q14,712.0 millones, superior en Q2,016.8 millones (15.9%) al observado en igual período del año anterior (9.5%), resultado de la evolución favorable en la recaudación tributaria, la cual se ubicó en Q14,085.9 millones, monto superior en Q2,154.0 millones (18.1%) a la registrada a abril de 2010 (8.5%). El comportamiento en la recaudación tributaria obedeció principalmente al mejor desempeño de la actividad económica; así como a la adopción de medidas administrativas, como la puesta en vigencia del programa de exoneración parcial de multas y recargos (Acuerdo Gubernativo Número 46-2011). El referido acuerdo, vigente para el período del 25 de febrero al 31 de agosto de 2011, aplica una exoneración gradual de multas y recargos que inicia en 95% y finaliza en 75% en el periodo mencionado.

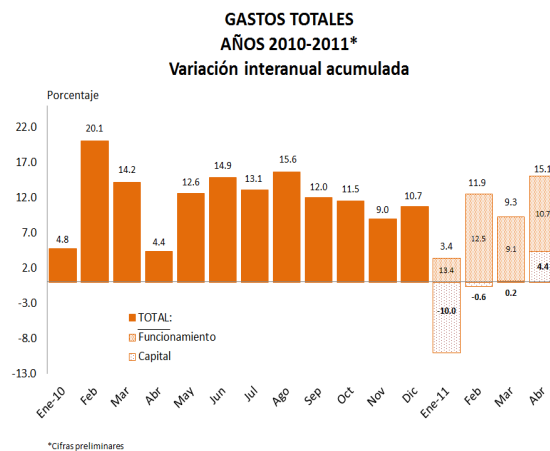
De los ingresos tributarios sobresalen los provenientes del Impuesto al Valor Agregado (IVA) por Q6,300.8 millones, de los cuales el de importaciones recaudó Q3,634.0 millones, mayor en Q452.5 millones (14.2%) respecto a abril de 2010, mientras que el IVA de bienes y servicios generó Q2,666.8 millones, mayor en Q393.4 millones (17.3%); el Impuesto Sobre la Renta (ISR) por Q3,996.8 millones, fue mayor en Q1,100.0 millones (38.0%); y regalías por Q263.1 millones, mayor en Q121.9 millones (86.3%).



Respecto de los gastos totales en el primer cuatrimestre del año, éstos registraron un monto de Q15,213.8 millones, mayor en Q1,996.8 millones (15.1%) a lo observado en igual período de 2010.

Los gastos de funcionamiento se ubicaron en Q11,932.4 millones, superiores en Q1,409.6 millones (13.4%), destacando los incrementos registrados en las transferencias corrientes al sector público (34.0%), en los bienes y servicios (18.2%) y en las remuneraciones (11.0%).

Por su parte, los gastos de inversión al situarse en Q3,281.4 millones, superaron en Q587.2 millones (21.8%) a los registrados en igual periodo de 2010; divididos entre inversión directa e indirecta por Q157.2 millones y Q434.0 millones, respectivamente.



Como resultado del mayor gasto público respecto de los ingresos, a abril de 2011 el déficit fiscal se ubicó en Q501.8 millones, equivalente a 0.1% del PIB (déficit de Q521.8 millones a abril de 2010, equivalente a 0.2% del



PIB). El superávit primario<sup>7</sup> se ubicó en Q1,237.6 millones, equivalente al 0.3% del PIB (similar al de 2010), mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q2,686.3 millones (equivalente a 0.8% del PIB).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q446.0 millones, como resultado de desembolsos por Q310.2 millones y amortizaciones por Q756.2 millones, mientras que el financiamiento interno neto fue positivo en Q3,370.3 millones, resultado de colocaciones de Bonos del Tesoro por Q3,889.2 millones y vencimientos por Q518.9 millones. Del total de las colocaciones realizadas, el 76.4% se ha negociado en moneda nacional a una tasa de 8.8% y el 23.6% en dólares de los Estados Unidos de América a una tasa de 5.6%; asimismo, el 94.5% se negoció a los plazos de 10, 12 y 15 años.

El saldo de la deuda pública interna a abril se ubicó en Q40,139.5 millones, equivalente a 11.2% del PIB. Dicho saldo en el período 2004-2007 se mantuvo, en promedio, en alrededor de 8.2% y durante el período 2008-2010 se ubicó, en promedio, en alrededor de 10.0%, estimándose que para 2011 se ubique en 11.9%.

---

<sup>7</sup> Se obtiene excluyendo, del gasto total, los pagos de intereses de la deuda pública.

**GOBIERNO CENTRAL**  
**SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A ABRIL**  
**AÑOS: 2010-2011**  
**-En millones de quetzales-**

CONCEPTO	2010	2011 <sup>p/</sup>	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>12,695.2</b>	<b>14,712.0</b>	<b>2,016.8</b>	<b>15.9</b>
A. Ingresos	12,535.9	14,623.6	2,087.7	16.7
1. Ingresos Corrientes	12,527.5	14,618.7	2,091.2	16.7
a. Tributarios	11,931.9	14,085.9	2,154.0	18.1
b. No Tributarios	595.6	532.8	-62.8	-10.5
2. Ingresos de Capital	8.4	4.9	-3.5	-41.7
B. Donaciones	159.3	88.4	-70.9	-44.5
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>13,217.0</b>	<b>15,213.8</b>	<b>1,996.8</b>	<b>15.1</b>
A. Funcionamiento	10,522.8	11,932.4	1,409.6	13.4
B. Capital	2,694.2	3,281.4	587.2	21.8
<b>III. Déficit o Superávit Fiscal</b>	<b>-521.8</b>	<b>-501.8</b>	<b>20.0</b>	<b>-3.8</b>
<b>IV. Ahorro en Cuenta Corriente</b>	<b>2,004.7</b>	<b>2,686.3</b>	<b>681.6</b>	<b>34.0</b>
<b>V. Financiamiento</b>	<b>521.8</b>	<b>501.8</b>	<b>-20.0</b>	<b>-3.8</b>
A. Financiamiento Externo Neto	3,081.9	-446.0	-3,527.9	-114.5
B. Financiamiento Interno Neto	-717.9	3,370.3	4,088.2	-569.5
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,842.2	-2,422.5	-580.3	31.5

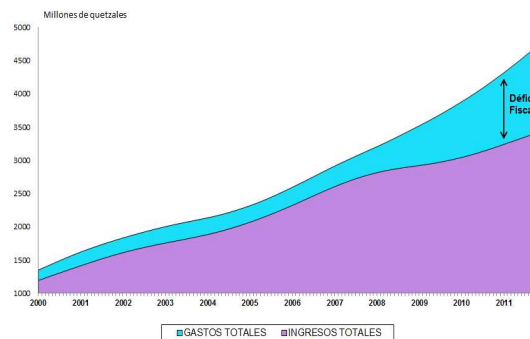
FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

<sup>p/</sup> Cifras preliminares.

**b) La evolución de las finanzas públicas**

La proyección del déficit fiscal respecto del PIB es de 3.3% (incluye los gastos del programa de reconstrucción). El déficit fiscal respecto del PIB pasó, en promedio, de 1.5% en el período 2004 a 2008 a 3.1% y 3.3% en 2009 y en 2010, lo que estaría evidenciando una necesidad de contención del gasto en los años subsiguientes.

**GOBIERNO CENTRAL**  
**TENDENCIA DE LOS INGRESOS, GASTOS Y DÉFICIT FISCAL**  
 AÑOS: 2000 - 2011<sup>1/</sup>





**RECUADRO 6**  
**ACUERDO GUBERNATIVO NÚMERO 46-2011**  
**EXONERACION PARCIAL DE MULTAS Y RECARGOS**

El Gobierno de la República, mediante el Acuerdo Gubernativo Número 46-2011, publicado en el Diario Oficial el 17 de febrero de 2011, autorizó a la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT) para que a solicitud del contribuyente o responsable, proceda a exonerar parcialmente las multas y recargos en que haya incurrido, por el incumplimiento de sus obligaciones tributarias dentro de los plazos legales, o por actos u omisiones de carácter administrativo, en todos los períodos impositivos vencidos al 31 de diciembre de 2010.

De conformidad con el artículo 2, la facultad de exoneración parcial se aplicará a todas las multas y recargos pendientes de pago, impuestos por aplicación del Código Tributario u otras leyes específicas, por obligaciones tributarias sustantivas o formales, que los contribuyentes hayan dejado de cumplir, sin importar que se haya pagado el impuesto, promovido un proceso administrativo o judicial, ni la instancia en la que se encuentre.

En el artículo 3, denominado “De los plazos y porcentajes de exoneración”, se establece que el contribuyente o responsable que se presente en forma voluntaria a solventar sus obligaciones sustantivas o formales incumplidas, tendrá derecho a recibir las exoneraciones siguientes:

1) El noventa y cinco por ciento (95%) de multas y recargos, si el pago del impuesto, multas y recargos correspondientes y/o cumplimiento de las obligaciones formales se realiza durante el plazo comprendido entre el inicio de la vigencia del Acuerdo y el 31 de marzo de 2011.

2) El noventa por ciento (90%) de multas y recargos, si el pago del impuesto, multas y recargos correspondientes y/o cumplimiento de las obligaciones formales se realiza durante el mes de abril de 2011.

3) El ochenta y cinco por ciento (85%) de multas y recargos, si el pago del impuesto, multas y recargos correspondientes y/o cumplimiento de las obligaciones formales se realiza durante los meses de mayo y junio de 2011.

4) El setenta y cinco por ciento (75%) de multas y recargos, si el pago del impuesto, multas y recargos correspondientes y/o cumplimiento de las obligaciones formales, se realiza durante los meses de julio y agosto de 2011.

**RECUADRO 7**  
**CONSIDERACIONES SOBRE EL PRESUPUESTO GENERAL**  
**DE INGRESOS Y EGRESOS DEL ESTADO PARA EL EJERCICIO FISCAL 2011**

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 fue aprobado por el Congreso de la República, mediante Decreto Número 54-2010, por un monto de Q54,390.9 millones. En los artículos 67, 68 y 69 del referido Decreto, se establecieron dos ampliaciones presupuestarias y se facultó al Organismo Ejecutivo para que, por medio del Ministerio de Finanzas Públicas, aprobara mediante acuerdos gubernativos la distribución analítica de dichas ampliaciones.

En ese sentido, fue emitido el Acuerdo Gubernativo de Presupuesto Número 1-2011, publicado en el Diario de Centro América el 3 de febrero de 2011, el cual aprueba la distribución analítica de la ampliación al Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 por un monto de Q1,612.0 millones, establecida en los artículos 68 y 69 del Decreto Número 54-2010. De conformidad con dicho Decreto, el Congreso de la República amplió el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 con el saldo de los Bonos de Reconstrucción que no fueron ejecutados durante el ejercicio fiscal 2010, debiéndose utilizar dicho saldo en las mismas instituciones y proyectos indicados en el Decreto Número 53-2010.

Asimismo, se emitió el Acuerdo Gubernativo Número 113-2011, publicado en el Diario de Centro América el 2 de mayo de 2011, el cual aprueba la distribución analítica de la ampliación al Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011, por un monto de Q346.1 millones, establecida en el artículo 67 del Decreto Número 54-2010, para la ejecución de recursos provenientes de donaciones externas.

En consecuencia, el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2011 vigente asciende a un monto total de Q56,349.0 millones.

#### 4. Sistema Bancario

Del Informe del Sistema Financiero al 31 de marzo de 2011, elaborado por la Superintendencia de Bancos, resaltan los aspectos relativos al riesgo de liquidez, al riesgo de crédito y al riesgo de solvencia del sistema bancario. Respecto al riesgo de liquidez, el referido informe indica que los bancos presentaron posiciones promedio de encaje legal positivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y que las entidades bancarias registraron en términos interanuales una ligera disminución de su liquidez inmediata<sup>8</sup>, debido a la menor acumulación de recursos en disponibilidades, así como por el crecimiento sostenido de la captación de recursos. La liquidez mediata<sup>9</sup>, por el contrario, presenta un aumento de 2.3% respecto a marzo de 2010, debido principalmente al incremento de las inversiones.

En relación al riesgo de crédito señala que, en términos interanuales, se ha observado una reducción relativa en la cartera vencida, la cual pasó de representar el 2.1% de la cartera bruta total en diciembre de 2010 a 1.9% en marzo de 2011. También, que se ha evidenciado una mejora en la cobertura de la cartera de créditos vencida<sup>10</sup>, la cual pasó de 101.8% en marzo de 2010 a 133.1% en el primer trimestre de 2011. En este comportamiento incidió, por un lado, la disminución del saldo de la cartera vencida y, por el otro, el incremento en el saldo de las estimaciones por valuación de cartera de créditos.

De los indicadores de solvencia patrimonial, en el trimestre, la Superintendencia de Bancos presenta el indicador de capital contable respecto a los activos totales, con una leve disminución, al pasar de 10.3% a 9.5%. El indicador que relaciona el capital contable con la cartera de créditos disminuyó 0.9 puntos porcentuales, al pasar de 18.8% a 17.9%; mientras que el indicador que relaciona el capital contable con las captaciones (obligaciones depositarias y obligaciones financieras) disminuyó 1.1 puntos porcentuales, al pasar de 13.0% a 11.9%.

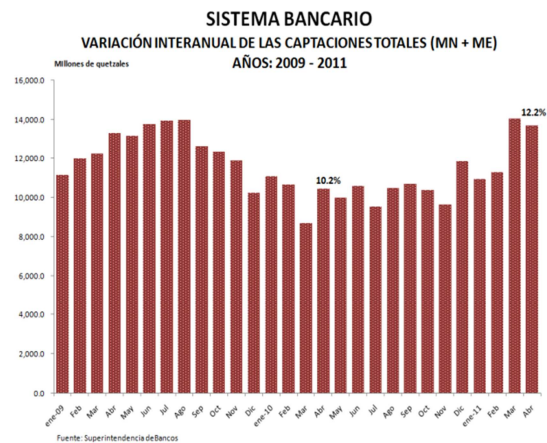
<sup>8</sup> La liquidez inmediata corresponde a la proporción de recursos de inmediata disponibilidad que la entidad posee para hacer frente a sus obligaciones de captación (obligaciones depositarias más obligaciones financieras).

<sup>9</sup> La liquidez mediata corresponde a la razón de activos líquidos (disponibilidades e inversiones totales) respecto a las obligaciones de captación más las cuentas por pagar.

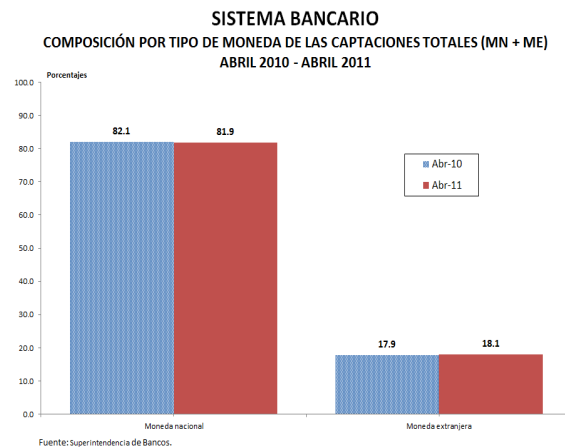
<sup>10</sup> Corresponde al cociente de las estimaciones por valuación de la cartera de créditos entre la cartera vencida.

#### a) Captaciones totales

La actividad bancaria a abril de 2011, medida por las captaciones totales, que incluyen los depósitos y las obligaciones financieras, continuó mostrando un comportamiento dinámico, superior al del año anterior; dichas captaciones aumentaron, en términos interanuales, en Q13,693.3 millones (12.2%), reflejo del aumento en los depósitos del público. Por tipo de depósitos se observó un crecimiento en los depósitos monetarios de Q5,911.2 millones; en los depósitos de ahorro, de Q3,600.7 millones; en los depósitos a plazo, de Q3,307.8 millones; en los depósitos a la orden, de Q79.1 millones; y en los depósitos con restricciones, de Q11.1 millones.



Con relación a la distribución por tipo de moneda, a abril de 2011, el 81.9% de las captaciones totales estaban constituidas en moneda nacional (82.1% en abril de 2010) y el 18.1% en moneda extranjera (17.9% en abril de 2010).



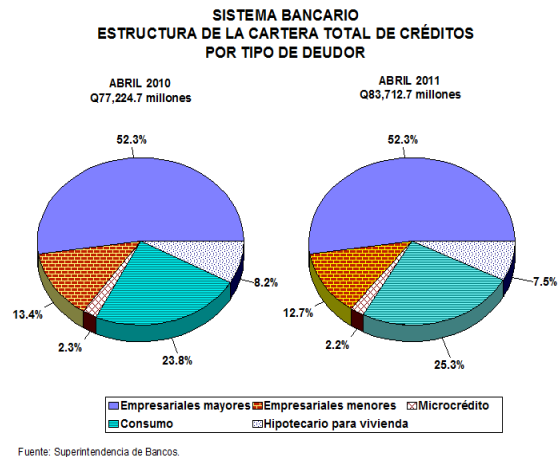
## b) Cartera crediticia por tipo de deudor<sup>11</sup>

Según información del balance general consolidado, al 30 de abril de 2011, la cartera crediticia bruta del sistema bancario se situó en Q83,712.7 millones, monto superior en Q6,488.0 millones (8.4%) al registrado a abril de 2010. Dicha variación se explica, principalmente, por el incremento de los créditos empresariales mayores y de consumo en Q3,310.7 millones y en Q2,798.6 millones, respectivamente. En menor medida, también se observó un aumento de los créditos empresariales menores por Q263.5 millones; de los microcréditos, por Q133.6 millones, mientras que los créditos hipotecarios para vivienda mostraron una variación negativa por Q18.3 millones. De acuerdo con los resultados de la Tercera Encuesta de Condiciones Crediticias, elaborada por el Banco de Guatemala, en términos generales, durante el primer trimestre de 2011 los estándares de aprobación de créditos del sistema bancario permanecieron sin cambios, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, consistente con una evolución moderada de la demanda de nuevos créditos. Una situación similar se observó en las condiciones crediticias, para las cuales no se observó ningún cambio, excepto para la tasa de interés activa, promedio ponderado, que mostró una leve tendencia hacia la baja.

En el caso de la banca corporativa, el crecimiento moderado de la demanda fue impulsado por el aumento en las necesidades de capital de trabajo de los clientes o por la inversión en activos fijos, así como por una sustitución de financiamiento interno por condiciones más atractivas en los bancos grandes y medianos. En el caso del crédito para el consumo, los factores que incidieron positivamente en la demanda fueron, por un lado, la sustitución de financiamiento interno por condiciones más atractivas en los bancos grandes y medianos y, por el otro, la mejora en el ingreso de los clientes en el caso de los bancos pequeños. Con relación a los créditos hipotecarios para vivienda, la débil demanda obedeció al menor desarrollo de nuevos proyectos habitacionales.

A abril de 2011, la cartera crediticia por tipo de deudor se distribuyó de la manera siguiente: créditos empresariales mayores, 52.3%; créditos de consumo, 25.3%; créditos empresariales menores, 12.7%; créditos

hipotecarios para vivienda, 7.5%; y microcréditos, 2.2%.



Los créditos para el consumo aumentaron su participación en el total de la cartera en 1.5%, lo que es congruente con el mayor dinamismo mostrado por este tipo de créditos en términos interanuales (15.3%). La participación del resto de destinos dentro de la cartera total no mostró cambios significativos.

## c) Tasas de interés por tipo de deudor

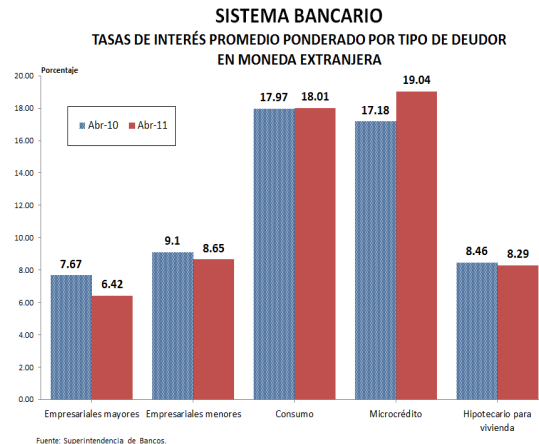
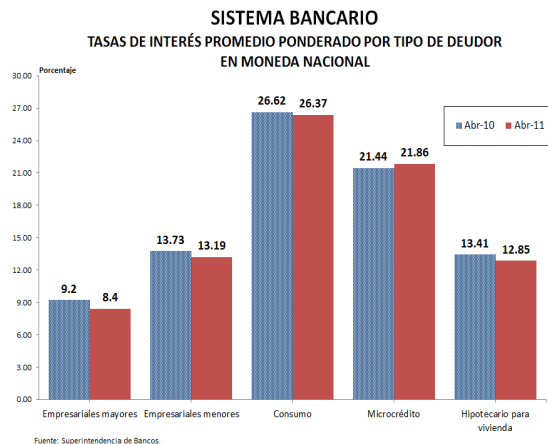
### i) En moneda nacional

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 durante el período de abril de 2010 a abril de 2011, excepto para los créditos al consumo y para los microcréditos. En efecto, la tasa de interés de los créditos empresariales mayores pasó de 9.20% a 8.40%, la de empresariales menores disminuyó de 13.73% a 13.19%; la de créditos para el consumo se redujo de 26.62% a 26.37%; y la de créditos hipotecarios para vivienda pasó de 13.41% a 12.85%. Por su parte, la de los microcréditos de 21.44% a 21.86%<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Definiciones contenidas en el Reglamento para la Administración del Riesgo de Crédito, aprobado en resolución JM-93-2005.

<sup>12</sup> Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a abril de 2011 la tasa de interés promedio ponderado aplicada a créditos empresariales mayores por parte de los bancos grandes fue de 8.29%, la de los bancos medianos fue de 8.35% y la de los bancos pequeños fue de 11.15%. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado aplicada a la cartera de créditos de consumo por los bancos grandes fue de 16.30%, la tasa de interés de los bancos medianos fue de 34.56% y la de los bancos pequeños se ubicó en 53.18%.





## ii) En moneda extranjera

Las tasas de interés promedio ponderado, por tipo de deudor, de marzo de 2010 a abril de 2011, en general, exhibieron una tendencia hacia la baja, al pasar, la de créditos a deudores empresariales mayores a 6.42% (7.67% a abril de 2010); la de créditos empresariales menores a 8.65% (9.10% a abril de 2010); y la de crédito hipotecario para vivienda a 8.29% (8.46% a abril de 2010). Por su parte, las tasas aplicadas a los créditos para consumo y a los microcréditos aumentaron, al pasar de 17.97% y de 17.18% en abril de 2010 a 18.01% y 19.04% en abril de 2011, respectivamente<sup>13</sup>.

## d) Condiciones crediticias del sistema bancario

Según la Tercera Encuesta de Condiciones Crediticias, realizada en el primer trimestre de 2011, la mayoría de bancos mantuvo sin cambios los estándares de aprobación de créditos y no esperan cambios significativos en la evolución de las solicitudes de nuevos créditos para el segundo trimestre de 2011, ni tampoco modificaciones en los estándares de aprobación de créditos o en las condiciones crediticias de otorgamiento de los mismos.

A nivel del sistema bancario, las perspectivas apuntan a que para el segundo trimestre de 2011 la demanda de nuevos créditos continúe mostrando un crecimiento moderado para el caso del crédito corporativo, en ambas monedas, así como para el crédito de consumo en moneda nacional.

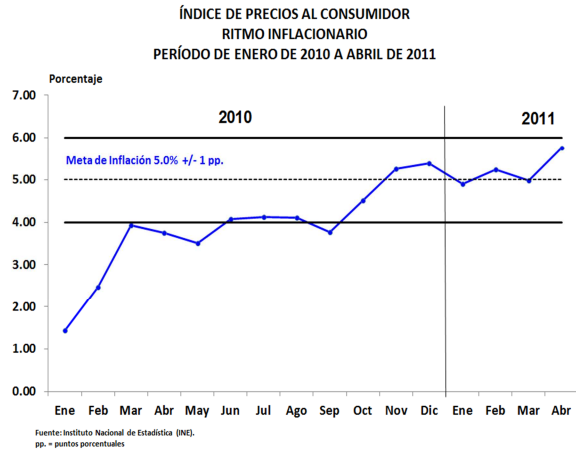
## III. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

### A. INFLACIÓN

#### 1. Comportamiento del ritmo inflacionario al 30 de abril de 2011

A abril de 2011, el ritmo inflacionario, medido con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se situó en 5.76%, arriba de la meta puntual, pero dentro del margen de tolerancia establecido para el presente año (5.0% +/- 1 punto porcentual).

<sup>13</sup> Al evaluar la tasa de interés por tipo de deudor y por grupo de bancos, se observa que a abril de 2011 la tasa de interés promedio ponderado aplicada al crédito empresarial mayor por los bancos grandes, fue de 6.33%, la de los bancos medianos fue de 6.63% y la de los bancos pequeños fue de 9.84%. Por su parte, la tasa de interés aplicada a la cartera de créditos al consumo por los bancos grandes fue de 10.53%, por los bancos medianos fue de 21.78% y la de los bancos pequeños fue de 25.56%.



**RECUADRO 8  
NUEVO ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
BASE DICIEMBRE 2010 = 100**

El Instituto Nacional de Estadística (INE) presentó en mayo de 2011 la nueva base de cálculo para la medición del Índice de Precios al Consumidor (IPC), con lo cual Guatemala se coloca en el grupo de países que atienden las recomendaciones provenientes de las mejores prácticas internacionales sobre la materia. El propósito de realizar un cambio de año base se deriva de los cambios que se registran en los patrones de consumo en una economía; de la modificación en las condiciones de mercado, al aparecer nuevos bienes o servicios; de mejoras en los niveles de ingreso que permiten acceder al consumo de bienes y servicios; o de la incorporación de nuevos procedimientos metodológicos para la medición.

**PRINCIPALES CAMBIOS EN LA NUEVA BASE DEL IPC**

Entre los principales cambios que se registran en la nueva canasta del IPC se tiene la modificación de las estructuras de participación de las ocho regiones en que se divide al país. A continuación se presenta un cuadro en el que se describen las participaciones de las regiones y sus cambios en el IPC.

**COMPARACIÓN DE LAS PONDERACIONES DEL IPC POR REGIONES ENTRE LA BASE 2000 Y LA BASE 2010**  
Porcentaje

Región	Departamentos	Base 2000	Base 2010	Diferencia entre bases (2010 - 2000)		
Región I	Metropolitana	Guatemala	64.32	37.35	-26.97	▼
Región II	Norte	Alta Verapaz y Baja Verapaz	2.16	5.40	3.24	▲
Región III	Nororiente	Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula	5.46	7.44	1.98	▲
Región IV	Suroriente	Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa	3.60	6.53	2.93	▲
Región V	Central	Chimaltenango, Sacatepequez, y Escuintla	9.46	10.97	1.51	▲
Región VI	Suroccidente	San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá	9.92	18.53	8.61	▲
Región VII	Noroccidente	Huehuetenango y Quiché	3.49	9.66	6.17	▲
Región VIII	Petén	Petén	1.59	4.12	2.53	▲

Otro de los principales cambios que se registró en la canasta del IPC fue la ampliación de las divisiones de gasto de consumo, al pasar de nueve divisiones en la base 2000 a doce divisiones en la nueva base. Con este cambio, el IPC puede ser comparable con las canastas de consumo de otros países, principalmente de la región centroamericana. Para determinar la nueva canasta de consumo, fue necesario contar con información actualizada de los patrones de consumo, por lo que se utilizaron los resultados de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares (ENIGFAM), desarrollada por el INE durante el periodo de julio de 2009 a julio de 2010.

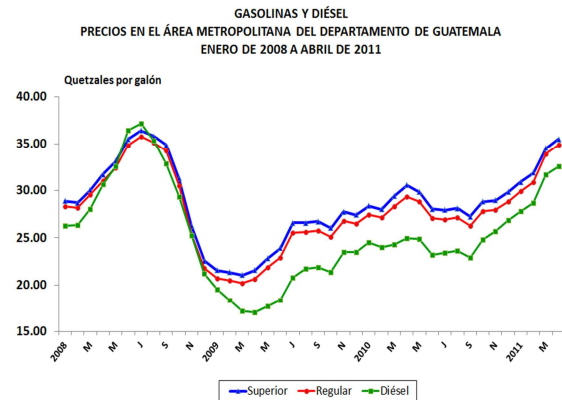
**COMPARATIVO ENTRE LAS DIVISIONES DE GASTO DE CONSUMO DEL IPC BASE 2000 Y BASE 2010**

IPC BASE 2000			IPC BASE 2010		
No.	División de Gasto	Ponderación	No.	División de Gasto	Ponderación
	<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>		<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>
1	Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	1	Alimentos y bebidas no alcohólicas	28.75
2	Vestuario y calzado	7.94	2	Bebidas alcohólicas y tabaco	0.28
3	Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	10.00	3	Prendas de vestir y calzado	7.41
4	Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	4	Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	12.61
5	Salud	5.48	5	Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar	5.43
6	Transporte y comunicaciones	10.92	6	Salud	4.22
			7	Transporte	10.43
7	Recreación y cultura	6.83	8	Comunicaciones	5.15
8	Educación	5.60	9	Recreación y cultura	5.62
			10	Educación	3.72
9	Bienes y servicios diversos	6.53	11	Restaurantes y hoteles	9.24
			12	Bienes y servicios diversos	7.18

Cabe destacar que aun cuando se efectuó una actualización en la canasta de consumo, en general la mayoría de productos que se cotizaban en la anterior base continúan cotizándose en la nueva base del IPC, por lo que con la nueva información que se presenta a partir de abril de 2011 no se esperarían cambios significativos en la tendencia de la inflación. De acuerdo con el INE, en la canasta del IPC base 2000 se cotizaban 424 variedades de productos, mientras que en la nueva base 2010 se cotizan 441 variedades de productos.

Durante el primer cuatrimestre del presente año, la evolución del ritmo inflacionario estuvo influida por factores externos e internos, lo que se evidencia en las tres principales divisiones de gasto que conforman la canasta del IPC, siendo éstas la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*, (ponderación 28.75%); la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad gas y otros combustibles* (ponderación 12.61%); y la división de gasto *Transporte* (ponderación 10.43%). En el caso del rubro de los alimentos, éste fue afectado, principalmente, por la evolución en el precio internacional de los cereales, particularmente del trigo y, en menor medida, del maíz amarillo, materias primas que registraron significativos incrementos, como resultado de una reducción prevista en la oferta mundial, debido a daños a la producción, causados por factores climáticos en los principales países productores. La evolución del precio del maíz blanco en el mercado interno también afectó el comportamiento de esta división, ya que desde noviembre de 2010 se viene registrando un incremento en el precio de este grano, debido a la disminución en la oferta, asociada a factores estacionales. El alza en los precios del trigo y del maíz afectó, a su vez, el precio de varios productos, como el pan y los productos de tortillería.

En lo referente a las otras dos divisiones de gasto, éstas fueron afectadas, básicamente, por la evolución del precio internacional del petróleo y sus productos derivados, como resultado del alza que se registró durante el primer cuatrimestre de 2011, particularmente en marzo y abril. Dicho efecto fue más evidente en la división de *Transporte*, ya que incidió de forma directa en el precio de la gasolina y el diésel. En efecto, a abril de 2011, en el área metropolitana de Guatemala, el precio de la gasolina superior se situó en Q35.48 por galón; la gasolina regular, en Q34.91 por galón; y el diésel, en Q32.55 por galón. Estos últimos precios fueron superiores a los cotizados en abril de 2008 (gasolina superior, Q31.69 por galón; gasolina regular, Q30.99 por galón; y diésel, Q30.68 por galón), aun cuando a la misma fecha el petróleo registró un precio de US\$112.46.



Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

A continuación se presenta un cuadro en el que se ilustra el comportamiento acumulado de las doce divisiones de gasto que conforman el IPC<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Derivado de la nueva canasta del IPC, base diciembre 2010, no es posible efectuar una comparación interanual de las 12 divisiones de gasto, razón por la cual la comparación es en términos acumulados.

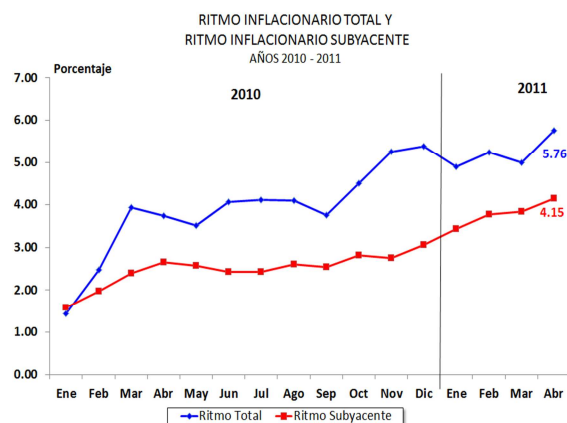
**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
POR DIVISIÓN DE GASTO  
NIVEL REPÚBLICA  
(Base: Diciembre 2010)  
A abril de 2011**

División de Gasto	Estructura porcentual	Diciembre 2010	Abril 2011	Variación Acumulada <sup>1/</sup>
<b>Índice de Precios al Consumidor Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>103.17</b>	<b>3.17</b>
➔ 1 Alimentos y bebidas no alcohólicas	28.75	100.00	105.01	5.01
2 Bebidas alcohólicas y tabaco	0.28	100.00	101.43	1.43
3 Prendas de vestir y calzado	7.41	100.00	100.78	0.78
➔ 4 Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	12.61	100.00	103.99	3.99
5 Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar	5.43	100.00	101.12	1.12
6 Salud	4.22	100.00	101.30	1.30
➔ 7 Transporte	10.43	100.00	106.80	6.80
8 Comunicaciones	5.15	100.00	100.68	0.68
9 Recreación y cultura	5.62	100.00	100.79	0.79
10 Educación	3.72	100.00	100.77	0.77
11 Restaurantes y hoteles	9.24	100.00	101.48	1.48
12 Bienes y servicios diversos	7.16	100.00	101.31	1.31

<sup>1/</sup> Tasa de variación del Índice del mes en examen respecto al mes de diciembre del año anterior.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

## 2. Inflación subyacente

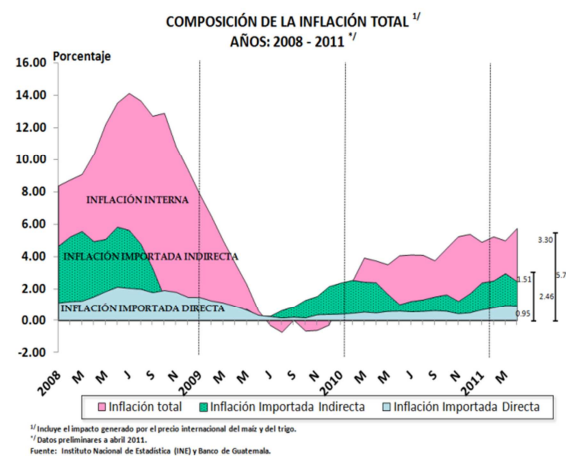
A abril de 2011, la inflación subyacente continuó con la tendencia creciente iniciada desde noviembre de 2010 al situarse en 4.15%, situación que denota que se han incrementado las presiones inflacionarias de demanda agregada.



## 3. Inflación importada

El comportamiento de la inflación importada durante el primer cuatrimestre de 2011 respondió, principalmente, a los incrementos registrados en los precios del petróleo y de sus derivados, de algunos cereales, especialmente del maíz y del trigo, lo que explicaría el componente de inflación

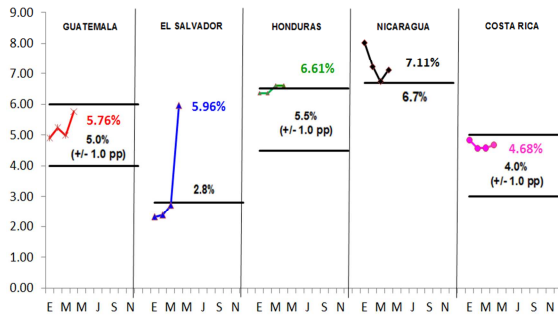
importada el cual se situó en 2.46 puntos porcentuales.



## 4. Inflación en otros países de la región

A nivel centroamericano, a abril de 2011, se registraron incrementos en las tasas interanuales de inflación de todos los países de la región. En los casos de Guatemala y de Costa Rica, la inflación se mantuvo dentro de los márgenes de tolerancia de las respectivas metas de inflación; en los casos de Honduras, El Salvador y Nicaragua, la inflación se aleja de los valores centrales de las metas correspondientes, como se observa en la gráfica siguiente.

CENTROAMÉRICA  
META DE INFLACIÓN Y RITMO INFLACIONARIO POR PAÍS  
A ABRIL DE 2011  
PORCENTAJE

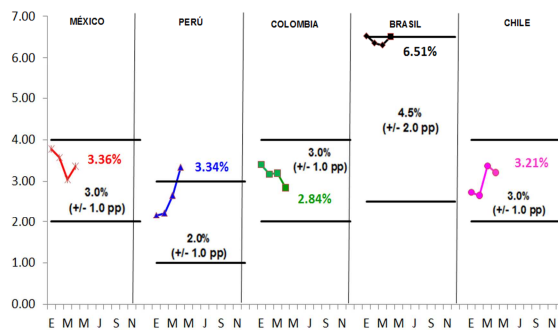


Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. En el caso de El Salvador y Nicaragua, corresponde a proyecciones de los Bancos Centrales.  
pp = puntos porcentuales.

Los rubros que explican el referido comportamiento son, principalmente, alimentos y productos energéticos. Entre éstos destacan el maíz, el trigo, los combustibles (gasolina y gas propano) y el servicio de electricidad.

En cuanto a las tasas de inflación de los países latinoamericanos que operan bajo el esquema de metas de inflación, a abril de 2011, en Colombia y en Chile se registró una desaceleración en el ritmo inflacionario, mientras que en los casos de México, de Perú y de Brasil se observa un alza. Es importante indicar que el alza observada en Perú provocó que la tasa de inflación se situara por encima de la meta. Por su parte, en Brasil la inflación se ubicó en el límite superior del rango de tolerancia de la meta de inflación.

PAÍSES SELECCIONADOS DE LATINOAMÉRICA  
META DE INFLACIÓN Y RITMO INFLACIONARIO POR PAÍS  
A ABRIL DE 2011  
PORCENTAJE



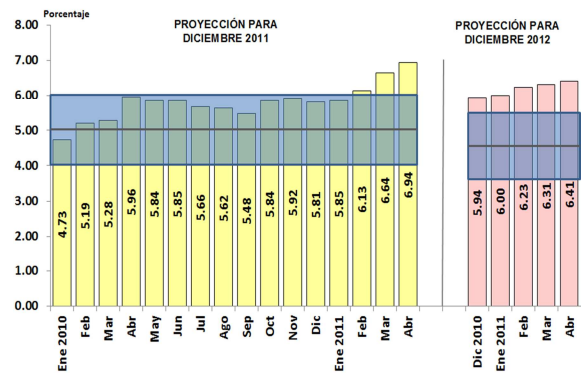
Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.  
pp = puntos porcentuales.

## B. PROYECCIÓN ECONOMÉTRICA DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011 Y PARA DICIEMBRE DE 2012

### 1. Ritmo inflacionario total proyectado

Para diciembre del presente año, las proyecciones del ritmo inflacionario total indican que éste se estaría situando en 6.94%, porcentaje que excede el límite superior de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual). Para diciembre de 2012, se estima en 6.41%, porcentaje también mayor que el límite superior de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual).

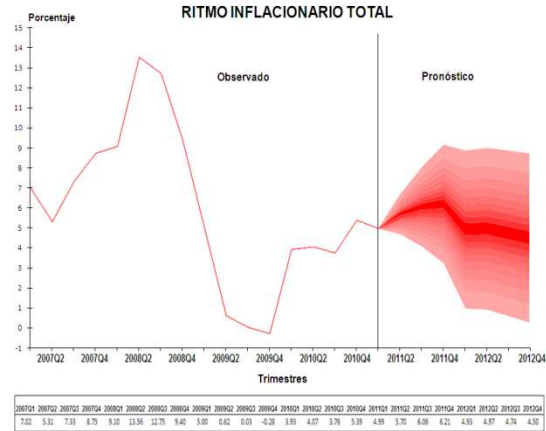
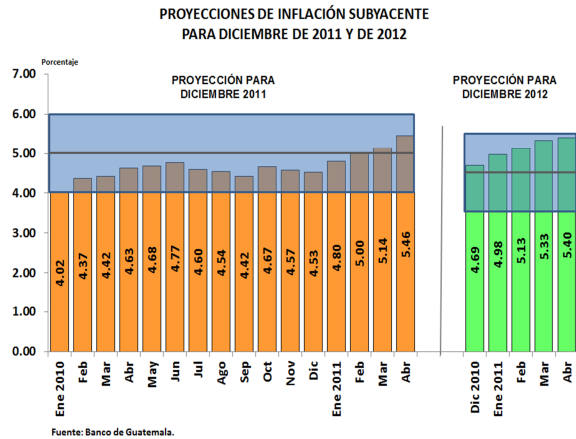
PROYECCIONES DE INFLACIÓN TOTAL  
PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012



Fuente: Banco de Guatemala.

### 2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Con base en la información observada a abril de 2011, 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 5.46%; mientras que para finales de 2012 se estima en 5.40%. Ambas estimaciones se encuentran por encima de los valores centrales, pero dentro de los márgenes de tolerancia de las respectivas metas de inflación. Es importante mencionar que tanto para 2011 como para 2012, las estimaciones de inflación subyacente muestran una tendencia al alza, aspecto que, como se indicó, denota que se han incrementado las presiones de demanda agregada.



### C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN DE MEDIANO PLAZO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

#### 1. Diagrama de abanico

De conformidad con las proyecciones provenientes del corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) realizado en abril de 2011 se espera que, para diciembre de 2011, la inflación se ubique en 6.21%; y, para diciembre de 2012, en 4.50%. La inflación estimada para finales de 2011 se encuentra arriba del margen de tolerancia establecido por la Junta Monetaria para dicho año (5.0% +/- 1 punto porcentual); en tanto que, para diciembre de 2012, la inflación estimada se encuentra dentro del margen de tolerancia y coincide con el valor central de la meta (4.5% +/- 1 punto porcentual); por tanto, la orientación de política monetaria de esta variable indicativa es restrictiva en el primer caso e invariable en el segundo. Sin embargo, es necesario indicar que los pronósticos que se mencionan corresponden al escenario base, de manera que cualquier choque exógeno que se registre durante los próximos meses podría desviar el pronóstico de inflación de la trayectoria indicada. Asimismo, dichos pronósticos son condicionales a una política monetaria activa por parte del Banco de Guatemala.

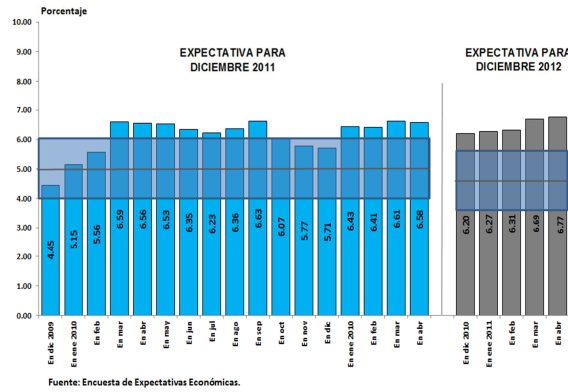
#### 2. Riesgos asociados a la proyección de inflación

Existe el 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, especialmente en la coyuntura actual. Al respecto, los riesgos potenciales que se visualizan en el mediano plazo se encuentran relacionados con incrementos mayores de los previstos en los precios del maíz, del trigo, del petróleo y de sus derivados, del servicio de la electricidad, así como con cambios en las condiciones económicas y financieras mundiales.

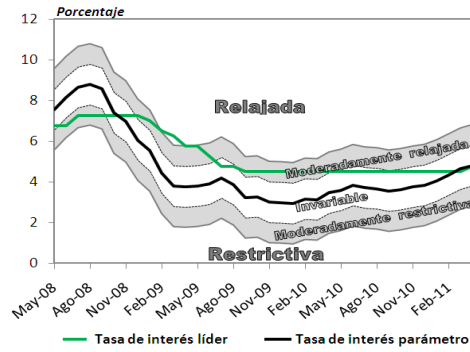
#### D. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

La encuesta de expectativas económicas al panel de analistas privados, realizada en abril de 2011, reflejó que para diciembre el ritmo inflacionario podría situarse en 6.58%, porcentaje que se ubica fuera del margen de tolerancia de la meta de inflación. En opinión del panel de analistas, dichas expectativas de inflación se explican, principalmente, por el precio internacional del petróleo, por los precios de los combustibles, por los precios de las materias primas, por el desempeño de la política fiscal, por el desempeño de la política monetaria y por las condiciones climáticas. En lo referente a las expectativas de inflación para diciembre de 2012, el panel de analistas prevé que ésta podría aumentar respecto a 2011 al situarse en 6.77%.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012



TASAS DE INTERÉS LÍDER Y PARÁMETRO MAYO 2008 - ABRIL 2011



NOTA: Cálculos efectuados con inflación subyacente. Los rangos están calculados a 1 y 2 desviaciones estándar de la diferencia entre la tasa de interés parámetro y la tasa de interés de política monetaria para el periodo 2008-2010.

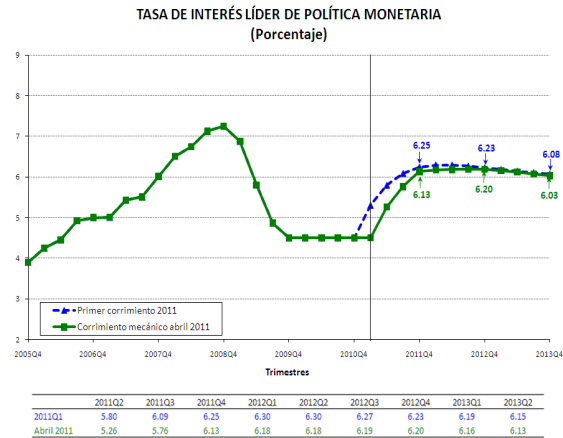
## E. TASAS DE INTERÉS INDICATIVAS

### 1. Tasa de interés Parámetro<sup>15</sup>

Durante el primer cuatrimestre de 2011, la tasa de interés parámetro ha sugerido una orientación de política monetaria invariable, pero ha evidenciado una tendencia al alza. Los factores que han impulsado dicho comportamiento han sido los pronósticos de inflación crecientes para 2011 y para 2012, que incorporan los potenciales efectos que puedan tener los elevados precios internacionales de materias primas sobre la inflación interna. Por su parte, los factores que han servido de contrapeso han sido la brecha del producto y la brecha del tipo de cambio. La brecha del producto continúa siendo negativa aun cuando evidencia una gradual recuperación de la actividad económica nacional, reflejándose en la recuperación tanto de la demanda interna como de la demanda externa del país, acorde con el desempeño de los principales socios comerciales; y donde el tipo de cambio nominal, dada la apreciación en el primer cuatrimestre de 2011, ejerce un contrapeso al indicador.

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

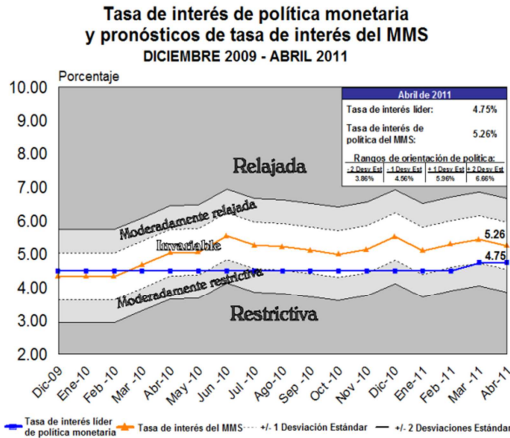
Los pronósticos del MMS sugieren incrementos en la tasa de interés de política monetaria para que la inflación converja a su meta de mediano plazo.



La tasa de interés del MMS como variable indicativa muestra una orientación de política monetaria invariable, si se considera la desviación estándar de la diferencia histórica entre la tasa de interés líder y la tasa de interés del MMS.

<sup>15</sup> La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto, así como de un ajuste por 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.





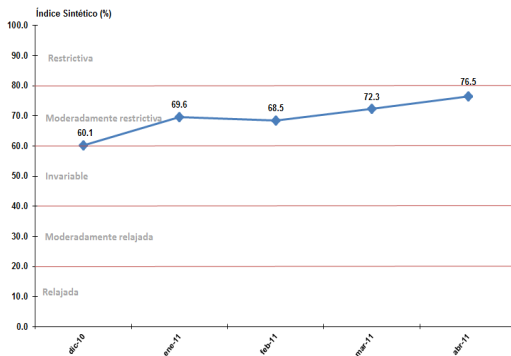
ÍNDICE SINTÉTICO		
COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS POR ORIENTACIÓN		
ORIENTACIÓN	AI 31/12/2010 (%)	AI 29/04/2011 (%)
Relajada	1.62	0.00
Moderadamente relajada	19.38	0.00
Invariable	16.00	36.60
Moderadamente restrictiva	63.00	21.00
Restrictiva	0.00	42.40
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

### F. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

El índice sintético de las variables indicativas es un indicador con enfoque prospectivo que busca evaluar de manera conjunta la orientación sugerida por las referidas variables y toma en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene dentro del indicador.

A lo largo del primer cuatrimestre de 2011, el índice sintético sugirió una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva.

ÍNDICE SINTÉTICO DE VARIABLES INDICATIVAS  
DICIEMBRE 2010 - ABRIL 2011

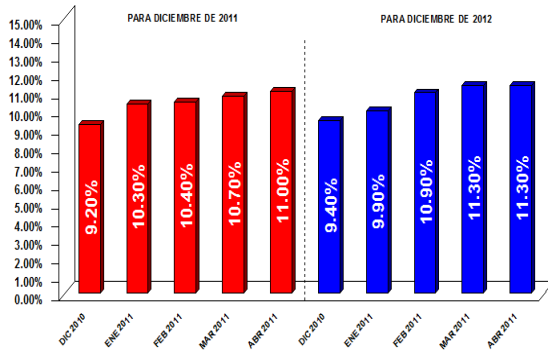


### G. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DE SEGUIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

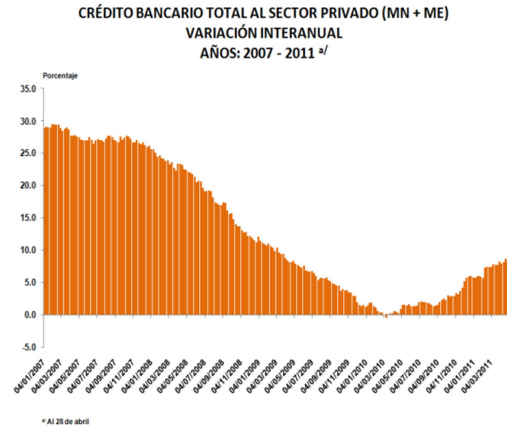
#### 1. Emisión monetaria

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011 contempla que para dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria y enfatizar el enfoque prospectivo de las variables de seguimiento, es necesario que se realicen proyecciones de su tasa de variación interanual esperada para diciembre de 2011 y de 2012. La proyección econométrica para diciembre de 2011 apunta a una tasa de crecimiento de la emisión de 11.0%, superior a la de 10.3% estimada en enero. De igual forma, la proyección para 2012, se ubicó en 11.3% y es superior a la de 9.9% estimada en enero, como resultado de que tanto las proyecciones de inflación como las del producto interno bruto han sido revisadas al alza. La variación interanual de la emisión monetaria al 29 de abril de 2011 fue de 14.7%, superior a la registrada en similar período del año previo (9.1%).

**PROYECCIONES INTERANUALES DE EMISIÓN MONETARIA PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012**  
Porcentajes



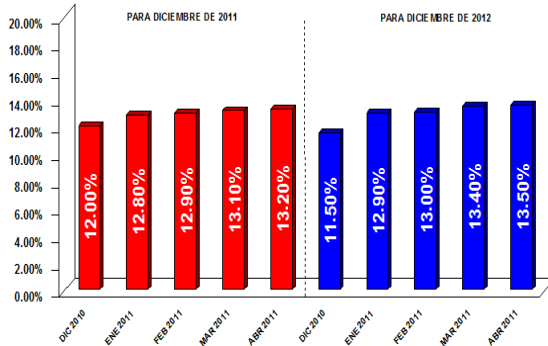
superior al valor registrado en la misma fecha del año anterior (0.8%).



**2. Medios de pago**

Las proyecciones de las tasas de variación interanual de los medios de pago evidencian un comportamiento al alza, tanto para 2011 como para 2012, al ubicarse en 13.2% (12.8% en enero) y 13.5% (12.9% en enero).

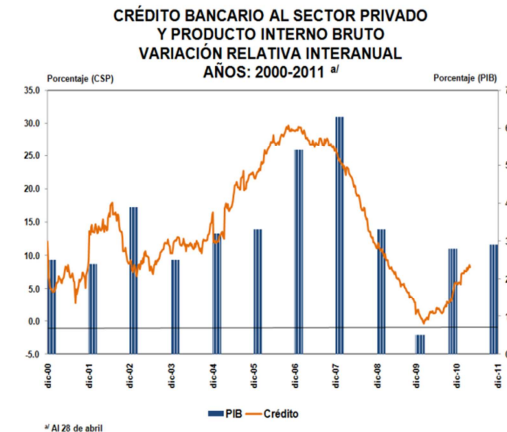
**PROYECCIONES INTERANUALES DE MEDIOS DE PAGO PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012**  
Porcentajes



El cambio de tendencia observado desde marzo de 2010, en el comportamiento del crédito al sector privado en moneda extranjera, podría estar asociado a los signos de recuperación que muestran las actividades que se vieron más afectadas durante la crisis. En efecto, el crecimiento interanual se ha acelerado en los créditos concedidos a la industria manufacturera (19.0%), al comercio (18.6%) y a la construcción (2.0%); sin embargo, el crédito destinado para el consumo registra una contracción de 9.6%.

Conviene destacar que, al analizar las correlaciones dinámicas entre el PIB trimestral y el crédito bancario al sector privado, es posible afirmar que existe una correlación positiva entre ambas variables con al menos dos trimestres de rezago, dependiendo del ciclo de cada actividad económica.

La variación interanual de los medios de pago totales al 28 de abril de 2011 fue de 12.9%, superior a la registrada en similar período del año previo (11.4%). En cuanto a su trayectoria, se observa que el comportamiento de los medios de pago ha sido más dinámico de lo previsto, particularmente por el mayor dinamismo de los medios de pago en moneda extranjera, los cuales crecieron 17.3%.



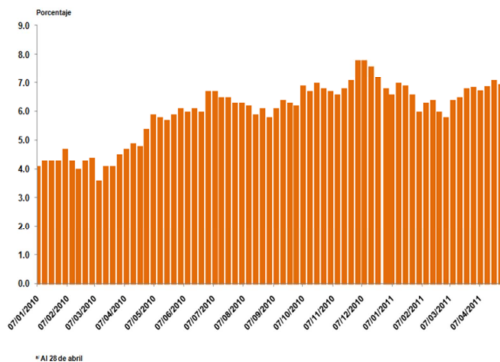
**3. Crédito bancario al sector privado**

Al 28 de abril de 2011, el crédito bancario total al sector privado continua con la tendencia positiva iniciada en marzo de 2010 al registrar una tasa de crecimiento interanual de 8.3%,

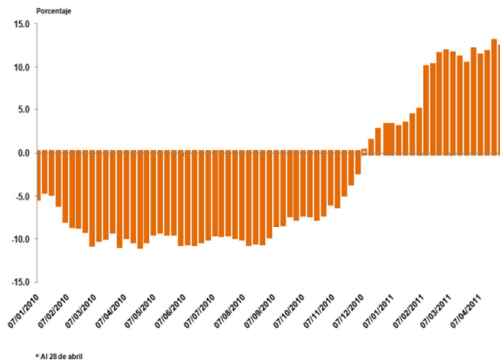
El crédito bancario en moneda extranjera registró al 28 de abril de 2011 una variación

interanual de 12.3% (en el mismo periodo del año anterior fue de -10.2%); mientras que en moneda nacional registró una variación interanual de 6.8% (5.3% a la misma fecha del año previo). Del incremento interanual observado en el crédito bancario en moneda extranjera, el 78.9% fue otorgado por bancos grandes, el 17.3% por bancos medianos y el 3.8% por bancos pequeños.

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (MN)  
VARIACIÓN INTERANUAL  
AÑOS: 2010 - 2011 <sup>16</sup>



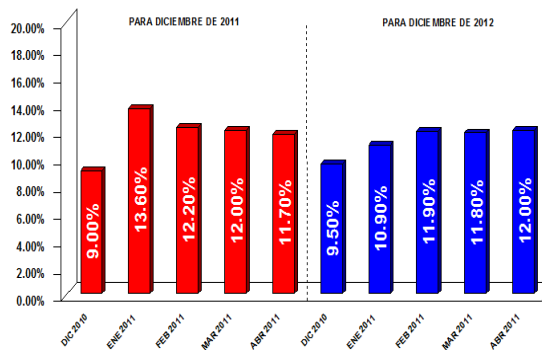
CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (ME)  
VARIACIÓN INTERANUAL  
AÑOS: 2010 - 2011 <sup>17</sup>



De manera similar, del incremento acumulado del crédito en moneda extranjera, el 76.7% fue otorgado por bancos grandes, el 26.1% por bancos medianos y los bancos pequeños registraron una contracción de 2.8%.

La estimación de crecimiento del crédito bancario para finales de 2011 es de 11.7%, mientras que, para diciembre 2012, se estima un crecimiento de 12.0%.

PROYECCIONES INTERANUALES DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO PARA DICIEMBRE DE 2011 Y DE 2012  
Porcentajes



**4. Tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, del sistema bancario (en M/N y en M/E)<sup>16</sup>**  
**a) En moneda nacional**

Durante el período enero-abril de 2011, las tasas de interés, promedio ponderado, activas muestran una leve tendencia al alza al situarse en 13.44% (13.25% en diciembre de 2010)<sup>17</sup>, mientras que las pasivas a la baja, al situarse en 5.27% (5.34% en diciembre de 2010)<sup>18</sup>.

El leve incremento en la tasa activa, obedece principalmente al incremento observado en las tasas de algunos bancos pequeños.

**b) En moneda extranjera**

Durante el período enero-abril de 2011, las tasas de interés en moneda extranjera,

<sup>16</sup> En este análisis, el cómputo de las tasas de interés promedio ponderado del sistema bancario excluye las operaciones de préstamos con tarjeta de crédito (en el caso de las tasas activas) y los depósitos a la vista (en el caso de las tasas pasivas).

<sup>17</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2010, registró un nivel de 11.81%, mientras que al 28 de abril de 2011 se situó en 11.74%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2010, la tasa de interés activa se ubicó en 13.77%, en tanto que al finalizar abril de 2011 se situó en 13.87%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2010, la tasa de interés activa fue de 26.56%, mientras que al 28 de abril se situó en 29.91%.

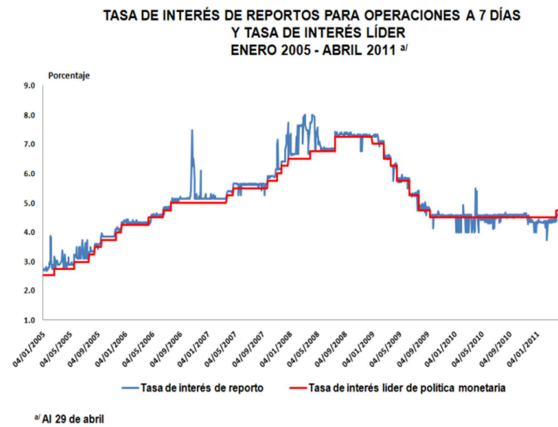
<sup>18</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2010, registró un nivel de 5.00%, mientras que al 28 de abril de 2011 fue de 4.90%. En cuanto a los bancos medianos, la tasa observada al 31 de diciembre de 2010 fue de 5.82%, mientras que al 28 de abril de 2011 fue de 5.83%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2010, la tasa de interés pasiva se situó en 6.85%, mientras que al finalizar abril de 2011 se ubicó en 6.74%.

activas y pasivas, promedio ponderado, exhibieron una marcada tendencia hacia la baja. Al 28 de abril, la activa se situó en 7.22% (inferior a la 7.63% observada el 31 de diciembre de 2010)<sup>19</sup> y la tasa pasiva pasó de 3.08% en diciembre de 2010 a 2.85%<sup>20</sup>.

## 5. Tasas de interés de corto plazo

### a) Operaciones de reporto al plazo de 7 días

El 29 de abril de 2011, la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 7 días<sup>21</sup> se situó en 4.60%, superior en 0.60 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2010 (4.00%). Cabe indicar que la referida tasa se ubicó por debajo del valor de referencia de la tasa de interés líder de política monetaria observada a lo largo del período evaluado.



<sup>19</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2010, registró un nivel de 6.99%, mientras que al 28 de abril de 2011 fue de 6.64%. En cuanto a los bancos medianos, la tasa de interés activa al 31 de diciembre de 2010 se ubicó en 8.89%, en tanto que al finalizar abril de 2011 se situó en 8.33%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2010, la tasa de interés activa fue de 12.43%, mientras que al 28 de abril de 2011 se situó en 12.41%.

<sup>20</sup> Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes, al 31 de diciembre de 2010, registró un nivel de 2.78%, mientras que al 28 de abril de 2011 fue de 2.67%. En cuanto a los bancos medianos, al 31 de diciembre de 2010, fue de 3.17%, en tanto que al 28 de abril de 2011 se ubicó en 2.86%. En el caso de los bancos pequeños, al 31 de diciembre de 2010, la tasa de interés pasiva se ubicó en 5.07%, mientras que al 28 de abril de 2011 se situó en 4.54%.

<sup>21</sup> La tasa de interés de operaciones de reporto al plazo de 7 días, durante el período enero-abril, registró un nivel mínimo de 3.75% el 17 de febrero y un valor máximo de 4.60 el 29 de abril.

La Junta Monetaria aumentó la tasa de interés líder de política monetaria de 4.50% a 4.75% a partir del 31 de marzo de 2011. Dicho incremento se transmitió a la tasa de reportos al plazo de 7 días.

### b) Operaciones de reporto al plazo de 1 día

Durante el período enero-abril de 2011 la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día reflejó un comportamiento estable<sup>22</sup>, situándose al 29 de abril en 4.65%.



A raíz de los cambios en los procedimientos operativos de las operaciones de estabilización monetaria, vigentes desde el 19 de noviembre de 2010, con los cuales se pretende estimular el dinamismo del mercado secundario de valores, se han observado algunos cambios en la estructura de operaciones de reporto por rango de plazos. En efecto, el 2 de noviembre de 2010, del total de operaciones de reporto (Q278.8 millones), el 92.6% se ubicaba dentro del rango de plazos de 1 a 7 días; 5.4%, a los plazos de entre 8 a 15 días; y el restante 2.0%, en el rango de plazos de 91 y más días. Al final de dicho mes, la estructura por plazos de las referidas operaciones reflejó una composición diferente, con un monto total de operaciones de Q237.2 millones, del cual el 78.9% se ubicó en el rango de plazos de 1 a 7 días; el 8.4%, en el de 8 a 15 días; y el 12.6%, a los plazos de 16 a 30 días.

Al finalizar abril de 2011, el 83.9% de las operaciones se encontraba dentro del rango de plazos de 1 a 7 días; el 5.4% en el de 8 a 15

<sup>22</sup> La tasa de interés de operaciones de reporto al plazo de 1 día, durante el período enero-abril, registró un nivel mínimo de 4.15% y un máximo de 4.81%.

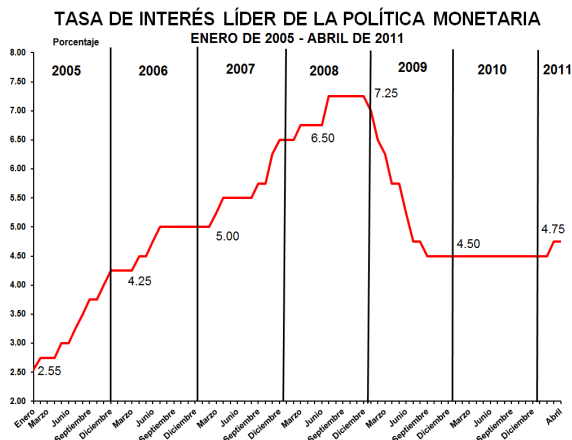
días; y el restante 10.7%, a los plazos de 31 a 60 días.

#### IV. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A ABRIL DE 2011

##### A. RESPUESTA DE POLÍTICA: LA TASA DE INTERÉS LÍDER

Durante el presente año, la Junta Monetaria tomó decisión respecto de la tasa líder de la política monetaria en tres ocasiones. El 23 de febrero decidió mantenerla invariable, el 30 marzo la elevó en 25 puntos básicos y el 27 de abril la mantuvo invariable en 4.75%.

Entre los principales factores que incidieron en las decisiones adoptadas destacan, en el orden externo, la recuperación de las economías avanzadas, los incrementos en los precios internacionales de las materias primas, de los alimentos y de la energía. En el orden interno, la aceleración de la actividad económica y la necesidad de mantener ancladas las expectativas inflacionarias alrededor de las correspondientes metas de inflación de mediano plazo.



##### B. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011 determinó que para moderar la liquidez primaria de la economía se realizarán Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), conforme los mecanismos que utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de Depósitos a Plazo (DP), ya sea por plazo o por fecha de vencimiento.

###### 1. Por plazo

Las Operaciones de Estabilización Monetaria por plazo se realizan a 7 días, por medio de subastas diarias de neutralización de

liquidez, con bancos y sociedades financieras, mediante los mecanismos de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) y del Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, con cupos preestablecidos, así como en ventanilla con las entidades del sector público, sin cupo preestablecido. Adicionalmente, y en horario posterior al de las subastas de neutralización de liquidez, se habilitó una facilidad permanente de neutralización de liquidez, sin cupo, a una tasa de interés inferior en 100 puntos básicos a la tasa de interés líder de la política monetaria. Cabe mencionar que al 30 de abril no se realizaron operaciones de inyección de liquidez.

El saldo de las OEM al plazo de 7 días aumentó entre el 31 de diciembre de 2010 y el 29 de abril de 2011, al pasar de Q4,779.4 millones a Q6,154.9 millones (incluye Q5,350.0 millones de subastas de neutralización de liquidez, Q395.0 millones de facilidades permanentes de neutralización de liquidez y Q409.0 millones de ventanilla con entidades públicas).

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 29 de abril de 2011, el saldo de operaciones mayores a un año disminuyó Q48.7 millones, al pasar de Q7,931.6 millones (47.2% del total) a Q7,882.9 millones (40.8% del total).

###### 2. Por fecha de vencimiento

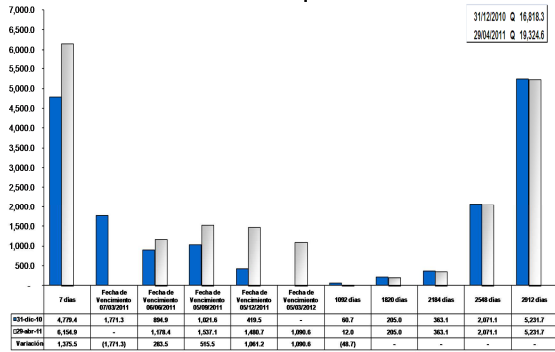
Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 29 de abril de 2011, el saldo de las OEM por fecha de vencimiento registró un incremento de Q1,179.5 millones, al pasar de Q4,107.3 millones (24.4% del total) a Q5,286.8 millones (27.4% del total).

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

El saldo total de las OEM aumentó Q2,506.3 millones, al pasar de Q16,818.3 millones el 31 de diciembre de 2010 a Q19,324.6 millones el 29 de abril de 2011.



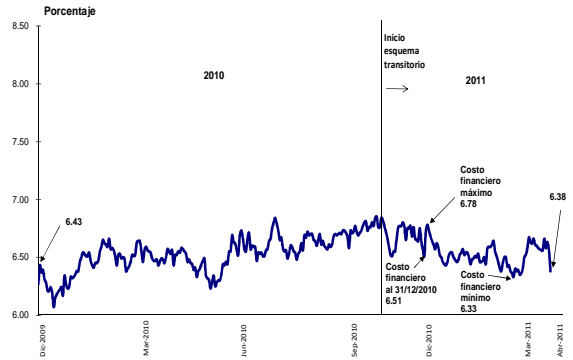
**SALDO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA AL 31/12/2010 Y AL 29/04/2011**  
En millones de quetzales



Los pesos relativos al 31 de diciembre de 2010 de las OEM eran los siguientes: a 7 días, 28.4%; por fecha de vencimiento, 24.4%; y mayores a un año, 42.7%. Al 29 de abril de 2011 dichos pesos fueron 31.8%, 27.4% y 40.8%, en su orden.

Cabe indicar que el costo financiero promedio ponderado de las OEM, durante el período del 31 de diciembre de 2010 al 29 de abril de 2011, disminuyó de 6.51% a 6.38%.

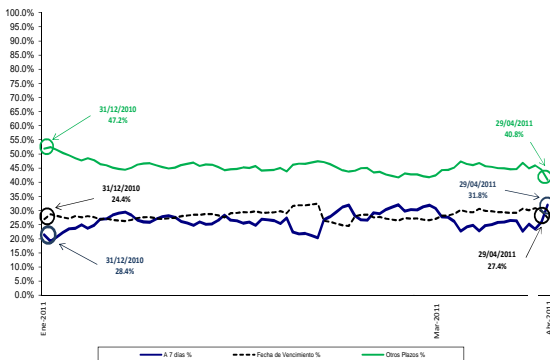
**COSTO FINANCIERO PROMEDIO PONDERADO DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA DICIEMBRE 2009 - ABRIL 2011**



**OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA SALDOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010 y 29 DE ABRIL DE 2011**  
En millones de quetzales

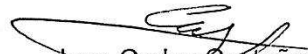
Plazos y Fechas	31-dic-10	29-abr-11
<b>7 días</b>	<b>4,779.4</b>	<b>6,154.9</b>
07/03/2011	1,771.3	-
06/06/2011	894.9	1,178.4
05/09/2011	1,021.6	1,537.1
05/12/2011	419.5	1,480.7
05/03/2012	-	1,090.6
<b>Total por fechas de vencimiento</b>	<b>4,107.3</b>	<b>5,286.8</b>
<b>Mayores a 1 año</b>	<b>7,931.6</b>	<b>7,882.9</b>
<b>Gran total</b>	<b>16,818.3</b>	<b>19,324.6</b>

**OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA PORCENTUAL SALDOS DIARIOS POR PLAZO ENERO - ABRIL 2011**






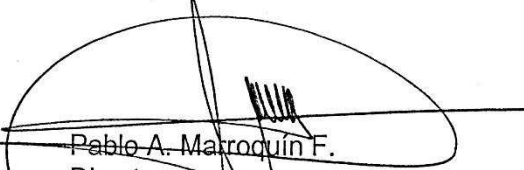
Atentamente,




Juan Carlos Castañeda F.  
Director  
Depto. Estudios Económicos




Otto René López F.  
Director  
Depto. Estadísticas Económicas



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



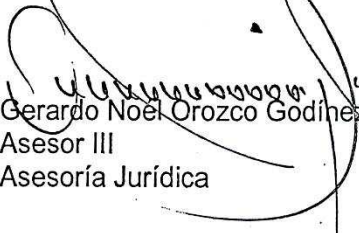
Edgar R. Lemus Ramírez  
Director  
Depto. Internacional




Jorge Vinicio Cáceres D.  
Director  
Depto. Operaciones de  
Estabilización Monetaria



F. Estuardo García Alburez  
Secretario



Gerardo Noel Orozco Godínez  
Asesor III  
Asesoría Jurídica



Rómulo Oswaldo Divas Muñoz  
Gerente Financiero



Oscar Roberto Monterroso Sazo  
Gerente Económico  
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 31 de mayo de 2011.



## **ANEXOS**





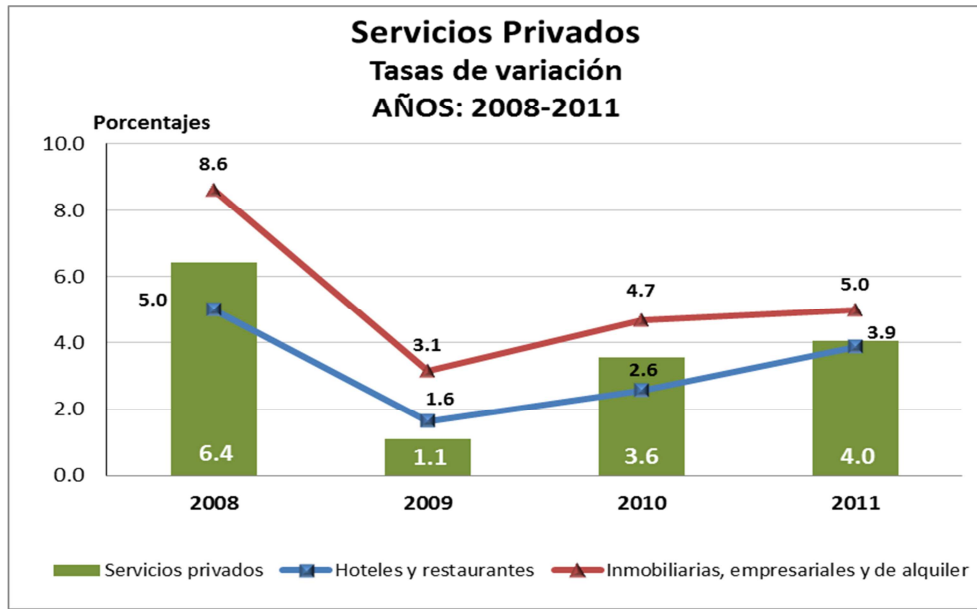
## ANEXO 1

### ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA 2011

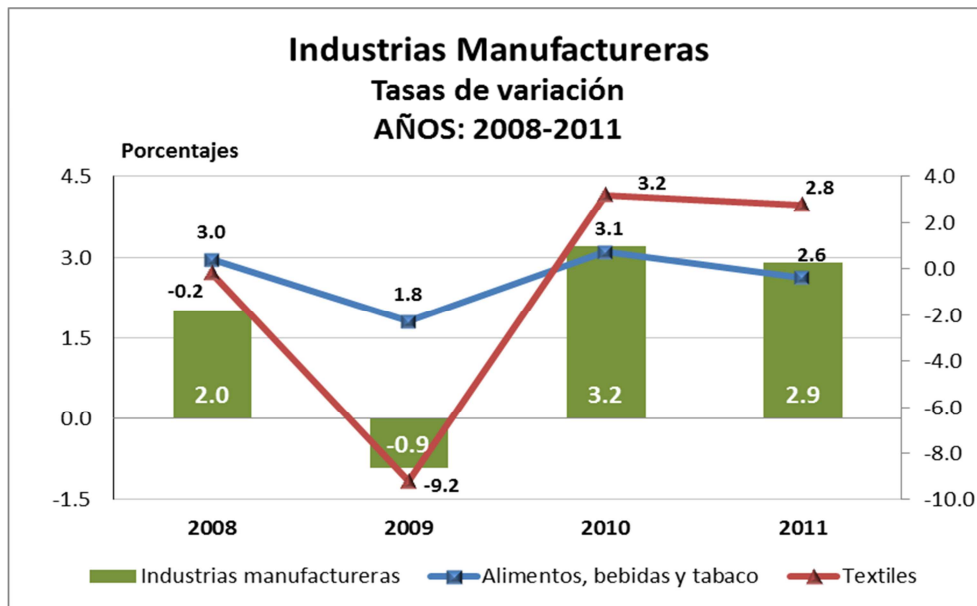
La información más reciente proveniente de productores, de gremiales y de entidades públicas, así como la evolución de los indicadores económicos de corto plazo que se toman en cuenta para la proyección del producto interno bruto correspondiente a 2011, permite estimar que éste se ubicaría en un rango de entre 2.9% y 3.5% (2.8% en 2010). A nivel de actividades económicas, se estima que en la mayoría de éstas se observarán tasas de variación positivas en sus valores agregados, algunas más dinámicas que las observadas en 2010. Se exceptúa la actividad de la *Construcción*, que por cuarto año consecutivo presentaría una caída en su tasa de crecimiento, aunque sustancialmente menor a la registrada en 2010.

El rango de crecimiento proyectado del PIB para 2011 estaría explicado, principalmente, por el comportamiento previsto de los *Servicios privados*, las *Industrias manufactureras*, el *Comercio al por mayor y al por menor* y la *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, que, en conjunto, explicarían alrededor del 63% de dicha proyección.

La actividad de *Servicios privados* (con una participación de 16.2% en el PIB), se prevé que pase de una tasa de crecimiento de 3.6% en 2010 a una de 4.0% en 2011. El mayor dinamismo se asocia, en parte, al comportamiento esperado de la subactividad de hoteles y restaurantes, que sería impulsado por una mayor oferta de estos servicios derivado de la expansión de franquicias, algunas de ellas internacionales, en el país; así como por el incremento observado en los puntos de venta de cadenas de restaurantes nacionales bajo el concepto de servicio express, ubicados en áreas de alto tráfico peatonal. En adición, se estima un mayor dinamismo para las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, asociado al comportamiento esperado de la demanda intermedia de estos servicios por parte de las distintas actividades económicas, así como al mayor dinamismo esperado en los servicios de publicidad, como resultado del proceso electoral del presente año. De igual manera, se prevé que en 2011 continuarán ampliándose los servicios de centros de llamadas en el país (*call centers*), los cuales atenderían las operaciones que realizan en países del istmo centroamericano, México y los Estados Unidos de América.



En cuanto a la actividad de *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.0% en el PIB), se espera crezca 2.9% (3.2% en 2010), resultado del menor dinamismo de la producción de alimentos, textiles y prendas de vestir, el que estaría siendo compensado con una mayor producción de otros bienes manufacturados (productos químicos, productos de madera, cemento, vidrio, entre otros).

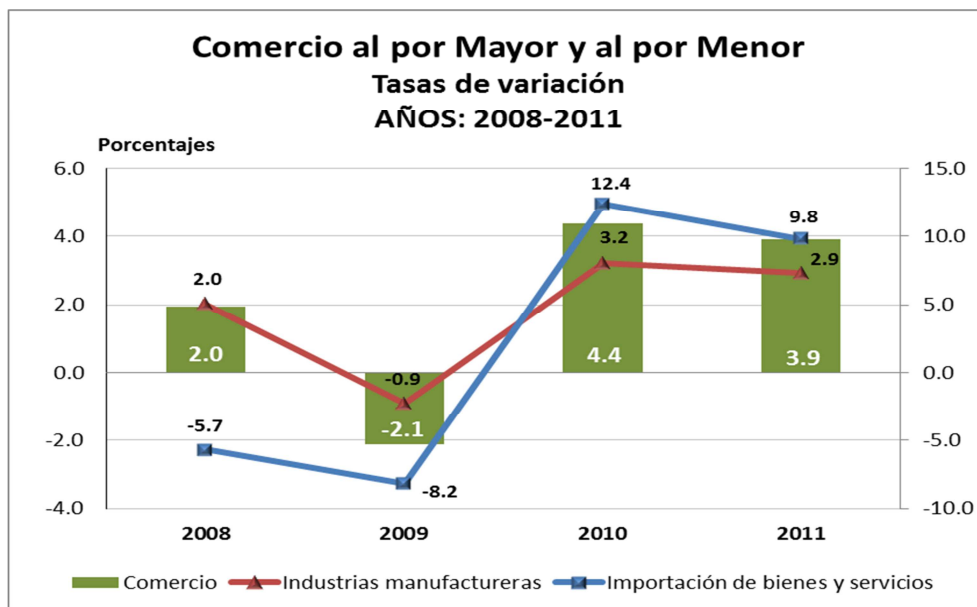


El comportamiento de la producción de alimentos estaría asociado, principalmente, a la caída prevista en la producción de azúcar, como consecuencia de los efectos negativos provocados por el invierno copioso que dañó parte del cultivo de caña de azúcar en 2010, generando un menor rendimiento de azúcar por tonelada de caña para la zafra 2010/2011. Por su parte, para las actividades textiles y de

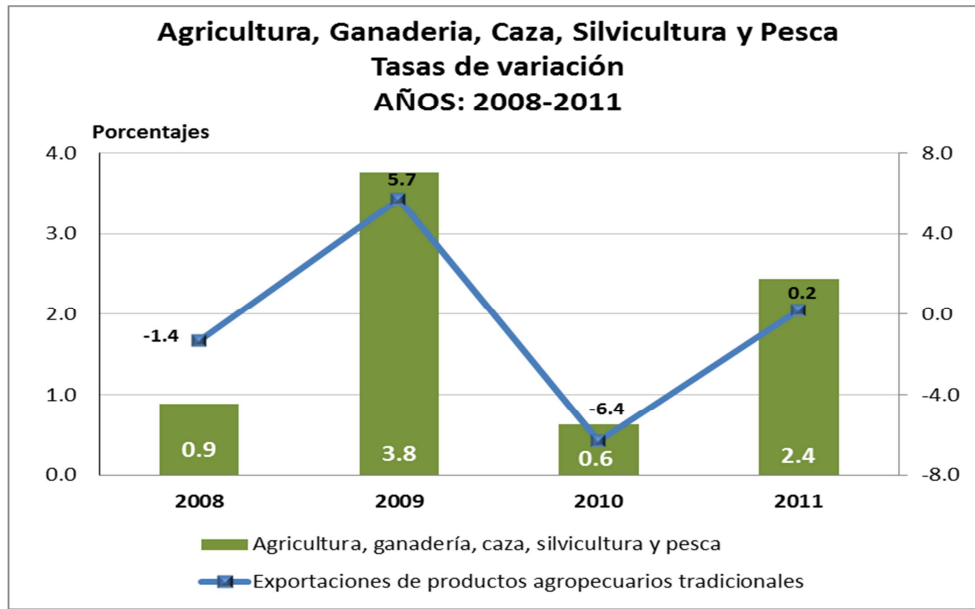
prendas de vestir, la desaceleración se explica por una menor demanda de estos productos en los Estados Unidos de América.

En otros productos manufacturados el dinamismo se asocia, principalmente, al crecimiento en las actividades de aserrado y productos de madera, de productos químicos, de productos de vidrio, de cerámica, de arcilla, de cemento, de artículos de hormigón y de otros minerales no metálicos, como resultado del incremento estimado de la demanda intermedia y externa de dichos productos, que a abril registran un crecimiento de 15.9% en sus exportaciones (10.3% al mismo período en 2010). De acuerdo con las principales fuentes de información, se tienen expectativas positivas en cuanto a la demanda de estos productos proveniente de Centroamérica, lo que ha incentivado el aumento de la capacidad instalada de algunas industrias.

La actividad de *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 11.9% en el PIB), crecería 3.9% (4.4% en 2010), en congruencia con el dinamismo que registrarían las importaciones de bienes y la producción industrial. No obstante, la referida tasa de crecimiento estaría siendo impulsada por la expansión prevista para 2011 por parte de cadenas dedicadas al comercio minorista.



Por su parte, la actividad de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.2% en el PIB), registraría una tasa de crecimiento de 2.4%, superior al 0.6% de 2010, dinamismo sustentado en la recuperación de las áreas de siembra que fueron afectadas por los fenómenos climáticos registrados en 2010, tanto en la producción de cultivos tradicionales (café, banano y cardamomo) como en los cultivos no tradicionales, principalmente de granos básicos, de hortalizas y de frutas; aunado a la mayor demanda externa y a los mejores precios internacionales de los principales productos agrícolas de exportación. No obstante, dichas expectativas dependen, en gran medida, de un comportamiento normal del régimen de lluvias durante la temporada de invierno en el país.



En el cuadro siguiente, se presentan las tasas de crecimiento de las distintas ramas de actividad económica proyectadas para 2011.

**PRODUCTO INTERNO BRUTO**  
**AÑOS: 2010 y 2011**  
**(Tasas de variación)**

CONCEPTO	Participación	2010 <sup>e/</sup>	2011 <sup>py/</sup>	
			Estimación en diciembre de 2010	Estimación en abril de 2011
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		<b>2.8</b>	<b>2.6 - 3.2</b>	<b>2.9 - 3.5</b>
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.2	0.6	1.9	2.4
Explotación de minas y canteras	0.7	-0.1	0.4	6.7
Industrias manufactureras	18.0	3.2	2.3	2.9
Suministro de electricidad y captación de agua	2.4	-0.4	1.1	1.1
Construcción	2.8	-11.9	-1.4	-1.4
Comercio al por mayor y al por menor	11.9	4.4	3.6	3.9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	2.4	2.9	2.1
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	4.3	3.1	3.6	3.8
Alquiler de vivienda	10.2	2.9	2.6	2.8
Servicios privados	16.2	3.6	3.9	4.0
Administración pública y defensa	7.6	9.2	2.7	3.4

<sup>e/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas

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

El análisis del comportamiento de las principales cuentas monetarias del balance del Banco Central, que se presenta a continuación, se basa en el programa monetario para 2011 contenido en la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011 y en la información observada al 31 de marzo de 2011.

**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2011**  
**FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2010 AL 31 DE MARZO 2011**  
 -Millones de quetzales-

CONCEPTO	PROGRAMADO	OBSERVADO	DIFERENCIA
<b>I. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS</b>	1,682	1,945	263
<b>US\$</b>	205	237	32
<b>II. ACTIVOS INTERNOS NETOS</b>	-2,382	-2,836	-454
<b>1. Posición con el Sector Público consolidada</b>	-2,588	-164	2,424
<b>1.1. Gobierno Central</b>	-2,132	-16	2,117
<b>1.2. Resto sector público</b>	-455	-148	307
<b>2. Posición con bancos y financieras</b>	-1,315	-884	431
<b>2.1. Crédito a bancos y financieras</b>	0	0	0
<b>2.2. Encaje remunerado y no remunerado</b>	-1,315	-884	431
<b>2.2.1. Encaje no remunerado</b>	-1,318	-868	449
<b>2.2.2. Encaje remunerado</b>	3	-15	-18
<b>3. Otros activos netos</b>	227	180	-47
<b>3.1. Gastos y productos</b>	189	232	43
<b>3.2. Activos netos no clasificados</b>	38	-52	-90
<b>4. Operaciones de estabilización monetaria</b>	1,294	-1,968	-3,262
<b>III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA</b>	-700	-891	-191
<b>OEM TOTALES (Sector Privado + Sector Público)</b>	838	-2,035	-2,873

**A. MONETIZACIÓN EXTERNA**

Al finalizar marzo, la monetización de las RMIN reflejó un aumento de Q1,945.0 millones (US\$237.2 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior y superó en Q262.6 millones (US\$32.0 millones) el nivel programado. Cabe indicar que el referido incremento de las RMIN se explica, principalmente, por la participación del Banco Central en el mercado cambiario mediante compras de divisas por US\$206.6 millones, por la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$116.1 millones y por el ingreso de regalías por explotación de petróleo por US\$32.6 millones. Dentro del programa monetario mencionado, a marzo de 2011 se había previsto un desembolso por US\$265.0 millones del Banco Centroamericano de



Integración Económica (BCIE) correspondiente al “Préstamo Multisectorial de Fortalecimiento Fiscal”, el cual no se realizó, dado que está pendiente de aprobación la contratación del mismo.

## **B. ACTIVOS INTERNOS NETOS**

### **1. Posición con el sector público**

De enero a marzo del presente año, el Gobierno Central incrementó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q15.9 millones, monto inferior en Q2,116.6 millones al previsto en el programa monetario para dicho período. Dicha diferencia se asocia, principalmente, a que no se recibieron los recursos provenientes de los desembolsos de préstamos externos previstos para el primer trimestre de 2011.

Por su parte, la posición del resto del sector público registró una desmonetización por Q148.4 millones, inferior en Q307.1 millones respecto de lo programado; este resultado se explica, fundamentalmente, por el menor incremento de los depósitos e inversiones por parte de las entidades públicas en el Banco de Guatemala, respecto de lo programado.

### **2. Posición con bancos y financieras**

La posición con bancos y financieras registró un flujo desmonetizante de Q883.7 millones, monto inferior en Q430.9 millones a lo programado para el primer trimestre de 2011, asociado, principalmente, al mayor dinamismo observado en el crédito bancario al sector privado respecto del previsto, lo cual se refleja en que la estimación econométrica de dicha variable para diciembre de 2011 pasó de 9.0% a 11.7%. Adicionalmente, los bancos del sistema destinaron más recursos de los previstos a la constitución de DP en el Banco Central.

### **3. Gastos y productos**

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala en el primer trimestre fue monetizante en Q232.0 millones, superior en Q43.0 millones a lo programado, asociado, principalmente, al menor rendimiento de las RMIN respecto de lo esperado.

### **4. Operaciones de estabilización monetaria**

El saldo total de las OEM registró un incremento de Q2,034.8 millones respecto del 31 de diciembre de 2010, mayor en Q2,873.2 millones a lo programado, lo cual se explica, principalmente, por el menor incremento observado en la posición tanto con el resto del sector público como con bancos y sociedades financieras y por el mayor incremento en el saldo de RMIN.