



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
A SEPTIEMBRE DE 2014**

CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA.....	2
RESUMEN EJECUTIVO.....	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL.....	9
A. COYUNTURA RECIENTE	9
1. Panorama general	9
2. Desempeño de las economías avanzadas.....	12
3. Desempeño de las economías emergentes	16
4. Mercados financieros internacionales	21
5. Precios internacionales de algunas materias primas	24
6. Inflación y política monetaria	30
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	34
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	38
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	38
B. SECTOR EXTERNO	39
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA.....	42
1. Evolución reciente de la inflación	42
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	46
3. Variables informativas de la política monetaria	49
D. FINANZAS PÚBLICAS	54
1. Ingresos	55
2. Gastos	55
3. Resultado fiscal y financiamiento	56
ANEXOS	
ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	59

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 17 de octubre de 2014.

ANEXO 2

LA BANCA CENTRAL EN LA ERA POST FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA	62
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2014

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

En Guatemala, desde 2005, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia se fundamenta en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), el cual consiste en una estrategia de política monetaria que tiene como característica el compromiso, por parte del Banco Central, con una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de la misma. En el caso de Guatemala, el EMEI incorpora el compromiso de la autoridad monetaria de utilizar las facultades que la ley le otorga para alcanzar la estabilidad en el nivel general de precios (entendida esta como una inflación baja y estable) y se hace operativa por medio de una meta de inflación cuantitativa y explícita, buscando que la inflación observada se ubique en torno a la misma.

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados de bienes, de servicios, de dinero y cambiario; que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia precisa y única sobre la evolución futura de la inflación. Lo anterior genera un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Es por ello que existe consenso a nivel internacional de que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento ordenado de la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

Con la aprobación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2005, se explicita por primera

vez el propósito de adoptar un esquema de metas explícitas de inflación. Bajo este esquema, la implementación de la política monetaria es consistente con la elección de la meta de inflación y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

Con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, a partir del 1 de junio de 2011 se definió como tasa de interés líder de política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*). Dicha tasa de interés, al plazo más corto, permite un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que estos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, al poner a su disposición facilidades permanentes de inyección (neutralización) de liquidez.

Como resultado del proceso de consolidación del EMEI, la Junta Monetaria determinó una meta de inflación de mediano plazo, a partir de 2013, de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual permitiría la efectiva materialización del proceso de convergencia de la inflación a dicha meta, mediante un anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto para 2014, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto y septiembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. En febrero, la Junta Monetaria decidió mantener dicha tasa en 5.00%. En marzo decidió reducirla a 4.75%. Posteriormente, la mantuvo en ese nivel en abril y mayo. En su reunión de junio, redujo nuevamente la tasa de interés líder de política monetaria en 25 puntos básicos, para ubicarla en 4.50% y decidió mantenerla en ese nivel en agosto y en septiembre. Dichas decisiones se basaron en el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, consideró que las proyecciones acerca del desempeño económico mundial siguen revelando que el proceso de recuperación económica continúa, principalmente en las economías avanzadas, aunque a un ritmo más moderado; mientras que en los países con economías emergentes y en desarrollo se observa cierta ralentización. En cuanto a las cotizaciones internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), estas han venido mostrando una tendencia a la baja, aunque menos acentuada en el caso del petróleo. En el ámbito interno, consideró que el desempeño de la actividad económica en 2014 continúa siendo consistente con la estimación anual de crecimiento del PIB (entre 3.3% y 3.9%), por encima del crecimiento potencial (3.5%), dinamismo reflejado en el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), el consumo privado, las remesas familiares y el comercio exterior. Asimismo, la Junta Monetaria ha tomado en consideración que el ritmo inflacionario total, los pronósticos y expectativas de inflación, para el horizonte de política monetaria relevante, se mantienen dentro del rango de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, durante el tercer trimestre del presente año, la economía mundial continuó con el proceso de recuperación, iniciado en la segunda mitad de 2013, aunque a un ritmo más moderado. Luego de cierta desaceleración a inicios del año, la actividad mundial se fortaleció, destacando el mejor desempeño de las economías avanzadas, debido a un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias aún expansivas y condiciones financieras favorables. Sin embargo, persiste la incertidumbre acerca de la manera en que se efectuaría el proceso de normalización de la política monetaria en los países avanzados, especialmente en los Estados Unidos de América y en el Reino Unido, en términos de la rapidez y de la magnitud de los incrementos futuros en sus tasas de interés de política monetaria. En cuanto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, las condiciones de crecimiento económico continúan siendo heterogéneas y los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a que el repunte previsto de la demanda externa y de la inversión aún no se ha materializado en varios países. Ante esta coyuntura, las proyecciones de crecimiento económico no son tan alentadoras y, como se indicó, persiste la incertidumbre acerca del impacto que tendría la normalización de la política monetaria de los países avanzados, dado que podría generarse un deterioro mayor en las condiciones financieras para este grupo de economías, especialmente en países con fundamentos macroeconómicos menos sólidos² (como Turquía, Ucrania, Lituania, Argentina y Brasil, entre otros).

² No hay consenso con relación a las variables o criterios que pueden ser utilizados para determinar si un país cuenta con fundamentos macroeconómicos sólidos. No obstante, en este informe de política, la clasificación está basada en el documento "The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets", que define las variables a utilizar y señala criterios específicos para cada variable. En efecto, los autores realizan dicha clasificación con base en tres criterios: 1) superávit en cuenta corriente; 2) reservas monetarias internacionales superiores al 20% del PIB, se consideran adecuadas; y 3) nivel de deuda pública menor a 34% del PIB. Si un país no cumple al menos con dos de los tres criterios, se considera con fundamentos macroeconómicos menos sólidos (Aizenman, Binici y Hutchison, 2014).

En ese contexto, de conformidad con proyecciones efectuadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI)³, el crecimiento económico mundial se ubicaría en 3.3% en 2014 y en 3.8% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.3% en 2014 y en 2015, en su orden; mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.4% en 2014 y 5.0% en 2015.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América se evidenció un mejor crecimiento en el segundo trimestre de 2014 (4.6%), respecto del primer trimestre (-2.1%). En dicho crecimiento, que es el más alto desde el cuarto trimestre de 2011, destacó la contribución positiva del gasto de consumo personal, de las exportaciones, de la inversión fija y del gasto de los gobiernos estatales y locales, así como el dinamismo de las importaciones; sustentado a su vez en mejores condiciones financieras, comportamiento positivo en el mercado accionario, reducción gradual de la tasa de desempleo, menor consolidación fiscal y tendencia al alza en los indicadores de confianza del consumidor. En ese entorno, se prevé que el producto interno bruto (PIB) registre un crecimiento de 2.2% en 2014 y de 3.1% en 2015.

En la Zona del Euro, si bien ha empezado a alejarse de la recesión, el ritmo de recuperación económica parece estarse debilitando y persiste la heterogeneidad entre los países del centro y los de la periferia. En el segundo trimestre, la actividad económica se moderó respecto de los últimos trimestres al crecer 0.1%, en virtud del menor dinamismo de los países del centro, principalmente de Alemania; mientras que en la mayoría de países de la periferia la recuperación ha sido más lenta y frágil, con excepción de España, que ha venido creciendo a un ritmo superior al previsto. En adición, persisten riesgos a la baja

³ Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre de 2014.

asociados a la incertidumbre sobre los procesos de reformas estructurales, así como al deterioro reciente en los indicadores de confianza del empresario y del consumidor y a los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania. El Banco Central Europeo (BCE), tomando en cuenta el débil dinamismo de crecimiento económico y el riesgo de deflación, decidió en septiembre de 2014 intensificar la postura expansiva de su política monetaria, mediante una reducción de 10 puntos básicos de su tasa de interés objetivo; situándola en 0.05%. Asimismo, decidió implementar medidas de estímulo cuantitativo (*quantitative easing*) mediante programas de compras de activos, que iniciaron en octubre y se extenderán al menos dos años, finalizando en junio de 2016. Bajo ese escenario, se espera que la recuperación transite de débil a moderada, por lo que se anticipa un crecimiento económico de 0.8% en 2014 y de 1.3% en 2015.

En Japón, la actividad económica registró en el segundo trimestre una tasa de crecimiento de -7.1% (6.0% en el primer trimestre), como resultado de una disminución en el consumo, asociado al incremento de tres puntos porcentuales en el impuesto sobre ventas a partir de abril. No obstante, se anticipa que la actividad económica mejore, aunque moderadamente, en la segunda parte del presente año, por lo que las expectativas de crecimiento de la economía japonesa son de 1.2% en 2014 y de 1.3% en 2015.

La evolución de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo continuó con un proceso moderado de recuperación, como resultado, principalmente, de cierta desaceleración en la República Popular China. De acuerdo con el FMI, este grupo de economías estarán registrando tasas de crecimiento menores, respecto de los niveles históricos, en un contexto de crecimiento heterogéneo entre países, previéndose mayor dinamismo económico en India, Malasia, México y Colombia, pero debilidad en Brasil, Chile y Rusia. En general, entre los factores que afectan el crecimiento de las economías con mercados

emergentes y países en desarrollo destacan, por un lado, el mayor dinamismo en la inversión y en la demanda externa y, por el otro, condiciones de financiamiento más restrictivas y una débil demanda interna. Se proyecta que el PIB crezca 4.4% en 2014 y 5.0% para 2015. En el caso de la República Popular China, luego de un crecimiento más débil de lo previsto en el primer trimestre de este año, se mantienen las perspectivas de un moderado crecimiento en 2014, atribuidas a las reformas estructurales que está implementando el gobierno chino, como la aceleración del gasto fiscal y la reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa, con el propósito de asegurar la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo. En ese contexto, se prevé que el crecimiento económico de dicho país se sitúe en 7.4% en 2014 y 7.1% para 2015.

Para América Latina y el Caribe, se anticipa un crecimiento de 1.3% para 2014 (2.7% en 2013) y de 2.2% para 2015. El menor crecimiento previsto respecto de 2013, se explicaría por una reducción en el precio de las materias primas que afectaría a los países que son exportadores netos. Sin embargo, la mejora prevista en la actividad de las economías avanzadas podría conllevar un aumento en la demanda externa. Cabe indicar que la actividad económica en algunos países importantes de América Latina registró un menor crecimiento respecto del previsto, debido principalmente a la moderación en la actividad económica de Brasil, que se contrajo en el primer semestre, asociado a la debilidad de la inversión y a la moderación del consumo, dado el deterioro de las condiciones financieras y la continua debilidad de la confianza de las empresas y de los consumidores. La actividad económica de Brasil representa alrededor de un tercio del PIB de la región. Por su parte, la desaceleración del crecimiento a comienzos de 2014 en México, estuvo asociada, principalmente, a la debilidad de la demanda externa y de la actividad del sector de la construcción. En Chile se evidenció desaceleración de la demanda interna y externa, caída en la confianza de los agentes

económicos, principalmente de los empresarios, lo que se ha traducido en menor inversión, ante la mayor incertidumbre sobre el desempeño económico mundial; mientras que Perú ha observado un menor dinamismo de la inversión y de las exportaciones. En Argentina, la actividad económica se encuentra en fase de recesión, debido, en parte, a los problemas de deuda soberana y al limitado margen de acción, lo cual es reflejo de los persistentes desequilibrios macroeconómicos.

En Centroamérica, los indicadores de actividad económica de corto plazo (como el Índice Mensual de la Actividad Económica y el comercio exterior) apuntan a que el crecimiento económico de la región podría ser ligeramente menor que el del año previo (3.1%, respecto de 3.2% en 2013). Aun así, las perspectivas para la región siguen siendo positivas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, situación que favorecería el crecimiento del PIB al brindar un impulso adicional reflejado, entre otros factores, en un mayor nivel de exportaciones y de remesas familiares. Asimismo, se estima que el canal financiero de la normalización de su política monetaria no tendría un efecto relevante en las economías de la región, debido al menor grado de integración a los mercados financieros internacionales.

Los principales índices accionarios a nivel mundial, en términos generales, continuaron con su tendencia positiva, en virtud de los altos niveles de liquidez y de una menor incertidumbre fiscal y monetaria, así como de los mejores rendimientos del mercado accionario y de las disminuciones en las tasas de interés de largo plazo, especialmente de los bonos del tesoro estadounidense. Para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, dichos índices han mejorado significativamente desde el segundo semestre de 2013, lo que se atribuye, fundamentalmente, a la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de Alemania, ante la expectativa de que los bancos centrales de los Estados Unidos de América, de Japón y

de la Zona del Euro, mantengan sus tasas de política monetaria en niveles bajos.

Durante el tercer trimestre de 2014, los precios de las materias primas, en términos generales, registraron una tendencia a la baja, contrario a lo observado durante el primer semestre del año, principalmente en los productos energéticos y agrícolas, atribuida, por el lado de la oferta, a mejores perspectivas en la producción mundial y, por el lado de la demanda, debido a una desaceleración de esta por parte de algunas economías con mercados emergentes. Sin embargo, los riesgos al alza siguen asociados a la posibilidad de que se suspenda el suministro de petróleo ante el riesgo de una intensificación de los problemas geopolíticos en Oriente Medio y en la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania), así como al incremento en la demanda por parte de algunas economías emergentes. En el caso del maíz amarillo y del trigo, las perspectivas de mayor producción, la reducción de la demanda por parte de algunas economías emergentes y los altos inventarios, podrían mantener la tendencia a la baja en los precios internacionales de dichos cereales. No obstante, factores climáticos adversos y la posibilidad de interrupción de los suministros provenientes de la región del Mar Negro, podrían revertir dicha tendencia.

El ritmo inflacionario de las economías avanzadas continúa en niveles bajos y estables, excepto en Japón, que registró un alza importante a agosto (3.30%), que se explica, en buena medida, por la implementación del programa de flexibilización monetaria, así como por el aumento del impuesto sobre las ventas (de 5.0% a 8.0%) y en la Zona del Euro que mantiene una inflación baja (0.37% a agosto), con riesgos de deflación, debido, en parte, al débil crecimiento económico. En los Estados Unidos de América, la inflación en agosto (1.70%) se mantuvo debajo del objetivo de largo plazo establecido por la Reserva Federal (FED), lo que ha permitido, entre otros factores, el mantenimiento de condiciones monetarias altamente acomodaticias. En las economías

emergentes y países en desarrollo, la inflación ha registrado una tendencia al alza en la mayoría de estos países y en algunos casos, se ha ubicado por arriba del límite superior de la meta de inflación.

En América Latina, la inflación mantiene la tendencia al alza iniciada hace varios meses, en donde los rubros que más han incidido en el comportamiento de los precios han sido los alimentos y la energía. En Perú, se han registrado incrementos en los precios de alimentos y bebidas, el rubro con mayor ponderación; en Brasil, el comportamiento de la inflación se asocia al aumento en las tarifas de energía eléctrica, las cuales se espera que continúen en los próximos meses. En México, la inflación continúa observando una aceleración, especialmente por el incremento en el precio de los alimentos; en Chile, a pesar de la desaceleración de la actividad económica, persiste el aumento, principalmente, en los precios de los alimentos y transporte, así como del efecto de la depreciación del peso chileno, desde principios de 2013; mientras que en Colombia, el comportamiento de la inflación se explica por el repunte en los precios de los alimentos, al revertirse las condiciones favorables que llevaron los precios a niveles inusualmente bajos en 2013.

Similar situación se observa en los países de Centroamérica y República Dominicana, en donde la inflación también ha registrado alzas que, en buena medida, se explican por el aumento de la inflación de alimentos.

El comportamiento de la inflación ha provocado diferentes tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias. Por una parte, Brasil y Colombia decidieron incrementar el nivel de sus tasas de interés de política monetaria (hasta ubicarlas en 11.00% y 4.50%, respectivamente). En el caso de Brasil, debido a las presiones internas de precios y, posiblemente, como una medida preventiva para aminorar los efectos que se deriven de la normalización de la política monetaria estadounidense y, en el caso de Colombia, como resultado de que la demanda agregada se ha

fortalecido, en un contexto en el que se ha reducido la tasa de desempleo, previéndose que la actividad económica continúe creciendo cerca de su nivel potencial. Por otra parte, México, Perú y Chile decidieron bajar su tasa de interés de política monetaria para ubicarla en niveles de 3.50%, 3.25% y 3.00%, en su orden. En el caso de México, debido al menor ritmo de crecimiento de la actividad económica que se registró en el último trimestre de 2013 y que persistió durante el primer trimestre de este año, asociado al débil desempeño de los componentes del gasto interno, como el consumo y la inversión privada. En Perú, debido a que los indicadores de la actividad económica continúan mostrando un crecimiento más débil de lo esperado y a la moderación de los factores de oferta que incidieron en el aumento de la inflación; y en Chile, dado que la evolución de la demanda interna y el empleo siguen reflejando un menor dinamismo en la actividad económica.

En el ámbito interno, en el segundo trimestre de 2014, el PIB registró una tasa de crecimiento de 4.3%, sustentado, por el lado del origen de la producción, en incrementos en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el dinamismo registrado en el gasto de consumo privado y en la formación bruta de capital fijo, así como en las exportaciones de bienes y servicios. El crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre fue mayor al registrado en el primero (3.5%), lo que continúa siendo consistente con la estimación anual del Banco Central, de un crecimiento del PIB de entre 3.3% y 3.9%. Además, el comportamiento de los indicadores de corto plazo es congruente con dicha previsión de crecimiento anual, la cual se estaría acercando al límite superior de dicho rango y representa una tasa superior al crecimiento potencial (3.5%). En efecto, a agosto el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró un crecimiento de 4.6%, como resultado de la incidencia positiva de los sectores de explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y

actividades auxiliares; industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; y servicios privados; que en conjunto representan aproximadamente el 75.0% de dicho crecimiento.

A agosto de 2014, el comercio exterior de Guatemala mostró un mayor dinamismo respecto a similar período de 2013, congruente con la recuperación del volumen de comercio mundial prevista para 2014 (3.8%, según el FMI) y de la actividad económica de los principales socios comerciales. En efecto, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró un crecimiento de 5.7%; asociado al incremento en el volumen exportado (16.3%) dada la mayor demanda externa, moderado parcialmente por un descenso en el precio medio de las mismas (9.0%). Entre los principales productos exportados destacan, en su orden, el plomo; la energía eléctrica; el níquel; y el banano.

Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 3.7% y estuvo determinado, principalmente, por el incremento de 11.1% en el volumen; mientras que el precio medio de las importaciones se redujo 6.5%. En dicho resultado, incidió, en mayor medida, el aumento en las importaciones de combustibles y lubricantes, materiales de construcción, bienes de consumo y bienes de capital, crecimiento que fue contrarrestado, en parte, por menores importaciones de materias primas y productos intermedios.

Al 30 de septiembre de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$4,149.3 millones, superior en US\$348.0 millones (9.2%) respecto del monto registrado en igual período de 2013. Dicho resultado se asocia, principalmente, a la recuperación de la actividad económica y a la reducción de la tasa de desempleo en los Estados Unidos de América, principal socio comercial del país. A esa misma fecha, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$7,149.2 millones, equivalente a un financiamiento de 4.7 meses de importación de bienes,

lo que, de acuerdo con estándares internacionales, sigue evidenciando la sólida posición externa del país.

Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, este ha mantenido, la mayor parte del año, un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando, al 10 de octubre de 2014, una apreciación de 2.37% respecto del 31 de diciembre de 2013 y de 3.95% en términos interanuales. Cabe mencionar que se registró un episodio inusual de apreciación en agosto y septiembre, vinculado, en buena medida, a un mayor ingreso de divisas por remesas familiares.

Con relación a los precios internos, a septiembre de 2014, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 3.45%, por debajo del valor puntual, pero dentro del margen de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento a la baja en el ritmo inflacionario observado desde noviembre de 2013 se revirtió a partir de julio de 2014, debido a la tendencia al alza en el precio de los alimentos. Asimismo, en agosto, los efectos de una canícula más prolongada de lo normal, entre otros factores, afectaron el comportamiento de algunos rubros de alimentos, como el maíz blanco e indirectamente los productos de tortillería. Sin embargo, en septiembre se observó una menor variación intermensual de la inflación asociada a menores precios de algunos productos derivados del petróleo. El ritmo inflacionario subyacente ha empezado a mostrar una tendencia al alza, ubicándose en septiembre de 2014, en 2.07%, inferior en 1.38 puntos porcentuales respecto a la inflación total (3.45%). Dicho resultado podría estar confirmando la reversión de los factores transitorios que habían venido impactando la inflación total a la baja durante el primer semestre del año. Los pronósticos a la fecha, anticipan que la inflación estaría ubicándose dentro de la meta tanto para 2014 como para 2015. Congruente con ese

comportamiento, las expectativas de inflación de los agentes económicos han venido moderándose, lo cual implica un anclaje más eficiente de las expectativas en el corto plazo; no obstante, para 2015 las expectativas continúan por arriba del valor puntual, por lo que las medidas de política monetaria deben estar orientadas a fortalecer aún más el anclaje de dichas expectativas.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo, estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria, mientras que la tasa de interés activa del sistema bancario continuó estable, lo que permitió el financiamiento normal de la actividad productiva, mediante fuentes internas.

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, han exhibido un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo. Al 2 de octubre, el crecimiento interanual de la emisión monetaria fue de 7.8%, el de los medios de pago totales de 8.9% y el del crédito bancario al sector privado de 8.2%. Es importante mencionar que el crédito bancario, aun cuando a lo largo del año viene registrando tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7.0%) y su peso relativo en relación al PIB ha venido creciendo, la tasa interanual se ha desacelerado por el hecho de que una parte del sector corporativo del país, dadas las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales y bajas tasas de interés, optó por utilizar fuentes de financiamiento externas en lugar de crédito bancario interno. Asimismo, el efecto de valoración por tipo de cambio nominal también ha profundizado la percepción de una desaceleración en el crédito en moneda extranjera; dado que en agosto y septiembre se observó un tipo de cambio menor al registrado en fechas equivalentes en 2013.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, a septiembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 6.2% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales aumentaron

6.8%, como resultado, se registró un déficit fiscal de Q4,864.6 millones (1.1% del PIB). En mayo, el gobierno central concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por un monto de Q8,335.2 millones. De dicho monto, el 80.5% fue colocado en moneda nacional (Q6,708.2 millones), a plazos de 7, 10, 12 y 15 años; mientras que el restante 19.5% (equivalente a Q1,627.0 millones) fue colocado en moneda extranjera (aproximadamente US\$210.1 millones) a 7 años plazo, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 4.88%. El Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria, la colocación de Bonos del Tesoro por Q4,000.0 millones pendiente de aprobación por parte del Congreso de la República y la ejecución de gastos, estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse en alrededor de 2.1%, igual al registrado en 2013, previéndose una variación interanual para los ingresos tributarios de 4.4% y para los gastos totales de 4.6%.

En síntesis, en el entorno externo, las perspectivas de recuperación de la actividad económica mundial, en particular en las economías avanzadas, se mantienen. No obstante, las expectativas de una ralentización en el grupo de economías con mercados emergentes y países en desarrollo, continúan. Por su parte, el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas, que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo), continúan reflejando una tendencia a la baja.

A lo interno, el desempeño de la actividad económica en 2014 continúa siendo consistente con la estimación anual de crecimiento del PIB (3.3% - 3.9%), lo que se refleja en el dinamismo de algunos indicadores de corto plazo como el IMAE, el volumen de comercio exterior y las remesas familiares, lo cual ha contribuido también a que el ritmo inflacionario total se mantenga dentro de la meta de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

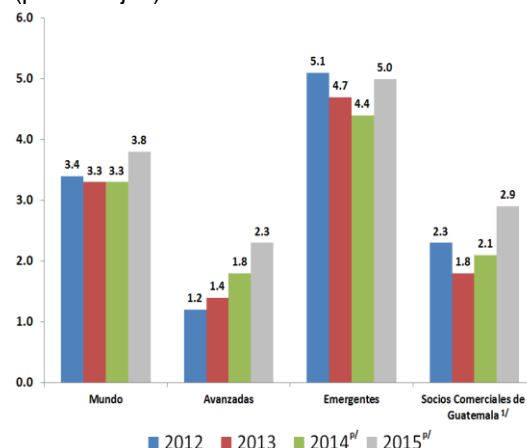
Al tercer trimestre de 2014, la economía mundial continuó el proceso de recuperación, iniciado en la segunda mitad de 2013, aunque a un ritmo más moderado. Luego de cierta desaceleración a inicio de año, la actividad mundial se fortaleció en el segundo trimestre, destacando el mejor desempeño de las economías avanzadas que se sustenta en un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias aún expansivas y condiciones financieras internacionales favorables. Sin embargo, persiste la incertidumbre acerca del proceso de normalización de la política monetaria en los países avanzados, especialmente en los Estados Unidos de América y en el Reino Unido, en términos de la rapidez y de la magnitud de los incrementos futuros en la tasa de interés de política monetaria.

En cuanto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, las condiciones de crecimiento económico continúan siendo heterogéneas y los riesgos siguen sesgados a la baja, resultado de debilidades estructurales internas, pero también debido a que el repunte de la demanda externa y de la inversión aún no se ha materializado en varios países. Así, las proyecciones de crecimiento económico no son tan alentadoras y persiste la incertidumbre acerca del impacto que tendría la normalización de la política monetaria en los países avanzados, dado que podría generarse un deterioro mayor en las condiciones financieras mundiales, en especial en aquellos países con fundamentos macroeconómicos menos sólidos (como Turquía, Ucrania, Lituania, Argentina, Brasil y Chile, entre otros).

En ese contexto, de conformidad con proyecciones efectuadas por varios entes internacionales (FMI, Consensus Forecasts y la Unidad de Inteligencia de The Economist), el crecimiento económico mundial se ubicaría en 3.3% en 2014 y en 3.8% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.3% en 2014 y en 2015, en su orden; mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.4% en 2014 y 5.0% en 2015.

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



^{p/} Proyectado.

^{1/} Incluye: Estados Unidos de América, México, Zona del Euro, El Salvador y Honduras, que en conjunto representan alrededor de 65% del total del comercio exterior de Guatemala.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América la actividad repuntó, por arriba de lo esperado, en el segundo trimestre (4.6%), una vez superado el impacto adverso de un invierno más fuerte de lo normal y la reducción de las existencias que afectó la actividad económica en el primer trimestre del año (-2.1%). En dicho crecimiento, que es el más alto desde el cuarto trimestre de 2011, destacó el dinamismo de la inversión y del consumo personal, menores restricciones en las condiciones financieras, la recuperación del mercado laboral, el comportamiento positivo en el mercado accionario y la tendencia al alza en el indicador de confianza del consumidor, reflejado en el crecimiento del ingreso personal y del gasto de las familias.

En la Zona del Euro el desempeño de la actividad económica sigue débil y heterogéneo entre los países del centro y de la periferia. En el segundo trimestre, la actividad económica de la Zona del Euro se moderó respecto de los últimos trimestres, explicado en gran parte, por el menor dinamismo de los países del centro, principalmente de Alemania, la cuarta economía más grande del mundo, altamente competitiva y bien integrada a los mercados reales y financieros; mientras que en la mayoría de países de la periferia la recuperación ha sido más lenta y frágil, con excepción de España, que continúa a un ritmo de crecimiento superior al previsto, en virtud del mejor desempeño de su demanda externa y condiciones financieras internas más favorables. Adicionalmente, persisten riesgos a la baja asociados a la incertidumbre sobre los procesos de reformas estructurales, que aún son necesarios en algunos de los países miembros, así como al deterioro reciente en los indicadores de confianza del empresario y del consumidor debido, entre otros factores, al débil resultado de la actividad económica en el segundo trimestre del año y a los efectos de los conflictos geopolíticos existentes (Rusia y Ucrania, Israel y Franja de Gaza e Irak). Recientemente, el Banco Central Europeo, tomando en cuenta el débil dinamismo en la

actividad económica y el riesgo de deflación, decidió intensificar la postura expansiva de su política monetaria mediante la reducción de su tasa de interés objetivo a su nivel histórico más bajo (0.05%). Asimismo, el BCE decidió la implementación de medidas de estímulo cuantitativo (*quantitative easing*) mediante programas de compras de valores, que iniciarán en octubre y se extenderá, al menos dos años y se prevé que finalicen en junio de 2016.

En cuanto a Japón, la actividad económica registró en el segundo trimestre una tasa de crecimiento de -7.1% (6.0% en el primer trimestre), lo que implicaría que el crecimiento del PIB anual registre una leve moderación, al pasar de 1.5% en 2013 a 1.2% en 2014 y a 1.3% en 2015. Durante el primer trimestre, la actividad económica registró un comportamiento positivo, debido al incremento en la demanda interna, principalmente en el consumo privado, en respuesta anticipada al aumento de tres puntos porcentuales en el impuesto sobre ventas; sin embargo, en el segundo trimestre se observó una disminución en el consumo, asociado a la vigencia a partir de abril del incremento del mencionado impuesto. No obstante, se anticipa que los niveles de crecimiento mejoren, aunque moderadamente, en la segunda parte del presente año, en un entorno en el que la política monetaria seguiría siendo ampliamente expansiva.

En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, las condiciones de crecimiento económico continuaron siendo heterogéneas y los riesgos siguen sesgados a la baja, en un contexto en que persiste la incertidumbre sobre el impacto que tendría el retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas (principalmente los Estados Unidos de América y el Reino Unido), dado que podría anticiparse un deterioro en las condiciones financieras mundiales. Entre los factores que afectan el crecimiento de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, destacan, por un lado, el mayor dinamismo en la inversión y en la demanda externa y, por el otro, condiciones de financiamiento más restrictivas y una

débil demanda interna. En el caso de la República Popular China, luego de un crecimiento más débil de lo previsto en el primer trimestre de este año, se mantienen las perspectivas de un moderado crecimiento en 2014, atribuidas a la mejora registrada en la demanda externa y a que se ha detenido la apreciación del yuan, favoreciendo el crecimiento de las exportaciones, así como a las reformas estructurales que está implementando el gobierno chino, como la aceleración del gasto fiscal y la reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa, con el propósito de asegurar la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo. Los análisis del Fondo Monetario Internacional (FMI) sugieren que la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” de la economía china sigue siendo muy baja, aunque continúa latente.

Los principales índices accionarios a nivel mundial continuaron con su tendencia positiva, comportamiento que ha sido favorecido por los altos niveles de liquidez y por una menor incertidumbre fiscal y monetaria. No obstante que en agosto los factores geopolíticos influenciaron de nuevo los mercados financieros internacionales, en términos generales, continúan con un desempeño favorable, asociado a mejores rendimientos del mercado accionario y a las disminuciones en las tasas de interés de largo plazo, especialmente de los bonos del tesoro estadounidenses. En los Estados Unidos de América los índices accionarios han registrado niveles históricos ante resultados corporativos favorables y una menor incertidumbre fiscal, lo cual ha repercutido positivamente en otras economías avanzadas y en algunas economías con mercados emergentes y países en desarrollo.

Las condiciones financieras para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo han mejorado significativamente desde el segundo semestre de 2013, lo que se atribuye en buena parte a la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de Alemania, ante la expectativa de que los bancos centrales de los Estados Unidos de América, Japón y la Zona del Euro, mantengan sus tasas de política de

mediano y largo plazos en niveles bajos por un período prolongado, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, ante la posibilidad de que una inflación muy baja genere expectativas de deflación.

Con relación a los precios internacionales de las principales materias primas que afectan a la inflación en Guatemala, en general, durante el tercer trimestre del presente año se observó una reducción en el precio ante una débil demanda que responde a la desaceleración económica en Europa y la República Popular China, así como por amplios suministros a nivel mundial de crudo. Sin embargo, los riesgos al alza siguen asociados a la posibilidad de que se suspenda el suministro de petróleo ante la intensificación de los problemas geopolíticos, así como al incremento en la demanda por parte de algunas economías emergentes. En el caso del maíz amarillo y el trigo, las perspectivas de mayor producción en el hemisferio norte, la reducción de la demanda por parte de algunas economías con mercados emergentes y los altos inventarios, podrían mantener la tendencia a la baja en los precios internacionales de dichos cereales. Sin embargo, factores climáticos adversos y la posibilidad de interrupción de los suministros provenientes de la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania), podrían revertir la tendencia a la baja en los precios de dichas materias primas.

Al tercer trimestre de 2014, el ritmo inflacionario de las economías avanzadas continúa en niveles bajos y estables, excepto en Japón, que registró un alza importante a agosto (3.30%) que se explica, en buena medida, por la implementación del programa de flexibilización monetaria, así como por el aumento del impuesto sobre las ventas (de 5.0% a 8.0%) y la Zona del Euro que mantiene una inflación baja (0.37% a agosto), debido, en parte, al débil crecimiento económico. En los Estados Unidos de América, la inflación a agosto (1.70%) se mantuvo alrededor del objetivo de largo plazo establecido por la Reserva Federal (FED), lo que ha permitido el mantenimiento de

condiciones monetarias acomodaticias. En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la inflación, en términos generales, mantuvo una tendencia al alza. Igual situación se observa en América Latina, en donde las inflaciones de las principales economías que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) continúan con la tendencia al alza iniciada hace varios meses; no obstante, se espera que estas converjan a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2014. En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de este último, la inflación en la mayoría de países mantiene la tendencia al alza, asociada, en buena medida, al incremento en la inflación de alimentos.

2. Desempeño de las economías avanzadas

El crecimiento de la actividad económica en los Estados Unidos de América durante el segundo trimestre de 2014 (4.6%), fue mejor respecto de lo previsto por el mercado y de lo observado en el primer trimestre del año, cuando se registró una contracción en el ritmo de la actividad económica (2.1%), debido, básicamente, a condiciones climáticas adversas y a la reducción de los inventarios privados, así como a una importante reducción de sus exportaciones.

Cabe mencionar que el crecimiento de 4.6% registrado en el segundo trimestre del año, es el más alto desde el cuarto trimestre de 2011, resultado en el que destacó la positiva contribución del gasto de consumo personal, de las exportaciones, de la inversión fija residencial y no residencial y del gasto de los gobiernos estatales y locales, así como el dinamismo de las importaciones. Ese mejor desempeño económico también fue sustentado por mejores condiciones financieras, comportamiento positivo en el mercado accionario, reducción gradual de la tasa de desempleo, menor consolidación fiscal y tendencia al alza en el indicador de confianza del consumidor, que como se indicó, se refleja en el gasto de las familias, dado el crecimiento del ingreso personal.

Considerando la evolución de la actividad económica estadounidense, la Reserva Federal (FED) acordó iniciar, a partir de enero de 2014, la reducción gradual de los estímulos monetarios (proceso conocido como *tapering*), con la disminución por US\$10.0 millardos en las compras mensuales, tanto de títulos respaldados por hipotecas como de bonos del tesoro (de US\$85.0 millardos a US\$75.0 millardos). En sus reuniones de marzo, abril, junio, julio y septiembre, se disminuyeron las referidas compras en US\$10.0 millardos en cada reunión, por lo que las compras mensuales de estos títulos actualmente ascienden a US\$15.0 millardos. Asimismo, la FED en su última reunión (septiembre de 2014) decidió mantener la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0.00% y 0.25%. Hasta marzo, la FED aplicó una orientación basada en un criterio cuantitativo en el sentido de que cuando la tasa de desempleo alcance un nivel inferior a 6.50%⁴, empezaría el proceso de alzas en la tasa de interés objetivo. No obstante, por considerar que la debilidad del mercado laboral puede ser mayor a la que sugiere la tasa actual de desempleo, amplió dicha orientación (*forward guidance*)⁵, según la cual el ajuste al alza en la tasa de interés objetivo se realizaría cuando las condiciones económicas fueran consistentes con una situación de pleno empleo e inflación en torno a 2.0%. No obstante, la Presidenta de la FED, Yanet Yellen, ha indicado que, aunque los niveles de empleo e inflación estén cerca del objetivo dual, las condiciones económicas sugieren la necesidad de que la tasa de

⁴ La tasa de desempleo ha venido registrando una disminución gradual y progresiva, situándose actualmente en el nivel más bajo (5.9%) desde julio de 2008.

⁵ La FED, tomando en cuenta la particular importancia que tiene la comunicación de los bancos centrales en la coyuntura actual, utiliza la estrategia de *forward guidance* para proveer información a los agentes económicos sobre la postura de su política monetaria en el futuro cercano, en particular sobre las condiciones que deben prevalecer para mantener su tasa de interés en niveles excepcionalmente bajos. Ello, según la FED permitiría rebajar la presión sobre las tasas de interés de largo plazo y facilitar el mantenimiento de un bajo costo en el financiamiento de las actividades de los hogares y de las empresas.

interés objetivo permanezca baja por algún tiempo más⁶.

Aunque pareciera que hay coincidencia entre expertos internacionales en cuanto al momento en que iniciarían los incrementos de la tasa de interés objetivo de fondos federales, a mediados de 2015, el mercado ha venido anticipando incrementos de magnitud superior a los que previó el año pasado, incluso en meses recientes; por tanto, una normalización de la política monetaria más rápida respecto de lo previsto podría generar una alta volatilidad financiera internacional, incrementos superiores a los esperados en las tasas de interés de largo plazo, salidas de capitales en países emergentes y en desarrollo (*flight to quality*) y, por ende, depreciaciones cambiarias relevantes.

⁶ Algunos analistas indican que con el *Quantitative Easing* la FED acumuló un monto significativo de reservas bancarias (alrededor de US\$3,000 millardos), lo que desvinculó la tasa de interés objetivo del mercado. Lo anterior implica que para que la referida tasa afecte efectivamente las condiciones monetarias, la FED debería drenar las reservas bancarias, lo cual no es una tarea fácil. Una opción es afectar dichas condiciones estableciendo un objetivo sobre tasas de interés que actualmente están más asociadas al mercado, por ejemplo, la tasa de interés para las operaciones de reporto inversas (*reverse repo operations*) o la tasa de interés pagada sobre el exceso de reservas. La consecuencia de lo anterior sería que los aumentos en la tasa de interés objetivo de fondos federales serían lentos y de poca magnitud. No obstante, en el mercado de futuros, la expectativa de tasa de interés de fondos federales ha venido incrementándose, lo que podría ser indicativo de que, como se indicó, el mercado espera un ajuste relativamente rápido en la referida tasa de interés.

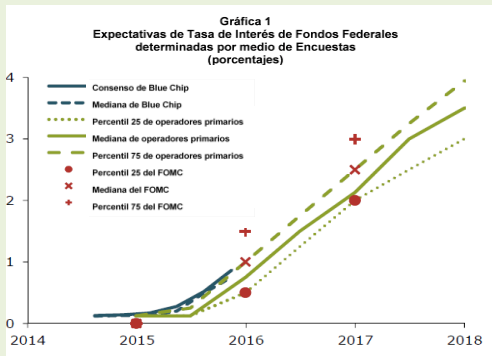
RECUADRO 1

EVALUANDO LAS EXPECTATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

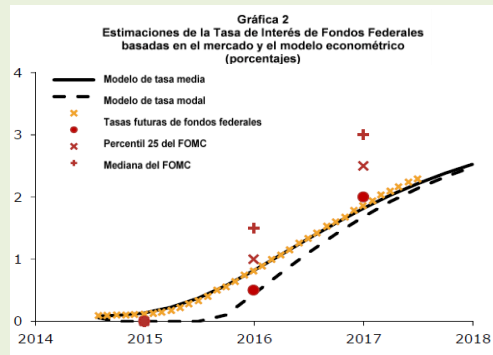
La volatilidad registrada recientemente en los mercados financieros podría ser reflejo de la incertidumbre de los agentes económicos sobre la evolución futura de las tasas de interés. Ciertamente, es importante recordar que los precios de los activos financieros son sensibles a cambios inesperados en las tasas de interés, debido a que sus valores actuales se determinan mediante el descuento de flujos de caja futuros.

En este contexto, es relevante evaluar si las expectativas del sector privado sobre los niveles futuros de la tasa de interés de fondos federales en los Estados Unidos de América se encuentran alineadas a los pronósticos de la autoridad monetaria, considerando que el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FOMC, por sus siglas en inglés) incluye, como parte de sus proyecciones económicas trimestrales, los pronósticos de sus integrantes sobre el comportamiento de dicha tasa. Dicha evaluación fue realizada recientemente por el Banco de la Reserva Federal de San Francisco, comparando los pronósticos de los integrantes del FOMC de junio de 2014 con las expectativas de los agentes económicos determinadas por: i) la encuesta Blue Chip, dirigida a 50 analistas económicos (efectuada en agosto de 2014) y la encuesta del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, realizada en julio de 2014, dirigida a 22 operadores primarios (*primary dealers*); ii) los precios en el mercado de futuros; y iii) las estimaciones de un modelo econométrico-financiero.

Los resultados revelan que la mediana de la tasa de fondos federales esperada para el cuarto trimestre de 2015 por los analistas económicos encuestados por Blue Chip (0.8%), es consistente con la de los pronósticos del FOMC (1.0%). Dichos resultados permiten inferir que los operadores primarios esperarían que el primer incremento en la tasa de fondos federales ocurra en el tercer trimestre de 2015 y que, la mediana de esos pronósticos, para finales de 2015 y de 2016, se ubique en 0.75% y 2.13%, en su orden; ambos valores por debajo de la mediana de los pronósticos del FOMC (1.0% y 2.5%, respectivamente). En adición, los niveles de incertidumbre establecidos mediante la distancia entre los percentiles 25 y 75, revelan que los operadores primarios tienen mayor certeza en cuanto al comportamiento futuro de la política monetaria, ya que la dispersión entre los operadores primarios es menor que la de las proyecciones del FOMC (gráfica 1).



Al analizar las expectativas generadas, con base en los contratos realizados el 30 de julio de 2014, donde se establecieron tasas de fondos federales a futuro, se determinó que la tasa de fondos federales para finales de 2015 se ubicaría entre los percentiles 25 y 50 de las proyecciones del FOMC; mientras que para finales de 2016 se ubicaría por debajo del percentil 25 de dichas proyecciones (gráfica 2). Vale indicar que cuando la tasa de fondos federales se ubica considerablemente por arriba de cero, la distribución de las posibles tasas es simétrica alrededor de la media, donde el pronóstico medio es igual al pronóstico de la moda, que es la previsión del evento más probable. Sin embargo, cuando la tasa de fondos federales es cercana a cero, sin ser negativa, la distribución es asimétrica, lo que implica que el pronóstico de la moda será inferior a la previsión media. Considerando que la tasa de fondos federales actualmente es cercana a cero, el pronóstico de la moda de la tasa de fondos federales se encuentra por debajo del pronóstico medio.



Debido a que dicha expectativa no es observable, la FED de San Francisco estima esta mediante el modelo de estructura de tasas de interés de Christensen y Rudebusch, donde se asume que el límite inferior de la tasa de fondos federales es cero. Para ello, se utilizó una muestra de 16 tasas de interés de *swaps* diarios, calibrada con vencimientos entre un mes y 10 años. En la gráfica 2 se aprecia que la trayectoria del modelo de tasa media coincide con las estimaciones basadas en el mercado de futuros; mientras que, la trayectoria de la tasa modal se ubica por debajo de la tasa media estimada por el modelo y del percentil 25 de las proyecciones del FOMC, tanto para finales de 2015 como para 2016. Según los resultados del modelo, la probabilidad de que la tasa de fondos federales se ubique por arriba de la proyección mediana del FOMC (1.0%) para finales de 2015 es de 31.0%; mientras que la probabilidad de alcance al menos 2.5% para finales de 2016 es 27.0%. Por tanto, el análisis basado en el modelo confirma que los participantes del mercado consideran que la trayectoria de la tasa de interés será menor que la estimada por el FOMC y que el incremento en la tasa de fondos federales será posterior a la estimada por la FED. En resumen, los agentes económicos esperan una política monetaria más acomodaticia que la anticipada por los participantes del FOMC y los operadores del mercado tienen un poco más certeza en cuanto a los valores futuros de la tasa de interés de fondos federales.

Fuente: Christensen, Jens H.E. y Kwan, Simon. "Assessing Expectations of Monetary Policy". Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter. Septiembre de 2014.

En materia fiscal, la incertidumbre continúa baja, ante los consensos políticos alcanzados a finales de 2013, que lograron sancionar el proyecto de presupuesto federal para 2014, lo que además reduce el ajuste para el presente ejercicio fiscal, aunado a ello en febrero de este año se logró la aprobación de la Ley de Extensión Temporal del Techo de la Deuda (S.540), por medio de la cual se suspendió temporalmente el límite al referido techo hasta el 15 de marzo de 2015. El FMI, en su informe de octubre sobre las perspectivas económicas mundiales, destaca que una política monetaria acomodaticia y condiciones financieras favorables reducen considerablemente la restricción fiscal, fortalece el patrimonio de los hogares y mejora las condiciones en el mercado inmobiliario.

En la Zona del Euro, aunque esta se aleja de la recesión, el ritmo de recuperación económica parece haberse debilitado y ha continuado la heterogeneidad de la misma entre los países miembros. Aún bajo ese escenario, se espera que la recuperación transite de débil a moderada, apoyada por menores presiones sobre el proceso de consolidación fiscal y los avances en la unión bancaria, por una política monetaria acomodaticia y un ambiente de mejora de las condiciones de financiamiento, así como por el fortalecimiento gradual de la demanda externa, por lo que se estima un crecimiento económico de 0.8% en 2014 (-0.4% en 2013) y de 1.3% en 2015. Vale mencionar que persisten los riesgos a la baja asociados a la incertidumbre sobre los procesos de reformas estructurales, que aún son necesarios en algunos de los países miembros, así como al deterioro reciente en los indicadores de confianza económica y del consumidor debido, entre otros factores, al débil resultado de la actividad económica en el segundo trimestre del año y al conflicto existente entre Rusia y Ucrania. En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE), tomando en cuenta la pérdida de dinamismo en el ritmo de crecimiento económico y el riesgo de deflación, decidió en septiembre intensificar la postura expansiva de su

política monetaria, mediante la reducción de 10 puntos básicos de su tasa de interés objetivo (con lo que dicha tasa de interés se ubicó en 0.05%, su nivel histórico más bajo); asimismo, decidió la implementación de medidas de estímulo cuantitativo mediante programas de compras de valores, que iniciarán en octubre y se extenderá, al menos dos años y se prevé que finalicen en junio de 2016. En una visión positiva, aunque el crecimiento en los países de la periferia continúa débil, destaca la recuperación económica en España que refleja un ritmo superior al previsto, en virtud del mejor desempeño de su demanda externa y condiciones financieras internas más favorables. En adición, el desempleo, aunque continúa en niveles históricamente altos, ha venido disminuyendo gradualmente en los países de la periferia, lo que permitiría un impulso al consumo privado en el futuro.

En cuanto a Japón, la actividad económica registró en el segundo trimestre una tasa de crecimiento de -7.1% (6.0% en el primer trimestre), lo que implicaría que el crecimiento del PIB anual registre una leve moderación, al pasar de 1.5% en 2013 a 1.2% en 2014 y a 1.3% en 2015. En opinión del FMI, las políticas de impulso denominadas Abenómicas permitieron dinamizar la economía el año pasado, pero en este año no se espera un impulso adicional derivado de dichas políticas, como resultado, en parte, del aumento de tres puntos porcentuales en el impuesto sobre ventas que provocó un descenso en el consumo privado. Se estima que el crecimiento económico se reanude a partir del tercer trimestre del año, con base en la mejora en el consumo privado, en las exportaciones y en la producción industrial. Entre los factores externos que podrían influenciar el desempeño económico de Japón destacan: la evolución del crecimiento de las economías emergentes y países en desarrollo, en particular aquellas que son exportadoras netas de materias primas; los avances en la solución gradual de los problemas de la deuda en la Zona del Euro; y el ritmo de recuperación de la economía de los Estados Unidos de

América. Cabe indicar que algunos analistas destacan que el gobierno japonés ha empezado a avanzar en las reformas estructurales, dado que en junio se dieron a conocer algunas medidas que, entre otros aspectos, incluyen una reducción gradual del impuesto para las empresas y una flexibilización de las leyes laborales orientadas a aumentar la participación femenina en la fuerza laboral. Pese a que estas medidas tendrían pocas repercusiones en el crecimiento de corto plazo, se considera que incrementan la posibilidad de generar consistentemente un mayor crecimiento en el mediano plazo.

3. Desempeño de las economías emergentes

La actividad económica de las economías con mercados emergentes y en desarrollo continuó con un proceso moderado de recuperación, como resultado, principalmente, del reequilibrio económico en la República Popular China. De acuerdo al FMI, estas economías estarán registrando tasas de crecimiento menores respecto de sus tasas históricas, en un contexto de heterogeneidad en el crecimiento entre países, previéndose mayor dinamismo económico en India, Malasia, México, Colombia, pero más débil en Brasil, Chile y Rusia. Entre los factores que afectan el crecimiento de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, destacan, por un lado, el mayor dinamismo en la inversión y en la demanda externa y, por el otro, condiciones de financiamiento más restrictivas y una débil demanda interna. No obstante, se prevé que durante el segundo semestre del año, la actividad económica sea más dinámica, impulsada por una mejora en la demanda externa ante el mejor desempeño que se tiene previsto para las economías avanzadas. Dicho ente también indica que algunas de estas economías deberán implementar medidas de política económica que les permita enfrentar el proceso de normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América; sin embargo, existe un grupo de países cuyos fundamentos económicos son débiles (Turquía, Ucrania, Lituania, Argentina y Brasil, entre

otros) y cuyo margen de maniobra es limitado para la implementación de medidas de política económica orientadas a amortiguar los efectos de dicho proceso de normalización.

En el caso de la República Popular China, luego de un crecimiento más débil de lo previsto en el primer trimestre de este año, se mantienen las perspectivas de un moderado crecimiento en 2014, atribuidas a la mejora registrada en la demanda externa y a que se ha detenido la apreciación del yuan, favoreciendo el crecimiento de las exportaciones, así como a las reformas estructurales que está implementando el gobierno chino, como la aceleración del gasto fiscal y la reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa, con el propósito de asegurar la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo. Durante el segundo trimestre del año, la economía creció 7.5%, levemente por arriba de lo observado el trimestre previo, anticipándose que el resto del año siga creciendo a tasas superiores a 7.0%, en congruencia con el pronóstico anual de 7.4%, aunque por debajo de sus valores históricos. Si bien el desempeño reciente de la economía china podría generar un deterioro en las perspectivas de las principales economías vinculadas con dicho país, la recuperación de la demanda de las economías avanzadas podría brindar un impulso adicional a las exportaciones chinas. Cabe destacar que las autoridades chinas han flexibilizado la política monetaria con recortes en los niveles de reservas bancarias, con lo cual se ha fortalecido el crédito que otorgan las entidades reguladas. Los análisis del FMI sugieren que la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” de la economía china sigue siendo muy baja.

En América Latina, la actividad económica registró un menor crecimiento respecto del previsto, debido principalmente a la reducción en la actividad económica de Brasil (cuyo PIB equivale a alrededor de un tercio del PIB de la región), así como por un menor crecimiento en otros países de la región (particularmente Chile) que se ha evidenciado en una desaceleración de la demanda interna y externa, en la caída en la

confianza de los agentes económicos, principalmente de los empresarios, que se ha traducido en una débil inversión, ante una mayor incertidumbre sobre el desempeño económico mundial. Además, la región continúa enfrentando condiciones financieras más restrictivas que han provocado períodos de alta depreciación. Se estima que a partir del tercer trimestre del año la actividad económica en América Latina pueda mejorar, impulsada tanto por una expansión en la actividad económica mundial, como por una recuperación de la inversión, especialmente por parte del sector público en algunos países como México, Chile, Perú y Colombia. Es importante indicar que una desaceleración en la República Popular China mayor a la anticipada tendría un impacto negativo importante, aunque, como se ha comentado, dicho riesgo se encuentra relativamente contenido.

En Brasil, la economía registró un crecimiento interanual de -0.9% en el segundo trimestre de 2014, debido a la disminución en la actividad industrial. Por el lado del gasto, se observó una importante caída en la formación bruta de capital fijo, que fue parcialmente compensada por un leve aumento de las exportaciones de bienes y servicios, el consumo de los hogares y el gasto de gobierno. El comportamiento de la actividad económica en Brasil ha estado influenciado, entre otros factores, por la desaceleración de la economía china, los precios menos favorables de las materias primas, el *tapering* de la FED, así como algunos factores internos como el deterioro de la confianza de los inversionistas, en un entorno en que la inflación continúa al alza y la depreciación del tipo de cambio sigue impactando en los precios de los bienes transables. Asimismo, el aumento en el costo de financiamiento también está afectando a los hogares y, aunque el desempleo es bajo, la creación de nuevos empleos y el crecimiento de los salarios reales son más débiles que en el pasado, lo que ha afectado el consumo privado. Esta situación estaría incidiendo en un moderado crecimiento económico, el

cual se prevé podría ubicarse en alrededor de 0.3% al finalizar 2014.

En México, la economía registró un crecimiento interanual de 1.6% en el segundo trimestre de 2014. Este resultado se debió, fundamentalmente, al aumento de la demanda externa de productos manufacturados ante el fortalecimiento de la economía de los Estados Unidos de América, luego que, a principios de este año, esta última fuera afectada por condiciones climáticas adversas. Conviene indicar que el desempeño macroeconómico en el primer trimestre de 2014, estuvo marcado por la desaceleración de la economía estadounidense a principios de año; por los efectos sobre el consumo y la inversión ante el aumento impositivo que fuera puesto en marcha; por la lenta recuperación de la construcción; y por la disminución de la producción petrolera. No obstante, a partir del segundo trimestre, el crecimiento del PIB estuvo apoyado, principalmente, por factores externos, en particular, por el desempeño positivo de la economía estadounidense, por el comportamiento de las exportaciones de manufactureras de México hacia los Estados Unidos de América, el mejor desempeño del consumo privado y de la inversión fija y una mejora en el gasto público en infraestructura. Cabe subrayar que continúa siendo importante el proceso de reforma económica impulsado por el gobierno, cuyo propósito es reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico, principalmente en sectores importantes como el energético y el de las telecomunicaciones. En ese contexto, se prevé que la actividad económica muestre un comportamiento más dinámico durante la segunda mitad del año, con lo que se espera un crecimiento de 2.5% a finales de 2014.

En otras economías importantes de la región, Colombia, Chile y Perú, el crecimiento económico interanual en el segundo trimestre de 2014 fue de 4.3%, 1.9% y 1.7%, respectivamente. En Chile se evidenció una desaceleración de la demanda interna y externa,

una caída en la confianza de los agentes económicos, principalmente de los empresarios, que se ha traducido en menor inversión, ante la mayor incertidumbre sobre el desempeño económico mundial; mientras que Perú ha observado un menor dinamismo de la inversión y las exportaciones. En contraste, la actividad económica en Colombia registró en el segundo trimestre un crecimiento de 4.3%, asociado, principalmente, al dinamismo de la demanda interna, dado que las exportaciones netas registraron una fuerte caída, parcialmente explicada por factores temporales⁷. En ese contexto, para Colombia, Chile y Perú se prevé para 2014 una tasa de crecimiento de 4.8%, 2.0% y 3.6%, en su orden. Conviene señalar que en Argentina la actividad económica se encuentra en fase de recesión, debido en parte, a los problemas de deuda soberana y al limitado margen de acción, lo cual es reflejo de los desequilibrios macroeconómicos persistentes.

En Centroamérica, los indicadores de actividad económica de corto plazo durante 2014 (como el Índice Mensual de la Actividad Económica y el comercio exterior) apuntan a que el crecimiento económico podría ser ligeramente menor que el año previo (3.1%, respecto de 3.2% en 2013). Las perspectivas para la región siguen siendo positivas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial. En efecto, ante el mejor desempeño económico de dicho país, la región podría percibir un impulso adicional reflejado en un mayor nivel de exportaciones y de remesas familiares. Asimismo, se estima que el impacto financiero de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América no tendría un efecto relevante en las economías de la región, debido al menor grado de integración a los mercados financieros internacionales.

⁷ Dicha contracción se explica, fundamentalmente, por precios medios inferiores en algunos de sus principales productos de exportación y por una reducción de las exportaciones a Venezuela, situación que según el Banco de la República de Colombia es temporal.

RECUADRO 2 ASIA SE ACERCA A SU CRECIMIENTO POTENCIAL

En los últimos años, el crecimiento económico mundial ha sido impulsado por el dinamismo de la actividad económica registrado en los países del continente asiático. Ciertamente, los países de Asia han registrado, en promedio, un crecimiento anual de 6.0% desde 1990. Se estima que de continuar dicha tendencia, en el mediano plazo, la economía de Asia superará en tamaño a las economías de los Estados Unidos de América y de la Unión Europea, juntas. Sin embargo, ello depende fundamentalmente de una adecuada combinación de políticas económicas que puedan contener los riesgos latentes.

Se proyecta que el crecimiento de la actividad económica en Asia será de 5.5% en 2014 y de 5.6% en 2015, el cual seguirá siendo el más alto a nivel mundial; sin embargo, si la economía china se desacelera más de lo esperado, algunos países de la región podrían observar efectos económicos adversos. Igualmente, en Japón existe el riesgo de que las medidas "Abenómicas" resulten menos eficaces de lo previsto, particularmente si las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de bienes no satisfacen las expectativas y no logran incentivar la confianza de los consumidores e inversionistas.

En este contexto, si los problemas estructurales se profundizan, los países de la región asiática tendrían que enfrentar cinco desafíos concretos:

- 1) *Superar la trampa del mediano plazo*: la probabilidad de una desaceleración sostenida, con duración de por lo menos una década, es alrededor de 50% más alta en el caso de las economías de mediano ingreso que en el de las economías de ingresos altos o bajos. Para evitar caer en dicha trampa, la solución puede devenir de la aplicación de políticas macroeconómicas sólidas que contrarresten los ciclos de auge y caída y las tendencias demográficas positivas; así como la adopción de políticas que promuevan un adecuado nivel de educación e infraestructura.
- 2) *Mejorar las instituciones y la gobernanza*: en gran parte de Asia, las instituciones y la gobernanza de las mismas no han alcanzado el nivel de las economías avanzadas. Al respecto, es de vital importancia el fortalecimiento del estado de derecho, el cual mejoraría la asignación de recursos y la productividad.
- 3) *Enfrentar el envejecimiento de la población*: la transición demográfica en Asia oriental fue crucial para el denominado milagro económico de la región en la segunda mitad del siglo pasado; sin embargo, luego de beneficiarse de condiciones demográficas favorables, en las próximas décadas muchas economías asiáticas experimentarán un aumento sustancial del índice de dependencia¹, lo que contribuirá a reducir el crecimiento económico y a elevar la carga del gasto público, afectando a las economías de ingresos alto y mediano ya que la población envejecerá rápidamente. En ese sentido, en los

sistemas de reparto (basados en un mecanismo de transferencia o redistribución de renta desde los ocupados hacia los jubilados), la parte de fondos públicos destinada a pagar las pensiones será cada vez más importante debido al envejecimiento poblacional. Los efectos adversos de estas tendencias demográficas se pueden enfrentar adoptando políticas orientadas a la creación de sistemas de jubilación "a prueba de edad" para garantizar que los jubilados estén cubiertos por una red adecuada de protección social y para alentar la participación de los adultos mayores en la fuerza laboral. Asimismo, en los países más pobres de la región asiática, un mayor acceso a la educación integrará a las mujeres a la fuerza de trabajo formal, permitiendo que las sociedades cosechen plenamente su propio dividendo demográfico, dado que las mujeres son quizá el grupo más grande de recursos laborales no utilizados de Asia (cinco de cada diez mujeres no integran la fuerza laboral, frente a sólo dos de cada diez hombres).

- 4) *Frenar la creciente desigualdad*: estudios recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI) indican que altos niveles de desigualdad pueden obstaculizar el crecimiento económico. En efecto, con base en el coeficiente de Gini, la desigualdad en la región se sitúa levemente por encima de 40, inferior a la desigualdad en América Latina y en África Subsahariana. Por tanto, mediante la aplicación de políticas correctas se puede detener el aumento de la desigualdad, sin comprometer el modelo de crecimiento de la región. En ese sentido, en los mercados emergentes de Asia, las reformas laborales podrían permitir la transición de los mercados informales de trabajo al empleo formal, elevando la productividad y reduciendo la desigualdad.
- 5) *Fomentar el desarrollo financiero*: Asia dispone de medios adecuados para continuar con su senda de crecimiento económico sostenido (sólidas políticas macroeconómicas, alto nivel de ahorro, educación creciente, recursos laborales y rápido crecimiento tecnológico); sin embargo, para combinar efectivamente dichos medios, es necesario promover el desarrollo de los mercados de capital y reducir la fuerte dependencia de la intermediación financiera basada en la banca; diversificar la base de inversionistas internos en la región, mediante la expansión de fondos de pensiones y seguros; elevar el grado de educación financiera; y mejorar la transparencia y la rendición de cuentas dentro de la región. Por ello, la implementación de estas medidas permitiría a los sectores financieros de Asia estar preparados para satisfacer la demanda de la economía real.

En conclusión, se argumenta que el siglo XXI será el "Siglo de Asia", pero, para alcanzar su pleno potencial, los países asiáticos deberán superar, entre otros, dichos desafíos.

¹ Este indicador muestra el esfuerzo que la población económicamente activa (PEA) debe realizar para cubrir las necesidades de la población más vulnerable (niños y adultos mayores); es decir, la relación entre la demanda de servicios sociales y la capacidad potencial para financiarlos.

Fuente: Rhee, Changyong. "Asia se acerca a su pleno potencial". Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Junio de 2014.

RECUADRO 3

LA REPÚBLICA POPULAR CHINA: REORIENTANDO SU MODELO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

El dinamismo del crecimiento económico observado en la República Popular China cambió de manera importante durante la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, reflejando la reorientación de la economía desde un modelo de crecimiento muy dependiente de la inversión y de las exportaciones, hacia un nuevo modelo basado, principalmente, en la innovación como fuente de crecimiento por el lado de la oferta y en el consumo como fuente de demanda.

Durante el período 2001-2007, el PIB de la República Popular China creció a una tasa promedio anual de 11.0%, período en el cual destacó la contribución de la inversión al PIB (alrededor de 41.5%). Dicha inversión amplió el *stock* de viviendas, la capacidad manufacturera y la infraestructura vial y ferroviaria. Asimismo, el aumento en el superávit en cuenta corriente llegó a ser superior a 10.0% del PIB. Sin embargo, en el período 2008-2013 dicho superávit se redujo fuertemente y la disminución de la demanda agregada fue compensada por un aumento de la inversión que alcanzó más del 50.0% del PIB. Ese patrón de crecimiento evidenció algunas dificultades asociadas a una desaceleración del progreso tecnológico, un exceso de inversión que escasamente genera producto adicional y una reducción del consumo, especialmente por parte de los hogares. Por ello, las autoridades chinas plantearon una serie de reformas que podrían tener un mayor efecto en el proceso de reequilibrio económico para estimular la innovación y el aumento de la productividad, frenar el exceso de inversión y elevar los ingresos y el consumo de los hogares.

En términos de desigualdad, la República Popular China tiene una de las diferencias más altas a nivel mundial entre los ingresos urbanos y rurales. En efecto, el habitante urbano percibe un salario, en promedio, tres veces mayor de lo que percibe un residente rural. Por tanto, algunas de las reformas orientadas a la disminución de esa brecha de ingresos incluyen: el sistema *hukou* (liberalización del sistema de registro de hogares), la reforma fiscal intergubernamental, la liberalización financiera y la apertura del sector servicios a la competencia. Asimismo, un factor importante para reducir la brecha sería incrementar la productividad mediante el movimiento de la mano de obra desde actividades agrícolas de pequeña escala a empleos mejor remunerados en la manufactura y los servicios. Con ello, al flexibilizar las restricciones a la movilidad no sólo se lograría incrementar la productividad, sino se conseguirían mayores ingresos para las personas actualmente registradas como residentes rurales.

En cuanto a las finanzas públicas, el Ministerio de Hacienda planea realizar reformas fiscales que permitan reequilibrar la economía adoptando medidas como la creación de un impuesto a nivel nacional sobre propiedades, que se convertiría en una fuente estable de financiamiento para los gobiernos locales. Estas reformas coadyuvarían a incrementar el porcentaje de utilidades que las empresas estatales deben aportar al presupuesto público, permitiendo que los municipios emitan bonos para financiar sus proyectos de infraestructura en lugar de solicitar préstamos bancarios de corto plazo.

En lo que respecta a las materias primas, se prevé que el reequilibrio económico incrementará la demanda de manufacturas y servicios ofrecidos por otras economías en desarrollo, lo que implicaría que la economía china vea reducida su ventaja comparativa en actividades que requieren abundante mano de obra. Ello, sería un incentivo para que las economías en desarrollo vecinas mejoren su clima de inversión y apliquen políticas macroeconómicas sólidas para obtener un mayor beneficio.

En el corto plazo, los precios de las materias primas tenderían a estabilizarse mientras la inversión de la República Popular China seguiría acelerándose; sin embargo, si la economía china experimentara simultáneamente una fuerte caída de la inversión y una abrupta desaceleración en su crecimiento, ello podría complicar ese escenario, dado que los precios de las materias primas podrían reducirse con mayor rapidez y observarse una depreciación de la moneda china. Así, con una reducción en la inversión sin que haya un aumento de igual magnitud en el consumo, el tipo de cambio probablemente se depreciaría y se ampliaría el superávit comercial, en consecuencia, el país seguiría exportando manufacturas intensivas en mano de obra en lugar de dejar espacio para la participación de otros países.

En resumen, con el transcurso del tiempo la economía china tenderá a generar un crecimiento mayor aunque moderado, ya que atenuará los rendimientos decrecientes que conllevaba el modelo anterior. Lo relevante es que cambiará la composición del crecimiento, es decir, menor inversión pero mayor consumo, impulsado por una mayor productividad.

Fuente: Dollar, David. "China Cambia". Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Junio de 2014.

4. Mercados financieros internacionales

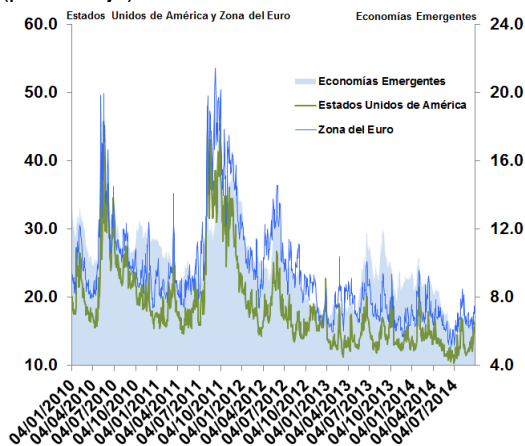
En 2014, los mercados financieros internacionales en el primer semestre exhibieron una baja volatilidad; sin embargo, en agosto se observó un repunte, debido a las crecientes tensiones geopolíticas y a las expectativas sobre el proceso de la recuperación económica mundial, que afectaron principalmente las cotizaciones bursátiles de Europa por el incremento en los diferenciales de deuda. No obstante, los mercados financieros se recuperaron rápidamente de las turbulencias a principios de septiembre, lo que redujo dicha volatilidad.

Por su parte, el retiro de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América ha venido ocurriendo conforme lo previsto por el mercado, al mismo tiempo que la estrategia de comunicación de la FED ha permitido inferir que la normalización de la política monetaria (que implica incrementar el nivel de la tasa de interés objetivo) será un proceso gradual. En ese contexto, el comportamiento de los principales índices accionarios durante el tercer trimestre ha continuado con la tendencia al alza registrada durante el primer semestre del año. Según el FMI, existe el riesgo de que el referido proceso de normalización ocurra más rápido de lo previsto, lo que podría tener importantes efectos en los mercados financieros al generar una mayor aversión al riesgo, salida de capitales y, por ende, depreciaciones cambiarias en algunas economías emergentes.

Las condiciones financieras para los mercados emergentes y países en desarrollo, han mejorado significativamente desde el segundo semestre de 2013. En ese sentido, los costos de financiamiento soberano para dichos países han caído, lo que se atribuye en buena parte a la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de los países avanzados, especialmente de Alemania, ante la expectativa de que los bancos centrales de los Estados Unidos de América, Japón y la Zona del Euro, mantengan sus tasas de política de mediano y largo plazos en niveles bajos por un período largo de tiempo, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, ante la posibilidad de que una inflación muy baja genere expectativas de deflación. Cabe mencionar que los mercados emergentes son más vulnerables a los choques provenientes de las economías avanzadas, ya que estos mercados ahora mantienen una mayor proporción de las inversiones de cartera que las economías

Gráfica 2

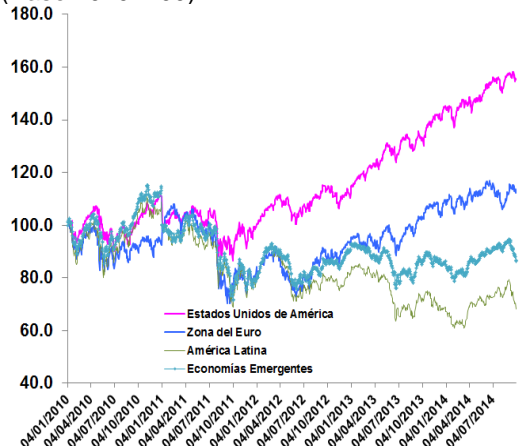
Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2014
(porcentaje)



(1) Al 30 de septiembre de 2014.
(2) Los índices de volatilidad corresponden en la Zona del Euro al VIX del Euro Stoxx 50; en los Estados Unidos de América al Standard & Poor's 500; y en las economías emergentes al índice de volatilidad implícita de JP Morgan.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2014
(Base 2010=100)



(1) Al 30 de septiembre de 2014.
(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al Eurostoxx 50; en los Estados Unidos de América al Standard & Poor's; y en las economías emergentes y América Latina al MCSI.
Fuente: Bloomberg.

avanzadas negocian en el exterior; por lo que, la consecuencia de los vínculos financieros más estrechos con las economías avanzadas es el aumento de la sincronización en la fluctuación y en volatilidad de los precios de los activos.

El FMI, en su Reporte de Estabilidad Financiera Global de octubre de 2014, subraya que los mercados financieros han mostrado un fuerte incremento, a pesar de los indicadores de desempeño económico en la mayoría de países no es lo suficientemente sólido para

justificarlo, lo que ha propiciado un importante aumento en el precio de los activos financieros. Ello podría ser resultado de que en el ambiente actual de tasas de interés excepcionalmente bajas, los inversionistas, en la búsqueda de mejores rendimientos, asumen mayor riesgo. En ese sentido, algunos analistas internacionales han destacado que podrían estar gestándose burbujas financieras, que de estallar, tendrían importantes consecuencias para la estabilidad financiera global y, eventualmente, transmitirse al sector real.

RECUADRO 4

LA TRANSMISIÓN DE LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL EN LOS PAÍSES AVANZADOS HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La política monetaria expansiva adoptada por los países desarrollados para hacer frente a la recesión causada por la crisis financiera internacional de 2008-2009, ha ocasionado tasas de interés internacionales muy bajas y, consecuentemente, una expansión sin precedentes de la liquidez internacional y un aumento sustancial en las cotizaciones de los *commodities*. Para los países emergentes, ello significó fuertes entradas de capital, presiones de apreciación sobre sus monedas, mayor dinamismo en la actividad económica, acompañado de inflaciones más altas, situación que, en muchos casos, tuvo que enfrentarse con restricción monetaria.

En este contexto, la postura de la política monetaria en países con economías emergentes ha sido, en términos generales, efectiva hasta el momento, pero pareciera que aún no se perciben riesgos financieros latentes y, posiblemente, riesgos de inflación que se pueden estar acumulando, lo que podría deberse, en parte, a la fuerte influencia que han tenido los flujos de capital y las tasas de interés sobre el tipo de cambio nominal y sobre el rendimiento de bonos gubernamentales locales.

En efecto, durante la década precedente a 2008, el diferencial entre la tasa de interés y el crecimiento económico estuvo influenciado por las entradas de capital y las presiones de apreciación cambiaria. En contraste, grandes flujos de salidas de capital durante 2013 y 2014 se vieron acompañados de fuertes depreciaciones cambiarias. En general, en la mayoría de economías emergentes, los tipos de cambio nominales se depreciaron significativamente entre 2007 y 2013, mientras que los tipos de cambio reales se apreciaron.

En la práctica, los bancos centrales han respondido a dichos movimientos para resguardar la estabilidad financiera y macroeconómica en el corto plazo o en el mediano plazo. Por ejemplo, en el corto plazo, una depreciación cambiaria puede aumentar la inflación si el efecto traspaso es significativo. Asimismo, la volatilidad del tipo de cambio nominal puede afectar los precios de los activos y las hojas de balance del sector privado. Análogamente, la volatilidad del producto también puede aumentar si el tipo de cambio no es estable, particularmente si los mercados financieros locales no están desarrollados y la cobertura de riesgos cambiarios es incipiente. En el mediano plazo, una apreciación nominal y real puede reducir la competitividad externa y reasignar recursos hacia el sector no transable.

En lo que respecta a la tasa de interés de largo plazo de los bonos gubernamentales, esta es relevante para los encargados de la política monetaria. En ese sentido, debido a

que el gobierno es típicamente un deudor neto frente a los mercados, movimientos en la tasa de interés de largo plazo podrían tener efectos significativos para el sector privado, dado que los instrumentos del gobierno sirven como *benchmark* para el establecimiento de precios de contratos de financiamiento de largo plazo, como las hipotecas. En adición, la tasa de interés de política monetaria esperada determina las tasas de interés de largo plazo; no obstante, las tasas de interés de largo plazo se pueden mover en un rumbo diferente al de la tasa de interés de política esperada. Según Chadha, Turner y Zampolli (2013), esto sucede, en primer lugar, porque en el contexto de una crisis financiera los inversionistas se muestran preocupados por ciertos vencimientos, lo que altera su valor esperado y, en segundo lugar, los participantes de los mercados no siempre pueden realizar arbitraje entre diferentes vencimientos a lo largo de la curva de rendimientos, particularmente, en momentos en que el mercado es muy volátil, ya que las expectativas pueden estar exacerbadas. Por tanto, los bancos pueden enfrentar restricciones de liquidez o solvencia y, por consiguiente, el grado de sustitución entre activos de corto y largo plazos disminuye. Vale indicar que la transmisión de la tasa de interés de política hacia el rendimiento de activos de largo plazo puede ser aún más débil en economías donde los mercados de deuda están menos desarrollados, reduciendo aún más el grado de sustitución entre vencimientos.

Una forma en la que los bancos centrales de países con economías emergentes pueden tomar en cuenta los tipos de cambio y las tasas de interés de largo plazo, es incluirlos en el diseño de la política monetaria. Ello se puede lograr mediante una Regla de Taylor aumentada, en donde se establece una respuesta de la tasa de interés de política monetaria ante movimientos en el tipo de cambio y los rendimientos de los bonos de largo plazo. La política monetaria también puede responder ante estos fenómenos con intervenciones en el mercado cambiario. Ostry *et al* (2012), argumentan que la intervención en el tipo de cambio puede resultar óptima, aún bajo un esquema de metas de inflación. Al utilizar dos instrumentos distintos para abordar dos preocupaciones distintas, el banco central puede evitar confundir al público y salvaguardar su credibilidad.

Finalmente, en lo que respecta a las medidas de política macroprudencial, estas deben considerarse como complementarias a la política monetaria, ya que pueden ser efectivas para estabilizar los riesgos financieros cuando la política monetaria muestra una transmisión débil. Utilizadas conjuntamente, dichas políticas pueden alcanzar conjuntamente la estabilidad de precios y del producto, así como la financiera.

Fuente: Gadanez, Blaise; Miyajima, Ken; y Urban, Jörg. "How might EME central banks respond to the influence of global monetary factors?". Bank for International Settlements. 2014.

RECUADRO 5
POLÍTICA MONETARIA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA:
IMPLICACIONES DE UN CHOQUE EN LA TASA DE INTERÉS DE FONDOS FEDERALES

En un escenario base, la normalización de la política monetaria, que implica el proceso de incrementos de la tasas de interés de fondos federales, sería gradual. En ese sentido, la FED restringiría las condiciones monetarias lentamente durante los próximos doce meses de acuerdo con el crecimiento del PIB y la evolución de la tasa de desempleo. En efecto, se espera que la FED finalice el programa de compra de activos en octubre de 2014 y que comience a incrementar la tasa de interés de fondos federales a mediados de 2015, hasta ubicarla en alrededor de 3.75% a finales de 2017 o principios de 2018. En este escenario si bien la volatilidad de los mercados financieros aumentaría, ello no afectaría la recuperación económica mundial ni ocasionaría distorsiones fundamentales en los mercados. Así, el rendimiento de los Bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se incrementaría gradualmente a niveles entre 4.0% y 4.5% en 2017, los cuales continuarían siendo históricamente bajos. Además, el crecimiento económico mundial se fortalecería progresivamente durante los próximos dos años y la inflación en los Estados Unidos de América se mantendría cerca del objetivo de largo plazo establecido por la Reserva Federal (2%).

Bajo un escenario menos favorable, y ante la persistente incertidumbre sobre la forma en que efectivamente se normalizará la política monetaria estadounidense, se plantea un escenario que involucra consecuencias adversas para los mercados financieros internacionales y la economía mundial. En ese contexto, considerando que la crisis financiera de 2008-2009 pudo haber tenido un impacto perjudicial en la productividad estadounidense, la brecha del producto podría cerrarse rápidamente. En consecuencia, la economía no podría crecer por arriba de su tasa potencial de largo plazo (2.1% - 2.3%, según la FED) sin que existan presiones inflacionarias, con lo cual la inflación se ubicaría por arriba de la meta de inflación (2%), alcanzando 4.5% hacia 2016. Como resultado de que la economía, en este escenario, se encontraría operando a plena capacidad y la tasa efectiva de fondos federales estaría muy por debajo de la tasa de interés objetivo, dicha tasa aumentaría de 0.00%-0.25% a 3.0% a finales de 2015 y a 5.0% a finales de 2016. Ante estas condiciones, los rendimientos de los Bonos del Tesoro se incrementarían de 3.0% a finales de 2014 a 6.0% a finales de 2015 (el mayor aumento desde el

período 1980-1981). De modo similar, en el mercado financiero los niveles de volatilidad crecerían y las primas de riesgo aumentarían provocando salidas de capital hacia las economías con mercados emergentes. Adicionalmente, el crecimiento económico de los Estados Unidos de América se contraería de 3.0% a mediados de 2014 a 0.0% en 2016 y el desempleo aumentaría a 7.0% en 2016 y a 7.5% en 2017. Lo anterior, haría necesario medidas fiscales más fuertes para reducir el déficit y estabilizar la razón deuda pública/PIB, ya que un crecimiento económico más débil, acompañado de niveles más altos que los esperados en la inflación y una posición fiscal más deteriorada, podría conducir a la depreciación del dólar. En este caso, la calificación crediticia de la deuda soberana estadounidense bajaría, si las autoridades no actúan oportunamente para reducir el déficit fiscal y, por ende, estabilizar la razón de deuda pública respecto del PIB.

Ante este panorama adverso el crecimiento mundial se debilitaría, debido a la menor demanda externa de los Estados Unidos de América, los precios internacionales de las materias primas se reducirían y algunas economías con mercados emergentes se verían en la necesidad de subir abruptamente sus tasas de interés. En adición, la volatilidad del dólar estadounidense podría perjudicar a los prestatarios en moneda extranjera y los precios de los activos financieros y sus derivados podrían reducirse considerablemente.

Por lo anterior, las economías con mercados emergentes más débiles estarían más expuestas ya que dependen, en gran medida, de financiamiento externo, poseen bajos niveles de reservas monetarias internacionales, tienen altos niveles de apalancamiento y estructuras de deuda vulnerables. Además, los fundamentos económicos en dichos países son débiles y el margen de maniobra es limitado para la implementación de medidas de política económica.

En el caso de los Estados Unidos de América, una pérdida permanente en la producción potencial, acompañada de un déficit presupuestario con un alto componente estructural, intensificaría las presiones que enfrentan las finanzas públicas (por ejemplo, las relacionadas con aspectos demográficos, como el envejecimiento de la población).

Fuente: Fitch Ratings. "US Monetary Policy: Implications of an Interest Rate Shock". Special Report. Septiembre de 2014.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el tercer trimestre de 2014, los precios de las materias primas, en términos generales, registraron una tendencia a la baja, contrario a lo observado durante el primer semestre del año, principalmente en los productos energéticos y agrícolas, atribuida, por el lado de la oferta, a mejores perspectivas en la producción

mundial y, por el lado de la demanda, a una desaceleración de esta por parte de algunas economías con mercados emergentes. La disminución en los precios de las materias primas fue parcialmente compensada por un aumento en el precio de los metales. Sin embargo, los riesgos al alza siguen asociados a la posibilidad de que se suspenda el suministro de petróleo ante el riesgo de una

intensificación de los problemas geopolíticos en Oriente Medio y en la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania), así como al incremento en la demanda por parte de algunas economías emergentes. En el caso del maíz amarillo y del trigo, las perspectivas de mayor producción, la reducción de la demanda por parte de algunas economías emergentes y los altos inventarios, podrían mantener la tendencia a la baja en los precios de dichos cereales. Asimismo, factores climáticos adversos y la posibilidad de interrupción de los suministros provenientes de la región del Mar Negro, podrían revertir dicha tendencia. En el caso del precio internacional de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala: petróleo, maíz amarillo y trigo, estas han registrado un comportamiento a la baja en el transcurso del año, que en términos acumulados fueron alrededor de 7.38%, 24.01% y 21.11%, respectivamente.

a) **Petróleo**

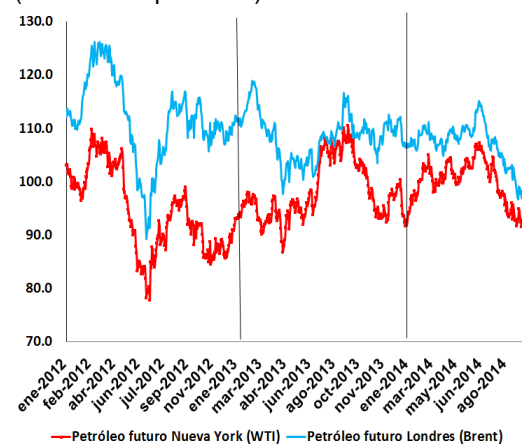
Durante 2014, los factores fundamentales del mercado de petróleo (oferta y demanda) han contribuido a que el precio del crudo presente volatilidad; luego de que en el primer semestre mostró una tendencia al alza como resultado de los continuos problemas de producción en varios de los principales oferentes, del incremento de la demanda en algunas economías avanzadas y de condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América.

Durante el tercer trimestre del año se observó una reducción en el precio ante una débil demanda por la desaceleración económica en Europa y algunas economías con mercados emergentes, así como por amplios suministros de crudo, registrándose cotizaciones inferiores a US\$92.00 por barril para la variedad WTI en el mercado de Nueva York y de US\$95.00 para la variedad Brent en Londres.

Según IHS CERA (*Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates*), la producción mundial de petróleo para 2014 se situaría en 93.1 millones de barriles diarios (mbd), mientras que la demanda mundial se estima en 93.2 mbd, lo que anticipa un déficit de 0.1 mbd.

Gráfica 4

Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2014.
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2013 - 2014
(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de enero 2014			Estimación de agosto 2014		
	2013(a)	2014(b)	Variación	2013(a)	2014(b)	Variación
Oferta	91.5	93.6	2.1	91.3	93.1	1.8
Demanda	92.1	93.7	1.6	92.1	93.2	1.1
Balance (oferta - demanda)	-0.6	-0.1	-----	-0.8	-0.1	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS CERA.

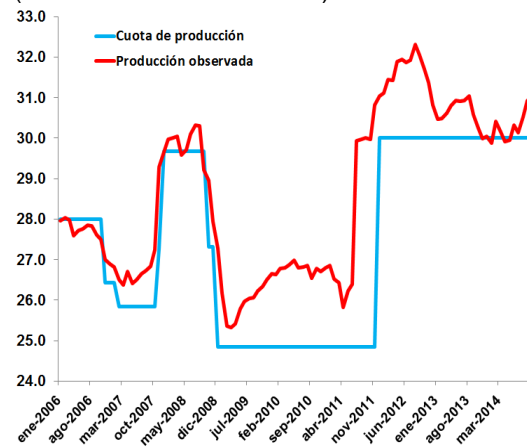
La producción mundial de petróleo registraría un incremento de 1.8 mbd, respecto de 2013 (91.3 mbd) reflejo, principalmente, del aumento en la producción de Estados Unidos de América, Rusia y Canadá, lo que compensaría la reducción registrada en otros países. Por su parte, la inestabilidad política en algunos países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que ha impactado su infraestructura petrolera, aunada a que la OPEP en su reunión de noviembre prevé recortar en 0.5 mbd (millones de barriles diarios) la cuota de producción respecto a la en 2011 (30.0 mbd), podría inducir un alza en el precio. Hasta septiembre, el volumen de producción de dicha organización fue superior en 2.2 mbd a la cuota de producción fijada desde 2011, dicho excedente ha venido reduciéndose de manera sostenida desde finales de 2012, como se ilustra en la gráfica 5.

Entre otros riesgos que podrían impulsar el precio al alza, destacan el hecho de que Irán sigue sujeto al embargo petrolero por parte de la Unión Europea, debido a su programa nuclear y la posibilidad de que se suspenda el suministro de petróleo ante la intensificación de los problemas geopolíticos en Oriente Medio y la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania).

En efecto, las tensiones entre Rusia y Ucrania por el control de la Península Autónoma de Crimea, provocaron sanciones a Rusia por parte de la Unión Europea y de los Estados Unidos de América, las cuales presionaron el precio del petróleo al alza en el primer semestre. No obstante, dichas sanciones contribuyeron a alcanzar una tregua entre ambos países, lo que disminuyó las preocupaciones en el mercado por el suministro de crudo y, por tanto, contribuyó a reducir el precio internacional en el tercer trimestre del año. Por otra parte, los acuerdos alcanzados en 2013 por Siria e Irán con la Organización de las Naciones

Gráfica 5

Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)



(1) Con información preliminar a septiembre de 2014.
Fuente: Bloomberg.

Unidas para dismantelar el arsenal de armas químicas y el programa nuclear han contribuido a mantener el precio del petróleo estable.

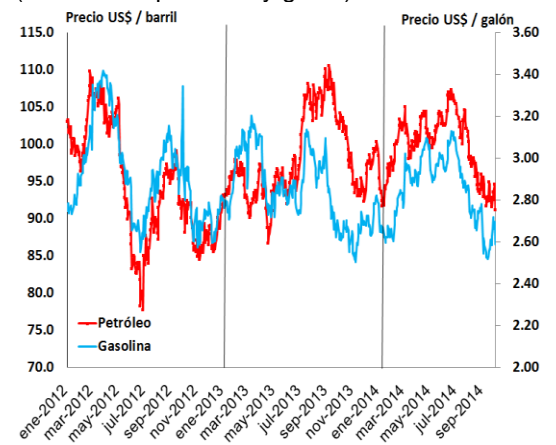
Vale indicar que Estados Unidos de América continúa registrando importantes incrementos en sus volúmenes de producción, debido a la utilización de nueva tecnología, alcanzando niveles de producción históricos desde 1986. En el caso de Rusia, el aumento se debe a la incorporación de nuevas áreas de extracción; sin embargo, las recientes sanciones impuestas por los países occidentales al sector petrolero podrían afectar a la producción en un mediano plazo.

b) Gasolinas

Durante 2014, el precio de la gasolina en los Estados Unidos de América ha tenido un comportamiento volátil. En el primer semestre registró una tendencia al alza explicado principalmente, por la reducción en el nivel de inventarios; el cierre temporal de algunas refinerías, debido a un invierno inusual; el aumento en la demanda externa; y el incremento estacional en la demanda de dicho refinado ante el inicio del verano en los Estados Unidos de América. Durante el tercer trimestre del año, el precio de la gasolina mostró una tendencia a la baja, como resultado de la caída en el precio internacional del petróleo; la disminución en la demanda, principalmente en Estados Unidos de América, debido a la finalización de la temporada de verano conocida como “*driving season*”; una menor demanda en la Zona del Euro ante una situación económica aún débil; al aumento en la capacidad de refinamiento de gasolina como resultado de una mayor entrada neta de petróleo; y al nivel adecuado de inventarios de combustibles.

Gráfica 6

Precio Internacional del Petróleo y de la Gasolina (1)
(US dólares por barril y galón)



(1) Con información al 30 de septiembre de 2014.
Fuente: Bloomberg.

RECUADRO 6

DESORGANIZACIÓN MUNDIAL: ¿CÓMO LAS GUERRAS Y LA GEOPOLÍTICA AFECTARÁN EL SUMINISTRO DE PETRÓLEO A NIVEL MUNDIAL?

El clima geopolítico se encuentra en su nivel más precario de la última década. La relación entre las principales potencias mundiales, como Rusia, la Unión Europea y los Estados Unidos de América, se ha vuelto más antagónica. El mercado internacional del petróleo muestra cada vez menos capacidad de maniobra ante una demanda mundial que no disminuye y una oferta que podría restringirse, lo que afectaría el precio internacional del crudo tanto en el corto como en el largo plazo.

En Oriente Medio, los avances del Estado Islámico (EI) han afectado algunas de las principales áreas de producción de petróleo en Irak, situación que en el corto plazo, además de poner en riesgo la integridad territorial de dicho país, podría afectar el suministro de crudo proveniente de la región Norte de dicho país. Sin embargo, por el momento, las interrupciones en la producción que pudieran observarse no denotan un escenario catastrófico de corto plazo en el suministro mundial.

Por su parte, los recientes acontecimientos relativos al conflicto entre Rusia y Ucrania, podrían reducir hasta en dos millones de barriles diarios (mbd) la producción de petróleo entre 2015 y 2016, debido, principalmente, a las sanciones que se han impuesto a Rusia por parte de los Estados Unidos de América y Europa. Hasta el momento, las proyecciones de producción se mantienen estables, pero a medida que las sanciones se materialicen, el impulso económico y productivo de Rusia podría verse afectado, resultando en una reducción del suministro de crudo hacia Europa. En su defecto, Europa deberá dirigir su atención a otras fuentes de suministro, dado que las sanciones a dicho país podrían aumentar.

En el caso de Libia, la situación actual se considera anárquica, aunque dicho país podría alcanzar niveles de producción pre-guerra, dicho escenario parece muy distante, dado que gran parte de los conflictos se deben a una profunda división sectaria y religiosa que ha segmentado a dicho país.

Fuente: Burkhard, James y Meyer, Jeff. IHS CERA. "Global disorder: How will war and geopolitics affect world oil supply? Septiembre de 2014.

Ante dicho escenario, se percibe que la brecha entre el precio de crudo de la variedad Brent y la variedad West Texas Intermediate (WTI) tendería a ampliarse, en contraste con anteriores perspectivas acerca de ambas variedades de crudo. En la actualidad, las refinerías en los Estados Unidos de América se encuentran funcionando cerca de su máxima capacidad, las importaciones se han reducido y se han aumentado las exportaciones a Canadá. Se estima que para finales de 2014 la brecha entre los precios de las variedades de petróleo se encuentre cerca de US\$8.00. Por otra parte, se mantiene el monitoreo sobre la evolución en la demanda de Asia y Europa, en virtud de las sanciones impuestas a Rusia y la leve corrección a la baja en las estimaciones de crecimiento de ambas regiones para 2014. Asimismo, a nivel mundial se observan algunos conflictos que también ponen en riesgo el suministro mundial de petróleo. Por ejemplo, Venezuela enfrenta una serie de retos políticos que ponen en riesgo su producción. Además, una interrupción en el suministro de crudo por parte de Petróleos de Venezuela, S.A. tendría un impacto relevante en las remesas sociales y los subsidios a los combustibles, lo que reduciría la capacidad de consumo e inversión. En Nigeria, la producción está por debajo de su potencial, debido a que continúan el sabotaje a la infraestructura petrolera y el fomento al contrabando de petróleo. Por tal motivo, dicho país ha reducido su producción en cerca de 0.2 mbd, en un entorno en que el gobierno no ha logrado detener las actividades ilegales.

En resumen, las proyecciones de producción mundial de petróleo son conservadoras, dado que mientras las partes involucradas en los conflictos geopolíticos no alcancen acuerdos, la oferta de petróleo podría no reactivarse.

c) Maíz amarillo

Luego de la reducción observada en el segundo semestre de 2013, el precio internacional del maíz amarillo registró una tendencia al alza hasta mediados de mayo de 2014. Este comportamiento es resultado de daños a la producción (sequías) en América del Sur, principalmente en Argentina y en Brasil. Asimismo, la crisis entre Rusia y Ucrania contribuyó a impulsar el precio internacional, principalmente en marzo, ante las expectativas de que un conflicto militar

en la región pudiera comprometer el suministro del grano proveniente de ambos países.

Desde finales de mayo se observa un comportamiento a la baja en el precio, asociado a mejores perspectivas en el rendimiento de algunas áreas de siembra del hemisferio norte, la reducción de la demanda del grano de algunas economías emergentes y al aumento de las existencias mundiales ante los buenos rendimientos de la cosecha previa, reflejo de condiciones climáticas favorables.

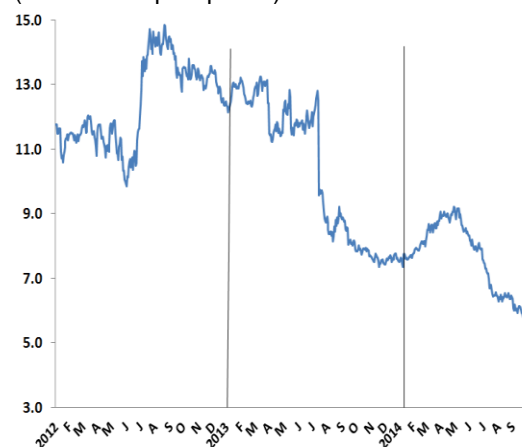
En cuanto a la producción mundial, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) informó que podría registrarse una cosecha récord que contribuiría a incrementar el nivel de los inventarios mundiales, los cuales se redujeron luego de la sequía registrada en 2012.

Según las estimaciones del referido ente, la producción mundial de maíz amarillo para la cosecha 2014/2015 se situaría en 987.5 millones de toneladas métricas (mtm), producción similar a la cosecha previa (986.7 mtm).

Respecto a la demanda mundial para el período 2014/2015, esta se estima en 970.7 mtm, superior en 2.0% a la cosecha anterior (951.7 mtm), debido al incremento del consumo mundial, especialmente de los Estados Unidos de América, la República Popular China, Brasil, México, Rusia y Argentina. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 189.9 mtm, superior en 9.7% respecto de la cosecha anterior (173.1 mtm).

Gráfica 7

Precio Internacional del Maíz Amarillo (1)
(US dólares por quintal)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2014.
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz Amarillo
(millones de toneladas métricas)

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	868.8	986.7	987.5	13.6	0.1
Consumo	865.2	951.7	970.7	10.0	2.0
Déficit / Superávit	3.6	35.0	16.8	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, septiembre de 2014.

En cuanto al precio del grano, se mantienen expectativas a la baja para este año, derivado de la recuperación de inventarios mundiales, así como por la disminución de las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro.

d) Trigo

El precio internacional del trigo registró un importante incremento durante la mayor parte del primer semestre del presente año, atribuida a los daños en la producción, debido a factores climáticos en los Estados Unidos de América (heladas), Rusia, Kazajistán y Argentina (sequías); sin embargo, a partir de

mayo registra una reducción significativa asociada, principalmente, a las expectativas de una favorable producción mundial del grano para la presente cosecha (2014/2015), debido a condiciones climáticas favorables en algunas de las principales zonas productoras. Asimismo, los avances en la solución del conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, han influido en el comportamiento a la baja en el precio del trigo.

Según el USDA, la producción mundial de trigo se situaría en 719.9 mtm, superior en 0.8% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (714.1 mtm), destacando la producción de Rusia, la Unión Europea, la República Popular China y Argentina. En el caso de Estados Unidos de América, principal exportador a nivel mundial, su producción se reduciría, principalmente, por la sustitución de cultivos, tales como el maíz amarillo y la soya.

Por su parte, el consumo mundial de trigo se estima en 710.0 mtm, superior en 1.0% al registrado el año previo (703.2 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 196.4 mtm, cifra superior en 5.4% respecto a la cosecha 2013/2014 (186.4 mtm). De acuerdo con la Organización para la Agricultura y la Alimentación, el FMI y el Banco Mundial, la previsión actual del nivel de inventarios ha mejorado, razón por la cual se prevén precios estables o a la baja para el resto del año.

Cuadro 3

Producción y Consumo Mundial de Trigo
(millones de toneladas métricas)

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	658.2	714.1	719.9	8.5	0.8
Consumo	679.4	703.2	710.0	3.5	1.0
Déficit / Superávit	-21.2	10.9	9.9	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, septiembre de 2014.

6. Inflación y política monetaria

En 2014, en términos generales, en las economías avanzadas la inflación continuó ubicándose en niveles por debajo de 2%, con excepción en Japón, donde ha aumentado como resultado de una política monetaria altamente expansiva y por el alza del impuesto a las ventas de 5.0% a 8.0%, implementado en abril. En las economías emergentes y países en desarrollo, la

Gráfica 8

Precio Internacional del Trigo (1)
(US dólares por quintal)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2014.

Fuente: Bloomberg.

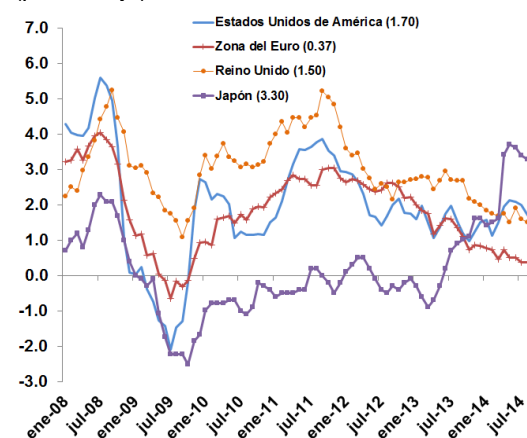
inflación ha registrado una tendencia al alza en la mayoría de estos países y en algunos casos, se ha ubicado por arriba del límite superior de la meta de inflación. Entre los rubros que más han incidido en dicha tendencia se encuentran los alimentos y la energía. Similar situación se observa en los países de Centroamérica y República Dominicana, en donde la inflación también ha registrado alzas que, en buena medida, se explican por el aumento de la inflación de alimentos.

En Estados Unidos de América, la inflación se ha mantenido alrededor del objetivo de largo plazo establecido por la FED (2.0%), lo que ha permitido el mantenimiento de condiciones monetarias laxas. En agosto, la inflación interanual se ubicó en 1.70%. Al respecto, algunos analistas han destacado que sin un fortalecimiento mayor del mercado laboral y de los salarios, las presiones sobre los precios internos podrían ser muy moderadas, panorama ante el cual los mercados esperarían que la tasa de interés objetivo permanezca baja, incluso bastante tiempo después de que se termine el *tapering*, lo cual podría suceder en octubre, sin ningún cambio en la tasa de interés objetivo.

En la Zona del Euro, la inflación ha continuado reduciéndose de manera significativa, ubicándose bastante por debajo del objetivo de política monetaria de 2.0% (0.37% a agosto), debido, en parte, al débil crecimiento económico, por lo que, ante este escenario, el BCE en septiembre redujo por segunda vez en este año su tasa de política monetaria a un mínimo histórico de 0.05%; además anunció programas de compras de valores, que iniciarán en octubre y se extenderá al menos dos años. Dichas medidas, generarían una expansión importante de la hoja de balance del BCE, que facilitaría condiciones crediticias más holgadas y, por ende, un impulso a la actividad económica; además, ayudarían a anclar las expectativas de inflación de mediano plazo al objetivo del Banco Central. Se prevé que la inflación permanezca baja en el corto plazo (0.5% a finales de 2014), previo a aumentar gradualmente en 2015 (1.0%), reflejo de la mejora en la actividad económica. Además, se anticipa que el aumento en los precios de las materias primas no energéticas y, en general, en los precios de importación de la Zona del Euro, asociado con la debilidad del tipo de cambio nominal, añadirá presiones al alza sobre los mismos. Por tanto, en caso de ser necesario, el Consejo de Gobierno del BCE se comprometió

Gráfica 9

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2008-2014
(porcentaje)



(1) Datos a agosto de 2014.
Fuente: Bancos centrales.

a adoptar instrumentos no convencionales adicionales dentro de su mandato, si la inflación se sitúa por un período prolongado en tasas inferiores.

En el caso de Japón, los estímulos fiscales y monetarios adoptados por el gobierno en 2013 (políticas Abenómicas) han contribuido a contrarrestar el proceso deflacionario registrado por muchos años en dicho país. Así, la inflación se ubicó a agosto de en 3.30%. Es importante señalar que el Banco Central (BCJ) ha indicado que mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario, con el objetivo de alcanzar su meta de 2.0%, descontando el efecto de incrementos en los gravámenes. No obstante, los mercados continúan cautos sobre la efectividad de las políticas Abenómicas, para estimular el crecimiento en el mediano plazo, especialmente en la parte relativa a reformas estructurales.

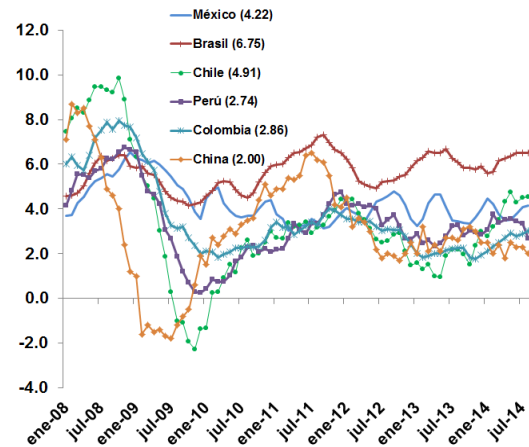
Durante 2014, en la mayoría de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la inflación, en términos generales, mantuvo una tendencia al alza. En ese contexto, la respuesta de política monetaria ha sido heterogénea, mientras algunos países han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, otros la han elevado para evitar mayores salidas de capitales y, por ende, una mayor depreciación cambiaria, así como para reafirmar sus compromisos de estabilidad macroeconómica.

En la República Popular China, la inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de mediano plazo (3.50%), registrando en agosto un nivel de 2.00%, debido, en parte, a la desaceleración del crecimiento económico, lo que apunta a que, de ser necesario, aún dispone de espacio para proporcionar nuevos estímulos a la economía.

En América Latina, las inflaciones de las principales economías que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) mantienen la tendencia al alza iniciada hace varios meses, en donde los rubros que más han incidido en el comportamiento de los precios han sido los alimentos y la energía. Ello, ha provocado que la inflación en algunos países se ubique por arriba del límite superior de su meta de inflación (Brasil, Chile y México); no obstante, se espera que estas converjan a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2014. En Perú, se han registrado incrementos en los precios de

Gráfica 10

Ritmo Inflacionario Total de las Economías Emergentes (1)
2008-2014
(porcentaje)



(1) Datos a septiembre de 2014. China a agosto.
Fuente: Bancos centrales.

alimentos y bebidas, el rubro con mayor ponderación; en Brasil, el comportamiento de la inflación se asocia al aumento en las tarifas de energía eléctrica, las cuales se espera que continúen en los próximos meses. En México, la inflación continúa observando una aceleración, especialmente por el incremento en el precio de los alimentos; en Chile, a pesar de la desaceleración de la actividad económica, persiste el aumento en los precios de los alimentos y transporte, asimismo ha influido el hecho de que la depreciación del peso chileno ha sido mayor a lo observado en otras economías emergentes; por su parte, en Colombia, el comportamiento de la inflación se explica por el repunte en los precios de los alimentos, al revertirse las condiciones favorables que llevaron dichos precios a niveles inusualmente bajos en 2013.

El comportamiento de la inflación, como se indicó, ha provocado diferentes tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias. Por una parte, Brasil y Colombia incrementaron sus tasas de interés de política monetaria (11.00% y 4.50%, respectivamente). En Brasil, debido a las presiones internas de precios y, como medida preventiva para aminorar los efectos de la normalización de la política monetaria estadounidense y, en el caso de Colombia, porque la demanda agregada se ha fortalecido y se ha reducido la tasa de desempleo, previéndose que la actividad económica continúe creciendo cerca de su nivel potencial. Por otra parte, México, Perú y Chile la bajaron para ubicarla en niveles de 3.50%, 3.25% y 3.00%, en su orden. En el caso de México, debido al menor ritmo de crecimiento de la actividad económica que se registró en el último trimestre de 2013, y que persistió durante el primer trimestre de este año, asociado al débil desempeño de los componentes del gasto interno, como el consumo y la inversión privada. En Perú, debido a que los indicadores de la actividad económica continúan mostrando un crecimiento más débil de lo esperado y a la moderación de los factores de oferta que incidieron en el aumento de la inflación; y en Chile, dado que la evolución de la demanda interna y el empleo siguen reflejando un menor dinamismo en la actividad económica.

En el caso de los países de Centroamérica y República Dominicana, excepto en este último, la inflación también mantiene la tendencia al alza, asociada, en buena medida, al incremento en

la inflación de alimentos. Dada la evolución reciente de los índices de precios al consumidor de la región, Costa Rica es el país donde se encuentra en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación para 2014 (4.0% +/- 1 punto porcentual), dado que a septiembre se ubicó en 5.20%; es decir, por arriba de la referida meta, por lo que el Banco Central de Costa Rica incrementó su tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos ubicándola en 5.25%. Por su parte, Guatemala, en marzo y junio la redujo en 25 puntos básicos hasta ubicarla en 4.50%.

En opinión de la Unidad de Inteligencia de The Economist, los bancos centrales de América Latina empezarían a incrementar sus tasas de interés en respuesta a la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, pero el margen de maniobra dependerá de otros factores, como la fortaleza de la demanda interna, los niveles de inflación y la apertura de la cuenta de capitales.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

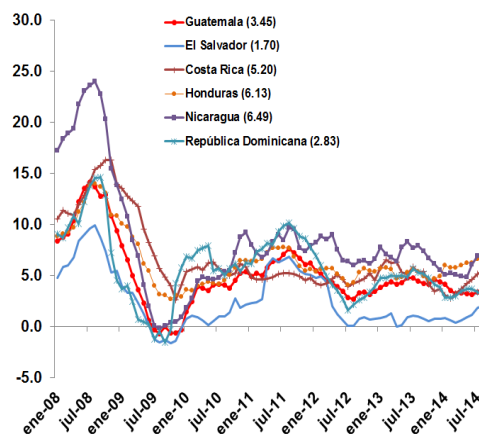
Existe consenso de que la actividad económica mundial continuaría con el proceso de recuperación, aunque moderado, como resultado de un mejor desempeño por parte de las economías avanzadas; mientras que las economías emergentes y países en desarrollo continuarían observando cierta ralentización.

En el caso de las economías avanzadas, su crecimiento se estaría explicando por la recuperación de la demanda interna, ante una moderada consolidación fiscal (con excepción de Japón) y condiciones financieras favorables, destacando los Estados Unidos de América que muestra un mayor dinamismo. En lo referente a las economías con mercados emergentes y en desarrollo, su ritmo de crecimiento se ha moderado, lo que se explica, en buena medida, por las reformas estructurales que están en proceso en la República Popular China. Es importante destacar que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo seguirán representando una parte importante del crecimiento económico mundial y seguirán creciendo a tasas superiores a las economías avanzadas.

Según el FMI, los riesgos a la baja en la actividad económica mundial continúan latentes y se estarían intensificando. En el corto plazo, la actividad económica sería afectada por el incremento en las tensiones geopolíticas, principalmente por la

Gráfica 11

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Centroamérica y República Dominicana (1) 2008-2014 (porcentaje)



(1) Datos a septiembre de 2014.
Fuente: Bancos centrales.

crisis de Ucrania y Rusia, así como por los conflictos en Oriente Medio, que tendría un efecto importante sobre los energéticos; además, una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, más rápida de lo previsto, podría provocar volatilidad en los mercados financieros. En el mediano plazo, los riesgos estarían asociados a un estancamiento y bajo crecimiento potencial de la actividad económica en las economías avanzadas; mientras que en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo se registraría una disminución en su crecimiento potencial. Por lo anterior, el FMI considera que en las economías avanzadas será necesario el apoyo de la política monetaria y un menor ajuste fiscal; mientras que en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, el espacio para implementar políticas macroeconómicas que apoyen la recuperación varía entre países y es limitado en aquellos con vulnerabilidades externas.

De acuerdo con las estimaciones del FMI, el crecimiento económico mundial para el presente año se situaría en 3.3%, igual al observado en 2013, mientras que para 2015 se prevé sea de 3.8%. Las economías avanzadas registrarían un crecimiento de 1.8% en 2014 (1.4% en 2013) y para 2015 se anticipa que se sitúe en 2.3%; mientras que las economías emergentes y países en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.4% para el presente año (4.7% en 2013) y de 5.0% para 2015.

En las economías avanzadas, destaca el mayor dinamismo previsto para los Estados Unidos de América, cuyo crecimiento se estima en 2.2% para 2014 y en 3.1% para 2015, como resultado de la mejora prevista en el gasto del consumo privado, la formación fija de capital y la demanda interna. Cabe destacar que se estima que el nivel de desempleo continúe registrando una baja hasta situarse en 5.9% en 2015. Asimismo, el mantenimiento de una política monetaria expansiva continuaría apoyando la recuperación de la actividad económica, a pesar de la desaparición del *tapering*. Respecto de la inflación, se anticipa que la misma se

sitúe en 2.4% en 2014 y en 2.0% en 2015. La previsión para 2014 estaría ligeramente por arriba del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal (2.0%), mientras que el pronóstico para 2015 convergería a dicho objetivo.

La Zona del Euro continuaría con su moderado proceso de recuperación económica, apoyado por una consolidación fiscal, una política monetaria acomodaticia, una mejora en las condiciones de crédito y tasas de interés históricamente bajas; sin embargo, las perspectivas de crecimiento continuarán siendo heterogéneas entre los países. Además, las hojas de balance de los sectores público y privado continúan deterioradas y persiste la fragmentación financiera y altos niveles de desempleo. Se prevé que para 2014 la región registre una tasa de crecimiento de 0.8% (-0.4% en 2013), mientras que para 2015 se situaría en 1.3%. El crecimiento previsto estaría sustentado en una mejora en el gasto de consumo privado y la inversión, aunque persisten los riesgos asociados a un posible estancamiento en la actividad económica; el resurgimiento de problemas en el mercado de vivienda en algunos países; y la intensificación de la crisis de Ucrania y Rusia. Con relación a la inflación, esta continuaría siendo baja y se prevé que en 2014 se ubique en 0.5% y en 2015 en 1.0%, valores por debajo de la meta de inflación establecida por el BCE.

En Japón, se anticipa que el PIB registre una tasa de crecimiento de 1.2% en 2014 y de 1.3% en 2015. De acuerdo al FMI, aun cuando se tiene planificado un ajuste fiscal, se esperaría una recuperación en la inversión privada y una moderada recuperación en la demanda interna, lo que influiría en la estabilización de la actividad económica en 2015. La inflación se prevé se sitúe en 2.6% y 3.0% en 2014 y 2015, respectivamente, como resultado del ajuste fiscal (incremento en el impuesto al consumo realizado en abril de 2014 y previsto para octubre de 2015), así como por la reducción en la brecha del producto, una política monetaria acomodaticia y la depreciación de la moneda.

En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, se proyecta que para el presente año se registre un crecimiento del PIB de 4.4%, ligeramente inferior al registrado en 2013 (4.7%) y de 5.0% para 2015. El crecimiento estaría sustentado en una recuperación de la demanda interna, así como de la demanda externa, principalmente por el mejor desempeño previsto en las economías avanzadas. Con relación a la inflación, se estima que la misma se sitúe en 5.5% en 2014 y en 5.1% en 2015, reflejando una disminución respecto del valor observado en 2013 (5.9%), asociada a la reducción en los precios de las materias primas.

En el caso de la República Popular China, se proyecta que el crecimiento económico se sitúe en 7.4% para 2014 (7.7% en 2013) y en 7.1% para 2015. El menor crecimiento previsto es resultado de la transición a una trayectoria de crecimiento más sostenible a largo plazo derivado del proceso de reformas estructurales que se están implementando en dicho país, con la finalidad de corregir algunos desequilibrios, incentivando principalmente el consumo interno. Según el FMI, el riesgo de un aterrizaje forzoso es muy bajo, aunque siguen existiendo riesgos relativos a que el crecimiento económico aún depende, principalmente, de la inversión y del crédito. Las previsiones de inflación indican que esta se podría situar en 2.3% para 2014 y en 2.5% para 2015 y reflejarían la baja en los precios de las materias primas, principalmente de alimentos.

Para América Latina y el Caribe, se anticipa un crecimiento de 1.3% para 2014 (2.7% en 2013) y de 2.2% para 2015. El menor crecimiento previsto respecto de 2013, se explicaría por una reducción en el precio de las materias primas que afectaría a los países que son exportadores netos. Sin embargo, la mejora prevista en la actividad económica de las economías avanzadas podría conllevar un aumento en la demanda externa.

Con relación a México, se prevé que el crecimiento económico registre una tasa de 2.5% para

2014 (1.1% en 2013) y de 3.7% para 2015. Dicho crecimiento sería resultado de la mejora en la actividad económica de Estados Unidos de América, su principal socio comercial, el crecimiento previsto en el sector de la construcción y los resultados preliminares de las reformas energéticas y de telecomunicaciones que se han implementado. Las previsiones de inflación se sitúan en 4.0% para 2014 y en 3.5% para 2015.

En el caso de Brasil, se anticipa que se registrará un crecimiento de 0.3% para 2014 (2.5% en 2013) y de 1.4% para 2015. El FMI resalta que el bajo crecimiento previsto obedece a una débil competitividad, una caída en la confianza sobre la actividad económica y condiciones financieras más restrictivas que estarían limitando la inversión. Además, se registra una moderación en el empleo y en el crecimiento del crédito que afectaría el consumo. La inflación se situaría en 6.2% para 2014 y en 6.0% para 2015, como reflejo de la persistencia inflacionaria, los problemas de oferta y las presiones de mantener precios administrados.

En Colombia, Perú y Chile, se prevé que para 2014 se registren tasas de crecimiento de 4.8%, 3.6% y 2.0%, respectivamente; mientras que para 2015 dichas tasas se situarían en 4.5%, 5.1% y 3.3%, en su orden. El lento crecimiento en la inversión y en el consumo de bienes duraderos, así como la caída en los precios de los metales, estaría afectando el crecimiento de Perú y Chile. En el caso de Colombia, el dinamismo en la demanda interna daría impulso al crecimiento económico. En cuanto a la inflación, en términos generales, se anticipa que converja a las metas establecidas por sus autoridades monetarias.

Respecto de la región centroamericana, se proyecta para 2014 un crecimiento de 3.1%, similar al registrado el año previo (3.2%) y para 2015 de 3.4%, resultado de la mejora en la actividad económica de Estados Unidos de América, situación que favorecería al crecimiento económico ante el incremento en las exportaciones, una mejora en los términos de

intercambio y un mayor flujo de remesas. No obstante, cada país de la región enfrenta situaciones internas que afectan su crecimiento, destacando el caso de Costa Rica por la reducción prevista en la inversión extranjera directa ante el cierre de una importante planta de producción, cuyo capital es extranjero. En cuanto a la evolución de los precios, se estima que la inflación podría situarse en 5.1% en 2014 y en 4.6% en 2015, influenciada, principalmente, por el comportamiento en el precio de los alimentos.

Cuadro 4

Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación de los Socios Comerciales de Guatemala (porcentajes)

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Principales socios						
Estados Unidos	2.2	2.2	3.1	1.3	2.4	2.0
El Salvador	1.7	1.7	1.8	0.8	2.0	2.0
Honduras	2.6	3.0	3.1	4.9	6.8	5.5
Zona del Euro	-0.4	0.8	1.3	0.8	0.5	1.0
México	1.1	2.5	3.7	4.0	4.0	3.5
Otros socios						
Colombia	4.7	4.8	4.5	1.9	3.3	3.0
Japón	1.5	1.2	1.3	1.4	2.6	3.0
Brasil	2.5	0.3	1.4	5.9	6.2	6.0
Chile	4.2	2.0	3.3	3.0	4.2	3.0
Perú	5.8	3.6	5.1	2.9	2.9	2.2
Reino Unido	1.7	3.2	2.7	2.1	1.5	1.8
China	7.7	7.4	7.1	2.5	2.3	2.5
Mundial	3.3	3.3	3.8	3.6	3.9	3.9
-Economías avanzadas	1.4	1.8	2.3	1.2	1.7	1.9
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.4	5.0	5.5	5.5	5.1
-América Latina y el Caribe ^{1/}	2.7	1.3	2.2	5.3	6.0	5.4
-América Central	3.2	3.1	3.4	3.9	5.1	4.6
Principales socios	1.8	2.1	2.9	1.8	2.7	2.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014; Consensus Forecasts y reporte de la Unidad de Inteligencia de The Economist, a septiembre de 2014.

^{1/} En la inflación se excluye a Argentina y se refiere a la inflación promedio anual.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Producto Interno Bruto del segundo trimestre de 2014, registró una tasa de crecimiento interanual de 4.3% (ver detalle en Anexo 1). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; administración pública y defensa; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; e industrias manufactureras, que en conjunto explicarían alrededor de 71.0% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo registrado en todos los componentes de la demanda, en particular en el consumo privado y en la inversión, así como en las exportaciones de bienes y servicios.

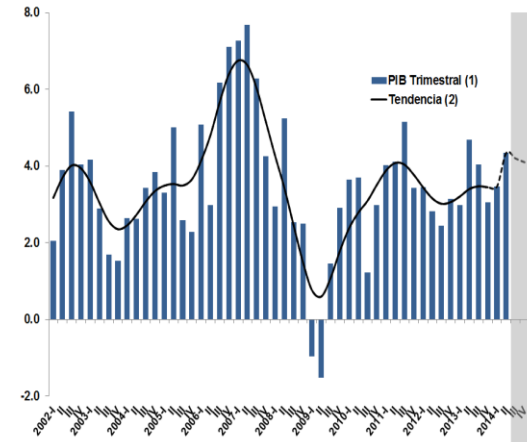
El crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2014 fue mayor al registrado en el primer trimestre del año (3.5%), consistente con las previsiones de crecimiento económico para 2014 (de entre 3.3% y 3.9%). Además, indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), también revelan un comportamiento congruente con dicha previsión de crecimiento. En efecto, a agosto del presente año el IMAE registró un crecimiento de 4.6%⁸, con un crecimiento acumulado de alrededor de 4.2% al citado mes, como resultado de la incidencia positiva de los sectores de explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; y transporte, almacenamiento y comunicaciones. El crecimiento interanual de la tendencia ciclo de dicho indicador a agosto fue de 5.2%, lo que indica que la actividad económica en lo que va del año, en promedio, continúa siendo más dinámica respecto al mismo período del año anterior (gráfica 13).

En septiembre del presente año, el nivel del Índice de Confianza de la Actividad Económica (gráfica 14) se situó en 42.71 puntos, superior en 8.65% respecto del registrado el mes anterior (39.31 puntos) y en 18.28% con relación al observado en

⁸ Variación interanual de la serie original del IMAE.

Gráfica 12

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



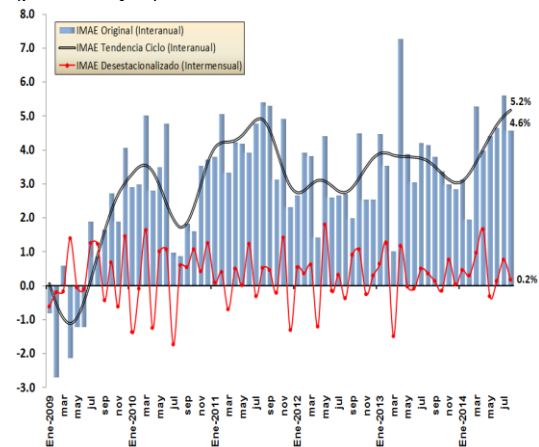
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a junio de 2014.

(2) Proyectada a diciembre de 2014, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 13

Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) (1) (2) (porcentajes)



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a agosto de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

septiembre de 2013 (36.11 puntos). Cabe indicar que entre enero y septiembre, en promedio, el índice continúa ubicándose en zona de expansión, es decir, en niveles por arriba de 50 puntos.

B. SECTOR EXTERNO

A agosto de 2014, el comercio exterior de Guatemala, sobre la base de la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria, mostró un mayor dinamismo respecto a similar período de 2013, congruente con la recuperación del comercio mundial prevista para 2014 (3.8%, según el FMI) y de la actividad económica de los principales socios comerciales. En efecto, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró un crecimiento de 5.7%; mientras que el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 3.7%; dando como resultado un saldo deficitario en la balanza comercial de US\$4,793.7 millones, superior en US\$36.9 millones (0.8%) al observado en el mismo período de 2013.

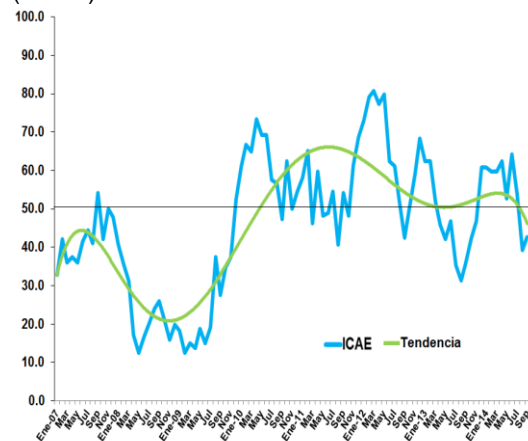
El mejor desempeño de las exportaciones FOB está asociado al incremento en el volumen exportado (16.3%) dada la mayor demanda externa; sin embargo, se registró un descenso en el precio medio de las mismas (9.0%), lo que impidió que en términos de valor las exportaciones registraran un alza mayor. Entre los principales productos exportados destacan, en su orden, el plomo; la energía eléctrica; el níquel; y el banano. Por otra parte, se registró una reducción en el valor exportado de algunos productos como el azúcar; las piedras y metales preciosos y semipreciosos; y el café.

Las ventas al exterior de plomo registraron un total de US\$249.6 millones, significativamente por encima del valor observado a agosto de 2013 (US\$4.0 millones). Dicho comportamiento, se asocia a que la Minera San Rafael, S. A., comenzó a exportar concentrado de plomo a partir de octubre 2013, intensificándose la extracción de dicho material durante este año. Cabe indicar que alrededor de 90.0% de las exportaciones de este producto se han destinado a Kazajistán (35.7%), Corea del Sur (30.9%) y Canadá (21.9%).

El valor de las exportaciones de energía eléctrica registró un importante incremento con respecto de lo acumulado a agosto de 2013 (US\$69.3 millones), alcanzando un total de US\$75.8 millones. Cabe indicar que desde el segundo semestre del año

Gráfica 14

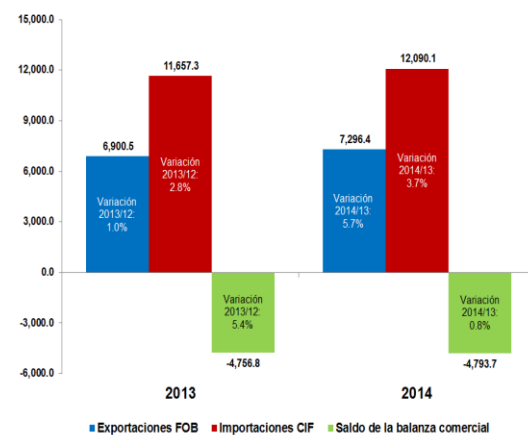
Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) (1)
(índice)



(1) Con información a septiembre de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

Gráfica 15

Balanza Comercial de Bienes (1)
(millones de US dólares)



(1) Con información a agosto de cada año.
Fuente: Declaraciones aduaneras de mercancías y formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación e importación.

anterior se ha observado un mayor dinamismo, debido a que en junio de 2013 empezó a operar la línea del Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central (SIEPAC), lo que aunado al bajo nivel de lluvias registradas en el sur de Centroamérica, permitió exportar casi la totalidad de energía generada hacia los países de la región.

Por su parte, el valor de las exportaciones de níquel también mostró un incremento importante (206.5%), explicado tanto por el aumento en el volumen exportado (178.7%) como en el precio medio de exportación (10.0%). El mayor volumen exportado está asociado a la reanudación de las operaciones en la planta FeNix y en el proyecto Montúfar, ubicados en los municipios El Estor y Los Amates, Izabal, ambos a cargo de la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN) y que tiene como destino principal los mercados de Grecia y Ucrania.

En cuanto al valor exportado de banano, este registró un incremento de 12.7%, explicado por un aumento en el volumen de 9.3% y un incremento en el precio medio de 3.1%, al pasar de US\$14.47 a US\$14.92 por quintal. Dicho comportamiento, se asocia al aumento en la demanda de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 96% de la fruta, así como a las compras por parte de otros países como Alemania, Corea del Sur y Japón.

Como se indicó, el valor de las exportaciones de azúcar se redujo en 18.6%, reflejo tanto de la disminución del volumen exportado (12.4%) como del precio medio por quintal (7.1%), al pasar de US\$22.48 a US\$20.88. La disminución en el precio internacional se asocia a la mayor oferta del edulcorante, principalmente de Brasil, pese a que en este país se reportaron condiciones climáticas adversas (sequías) que afectaron el rendimiento de los cultivos a inicios de año, así como a elevados niveles de inventarios que poseen Tailandia e India, factores que han incidido en la colocación de producto guatemalteco en el mercado internacional. En cuanto a la producción nacional de azúcar, esta se ha

beneficiado de mejores condiciones climáticas y de una alta productividad; en efecto, la zafra 2013/2014 que concluyó en mayo, aumentó en alrededor de 0.9%.

En cuanto a las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos, vale indicar que a pesar del significativo aumento de las mismas en términos de volumen (214.1%), este no logró compensar la importante caída que experimentó el precio medio de exportación (75.6%), la cual reflejó la disminución en el precio internacional del oro y de la plata; como resultado, el valor de las exportaciones de este rubro se redujo en 23.4%.

En lo que respecta al valor de las exportaciones de café, este evidenció una disminución de 7.1%, explicado por la reducción del volumen exportado (14.6%), que responde a los efectos en las cosechas ocasionados por la roya. En lo que respecta al alza en el precio medio de exportación (7.3%), esta se debe, en mayor medida, a los daños causados por las sequías a los cultivos en Brasil.

En cuanto al crecimiento en el valor CIF de las importaciones (3.7%), este estuvo determinado, principalmente, por el incremento de 11.1% en el volumen; mientras que el precio medio de las importaciones se redujo 6.5%. En dicho resultado, incidió, en mayor medida, el aumento en las importaciones de combustibles y lubricantes (12.0%), materiales de construcción (10.0%), bienes de consumo (4.8%) y bienes de capital (0.9%); en el caso de las materias primas y productos intermedios se observó una disminución (0.7%), resultado de menores precios medios.

Al 30 de septiembre de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$4,149.3 millones, superior en US\$348.0 millones (9.2%) respecto del monto registrado en igual período de 2013. Dicho resultado se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, principal socio comercial del país.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó en septiembre en US\$7,149.2 millones, equivalente a un financiamiento de 4.7 meses de importaciones de bienes, lo que, de acuerdo con estándares internacionales, continúa reflejando una sólida posición externa del país.

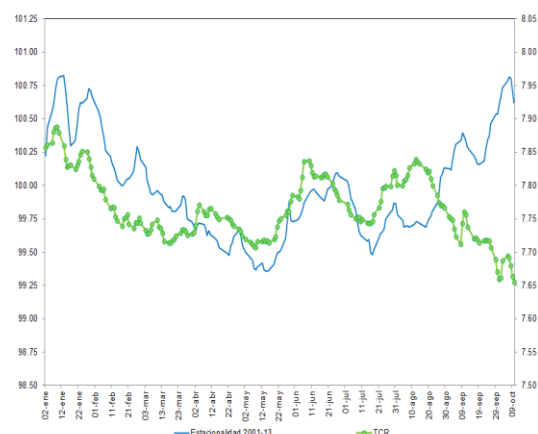
Con relación al tipo de cambio nominal, vale la pena recordar que en el Esquema de Metas Explicitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad del tipo de cambio nominal es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal. En ese contexto, el Banco de Guatemala participa en el Mercado Institucional de Divisas, comprando o vendiendo divisas, con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia. Dicha participación se realiza mediante una regla transparente y conocida por el mercado.

En efecto, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido la mayor parte del año un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando al 10 de octubre de 2014 una apreciación de 2.37% respecto del 31 de diciembre de 2013 y de 3.95% en términos interanuales. A la misma fecha, la participación del Banco Central en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, generó compras netas de divisas por US\$75.0 millones (compras por US\$83.0 millones y ventas por US\$8.0 millones).

En el transcurso del año el comportamiento del tipo de cambio nominal ha registrado, al igual que en años precedentes, períodos de apreciación y depreciación, en general, acordes a su estacionalidad. Hasta la primera semana de mayo el tipo de cambio nominal registró una apreciación de 1.71%, respecto del 31 de diciembre de 2013; posteriormente, entre el 8 de mayo y el 12 de agosto evidenció una depreciación de 1.71%, resultados que son consistentes con la estacionalidad del tipo de cambio nominal. Sin embargo, a partir de la segunda quincena de agosto, contrario a lo que revelan los factores estacionales (gráfica 16), se registra un comportamiento a la apreciación, que al 10 de octubre fue 2.35%. Dicho comportamiento, diferente a lo que sugiere el factor estacional, es indicativo de que hay otros factores en el mercado que están explicando su evolución; para lo cual, se analizó en primer lugar, el desglose de las operaciones de la balanza cambiaria, en donde se observa que, con excepción del ingreso

Gráfica 16

Tipo de Cambio Nominal de Referencia 2014 (1) y Estacionalidad (2) (Índice y Tipo de Cambio por US\$1.00)



(1) Al 10 de octubre.
 (2) Base 2001 - 2013.
 Fuente: Elaboración propia.

de divisas por remesas familiares, las transacciones de exportación e importación de bienes y servicios, así como de capital privado, mostraron un comportamiento consistente con el año anterior. En el caso de las remesas familiares, estas se han incrementado más que el año anterior, especialmente, a partir de abril. En julio y agosto, dicho comportamiento al alza se exacerbó, estabilizándose en algún grado en septiembre. En efecto, al 9 de octubre de 2014 las remesas familiares registraron un crecimiento interanual de alrededor de 9.1%, mientras que a igual fecha de 2013 observaban un crecimiento de 5.8%.

En segundo lugar, es importante destacar que desde el último trimestre de 2013 se ha registrado una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, sustentado en condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales en combinación con bajas tasas de interés, lo cual incidió en una acumulación de disponibilidades de divisas (posiciones largas) en algunas instituciones. Tomando en cuenta lo anterior, a partir de la segunda semana de agosto se ha observado una disminución de las referidas disponibilidades, lo que implicó que en algunas instituciones bancarias se registrara una desacumulación de disponibilidades (ventas netas en el Mercado Institucional de Divisas), lo cual, como se indicó, ha incidido en la apreciación del tipo de cambio nominal a partir de agosto.

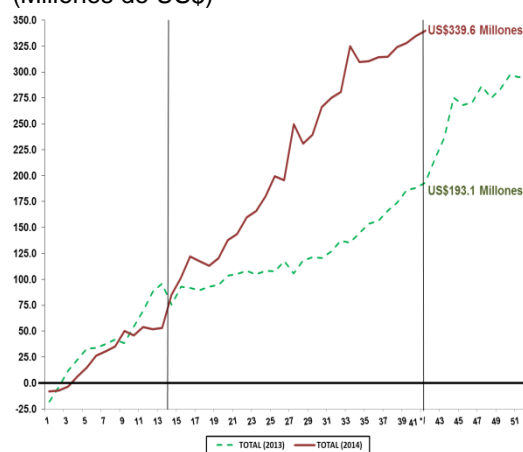
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

A septiembre de 2014, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 3.45%, por debajo del valor puntual, pero dentro del margen de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento a la baja en el ritmo inflacionario observado desde noviembre de 2013 se revirtió a partir de julio de 2014, principalmente por la reciente tendencia al alza en el precio de los alimentos. Asimismo, los efectos de una canícula más prolongada de lo normal, entre otros factores, afectaron en agosto el comportamiento de algunos rubros de alimentos como el maíz blanco e indirectamente los productos de tortillería. Sin embargo, en septiembre se observó una menor variación intermensual de la inflación asociada a menores precios de algunos productos derivados del petróleo. Cabe indicar que a partir de julio se

Gráfica 17

Crecimiento Absoluto del Ingreso de Divisas Por Remesas Familiares Comparativo 2013 – 2014 (1)
(Millones de US\$)



(1) Al 9 de octubre.

Fuente: Elaboración propia.

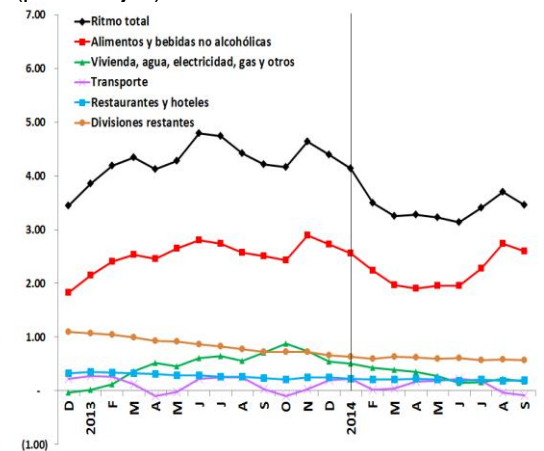
empezó a manifestar una disminución significativa en la cantidad de lluvia en la mayor parte del país, principalmente en el área que comprende el Corredor Seco (Chiquimula, Zacapa, Jutiapa, Jalapa, Santa Rosa y El Progreso). Dicho fenómeno climático conocido como canícula, se prolongó más allá de lo normal, impactando los cultivos de algunos granos básicos, principalmente el maíz, incidiendo en las cosechas de subsistencia de las familias que habitan en dicha región, afectando alrededor de 80% del área cultivada. De acuerdo al Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), las cosechas del Corredor Seco representan entre un 5% y 7% de la producción nacional, lo cual no representó un impacto considerable en el abastecimiento del mercado ni en el precio medio del maíz y del frijol, debido a que la canícula coincidió con la etapa baja del ciclo de cosecha de dichos granos básicos. Sin embargo, el alza que ocurrió en agosto en el precio del maíz, aunque moderada en un contexto histórico, sí afectó el precio de otros gastos básicos relacionados, principalmente los productos de tortillería.

El comportamiento del IPC a septiembre de 2014, se explica, de acuerdo a su impacto, por las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Restaurantes y hoteles*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; *Bienes y servicios diversos*; y *Recreación y cultura*, que en conjunto explican el 94.20% de la inflación total observada (gráfica 18).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) ha registrado históricamente, en promedio, el mayor impacto dentro del IPC. A septiembre registró una variación interanual de 8.12%, equivalente a 2.4 veces el ritmo de inflación total (3.45%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho resultado fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; el Pan y cereales; las Frutas; y las Carnes. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza registrada se explica, principalmente, por los incrementos en el precio medio de la Papa, el Frijol, el Güisquil, la Cebolla, el Culantro, Otras legumbres y hortalizas, el Tomate y la Zanahoria, que de acuerdo a información proporcionada por el MAGA, es resultado de una reducción en la oferta en el mercado interno y del incremento en la demanda externa de países vecinos, principalmente de El Salvador y Honduras.

Gráfica 18

Impacto de las Divisiones de Gasto en el Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El comportamiento del grupo de gasto Pan y cereales se explica, principalmente, por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería, el Maíz y el Pan. En el caso de los Productos de tortillería, el aumento obedece a que aún se elaboran tortillas con grano almacenado en silos y que fue adquirido a precios más altos, lo que refleja un rezago en la transmisión de precios del maíz. De acuerdo al MAGA, la temporada baja de cosecha se extiende desde mayo hasta agosto. Por su parte, el precio medio del Pan ha respondido al incremento en el precio internacional del trigo registrado en agosto, principal materia prima en su proceso de elaboración. Cabe indicar que los precios medios de los Productos de tortillería y del Pan, han sido afectados por el incremento del precio medio del gas propano, el mayor en los últimos cuatro años de acuerdo al Ministerio de Energía y Minas (MEM), el que, a su vez, responde al aumento del precio internacional del gas natural.

Con relación a las Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicha división registraron alza en su precio medio, principalmente las Frutas de estación, la Naranja y el Aguacate. En el caso de las Frutas de estación, se registró un incremento en el precio medio de la papaya, el mango y el limón, debido a factores estacionales en su ciclo de producción. En el caso de la Naranja, el aumento en su precio responde a que la fase de cosecha se encuentra en un nivel bajo y la oferta proveniente de Honduras se ha reducido. El alza en el precio medio del grupo de gasto Carnes, refleja el aumento en el precio medio de la carne de res, la carne de pollo y embutidos, como resultado del ajuste realizado por los expendedores de carne a inicios de 2014 y de una disminución en la oferta interna ante la reducción en las áreas de pasto.

La división de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles refleja el comportamiento del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad. En el caso del Gas propano, el precio medio

se mantiene en un nivel superior respecto del observado el año anterior, influenciado por el ajuste realizado en febrero por las principales distribuidoras del país y por el incremento en el precio internacional del gas natural. Por su parte, la disminución en el precio del Servicio de electricidad, revela la reducción del pliego tarifario trimestral agosto-octubre de 2014, tanto para la tarifa social como para la no social. Según el comunicado CNEE-004-14 de la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE), la tarifa seguirá registrando leves disminuciones debido a la política de estabilización de precios implementada por el Gobierno, así como al adecuado nivel de los embalses de las hidroeléctricas. De igual manera, las autoridades de la CNEE indican que aún existe un saldo a favor de los usuarios que podrían cubrir cambios abruptos en los precios en lo que resta del año.

La división de gasto *Restaurantes y hoteles* refleja el incremento en el precio medio del Almuerzo consumido fuera del hogar, el Desayuno consumido fuera del hogar y las Otras comidas consumidas fuera del hogar, como resultado de los aumentos registrados en algunos rubros como carnes, verduras y hortalizas. Con relación al incremento en la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, este denota el alza en el precio medio del Seguro, principalmente el de vehículos y el de vida; mientras que, la división de gasto *Recreación y cultura* explica su comportamiento, principalmente, por el incremento en los precios medios del Servicio de viajes todo incluido dentro del país y Servicio de viajes todo incluido fuera del país, especialmente en junio y julio, cuando se registró un aumento en la demanda debido al desarrollo de la Copa Mundial de Fútbol. Asimismo, en septiembre, se observó un aumento en la demanda de boletos aéreos para el último trimestre de 2014, como resultado de la finalización del ciclo escolar y el inicio de la temporada de vacaciones en el país.

Por su parte, la división de gasto *Transporte* registró una variación negativa, la cual se explica, principalmente, por la reducción en el precio medio de las gasolinas, asociada al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados. Cabe indicar que el precio internacional del petróleo de la variedad WTI, se ha mantenido por debajo del umbral de US\$100.00 debido, en buena medida, al aumento en la producción en los Estados Unidos de América, lo que ha contribuido a moderar el precio a pesar de los conflictos geopolíticos en Oriente Medio.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁹, a septiembre, se observa un alza en todas las regiones, destacando dentro de estas, según su impacto, las regiones I, VII, IV y VI (gráfica 19). Al analizar en conjunto las ocho regiones cotizadas, se observa que cuatro de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total, las que tuvieron una incidencia de 49.57% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte*.

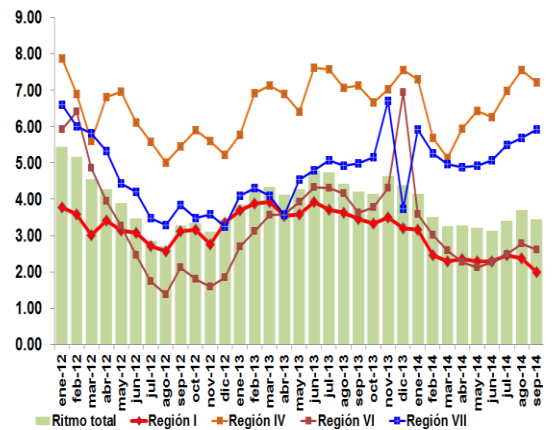
Con relación a la inflación subyacente, esta registró una variación interanual de 2.07%, revirtiendo la tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2013. Los rubros asociados a los alimentos continúan siendo los productos que registran mayor volatilidad, por lo que, alzas importantes en estos productos se excluyen de la inflación total (gráfica 20).

Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizan respecto del comportamiento del IPC, se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles, de exclusión fija de gastos básicos volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. El resultado de estos diferentes cálculos ha

⁹ La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y Región VIII, Petén (Petén).

Gráfica 19

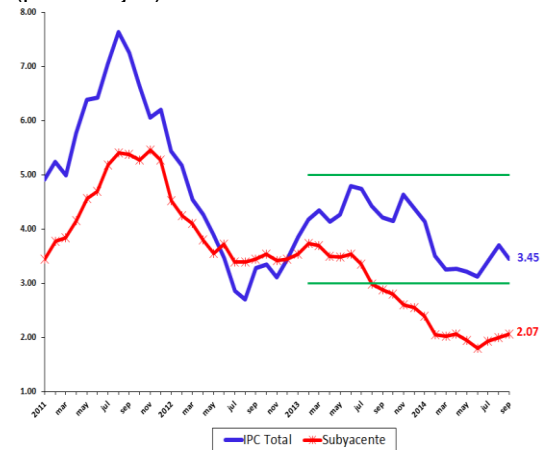
Comportamiento del ritmo inflacionario por regiones (1) (porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2014. Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 20

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2014. Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

demostrado que la medida de inflación subyacente actual¹⁰, ha sido la más estable y congruente con la tendencia observada, permaneciendo en el centro de la estimación; sin embargo, en lo que ha transcurrido del presente año el cálculo actual se ha sesgado hacia el límite inferior de la banda, debido a que la división de alimentos y bebidas, al haber presentado los incrementos más importantes y mayor volatilidad que el resto de las divisiones, hace que la mayoría de aumentos en la referida división sean excluidos del cálculo de la inflación subyacente (gráfica 21). Al considerar los 13 métodos citados, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.85% y 2.99%.

La inflación importada durante el primer semestre del año observó una tendencia alza, asociada al incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, como resultado de condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América, así como del cierre temporal de algunas refinerías. Sin embargo, a partir de julio, se viene registrando una desaceleración impulsada, principalmente, por la reversión observada en el precio internacional del petróleo y sus derivados, así como otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo (gráfica 22).

2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos

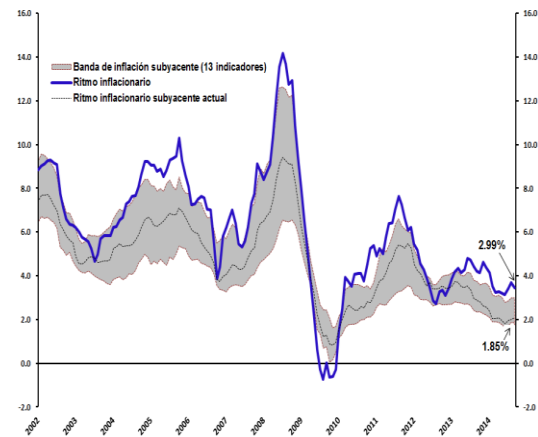
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en valores entre 2.80% y 4.80% y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, respectivamente. Para 2014, el rango citado se ubica por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación (4% +/- 1 punto porcentual); mientras que para 2015 excede los límites inferior y superior de la meta. Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 1.75% y 3.75% y entre 2.25% y 4.25% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, en su orden; en ambos casos, los referidos límites se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación. Cabe señalar que dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

La trayectoria de la inflación según los pronósticos de

Gráfica 21

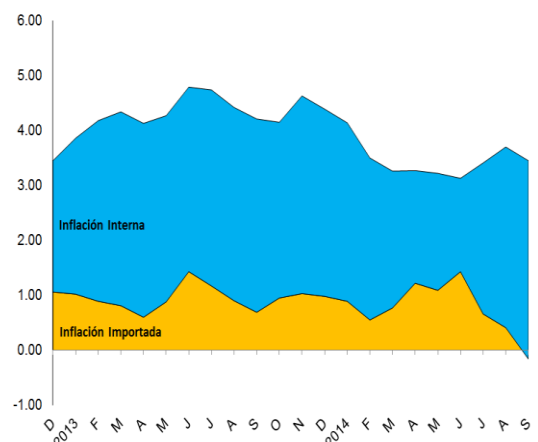
Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 22

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

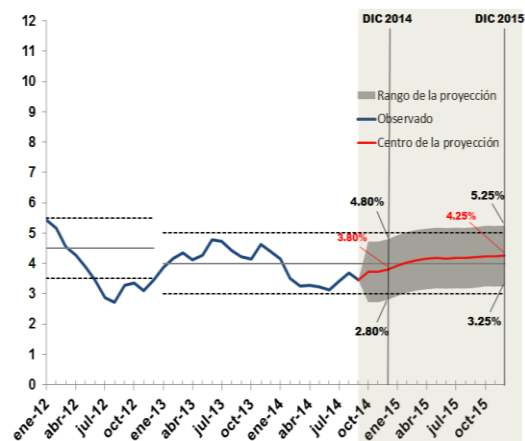
¹⁰ Metodología utilizada oficialmente para el cálculo de la inflación subyacente, la cual excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de cada mes.

corto plazo estaría sujeta a factores, tanto externos como internos, que podrían provocar fluctuaciones temporales en la inflación. Con relación a los factores externos, como se indicó, se estima que continúe la recuperación de la actividad económica mundial, principalmente en las economías avanzadas, aunque a un ritmo más moderado de lo previsto; mientras que en las economías emergentes y países en desarrollo se prevé cierta moderación, por tanto no se anticipan presiones inflacionarias provenientes de la actividad económica externa. Por el lado de las materias primas que afectan la inflación, el petróleo, el maíz y el trigo, presentan una tendencia reciente a la baja y los escenarios base de expertos internacionales anticipan estabilidad tanto para 2014 como para 2015.

Entre los factores internos se pueden mencionar los siguientes: i) el desempeño económico continuaría dinámico, impulsado por la evolución de la demanda interna, lo cual, aunque implica presiones inflacionarias, se considera que estas serían moderadas, persistiendo la proyección de que la brecha del producto se estaría cerrando este año; ii) el ritmo inflacionario de la división de alimentos ha registrado un incremento a partir del segundo semestre del año; sin embargo, algunas de las alzas que han provocado dicho comportamiento pueden ser transitorias, situación que influyó en la caída en el ritmo inflacionario de septiembre; iii) estabilidad en la última parte del año en el precio de las gasolinas y diésel, debido, en parte, a los altos niveles de producción y de inventarios en los Estados Unidos de América y a una reducción en la demanda debido a la finalización del período de vacaciones o temporada de verano (*driving season*) en dicho país; iv) considerando que los niveles de inventarios de gas propano a nivel mundial superan el promedio de los últimos cinco años, se estima cierta estabilidad en el precio medio del gas propano en los últimos meses del año, aunque en niveles altos; y v) el precio medio del servicio de energía eléctrica se mantendrá estable durante el resto del año. Por su parte, los pronósticos para 2015 responden, principalmente, por el lado de los factores externos, al mayor ritmo de crecimiento de la economía mundial, así como a una evolución estable en el precio internacional de las principales materias primas, aunque a precios altos, particularmente el petróleo. Considerando que a la fecha las proyecciones no anticipan presiones inflacionarias o

Gráfica 23

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

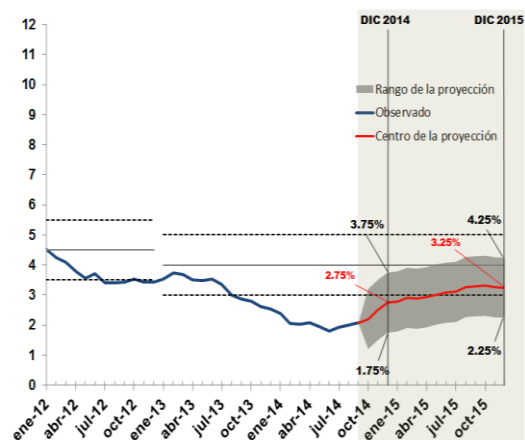


(1) Información observada a septiembre de 2014 y proyectada a diciembre 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 24

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Información observada a septiembre de 2014 y proyectada a diciembre 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

desinflacionarias significativas, se estima que la trayectoria de la inflación se ubicaría dentro del rango establecido como meta de inflación tanto en 2014 como en 2015.

El pronóstico de la inflación subyacente prevé que el comportamiento del precio de los productos de la canasta subyacente registre un alza moderada durante el resto del año, por lo que, por esa vía, las presiones inflacionarias estarían contenidas. Asimismo, las presiones inflacionarias provenientes de choques de oferta estarían relativamente contenidas de continuar estables las perspectivas del precio internacional del petróleo, maíz amarillo y trigo; aunque no se soslayan los riesgos derivados de factores geopolíticos, para el caso del petróleo, y de un posible deterioro climático para el caso del maíz amarillo y trigo.

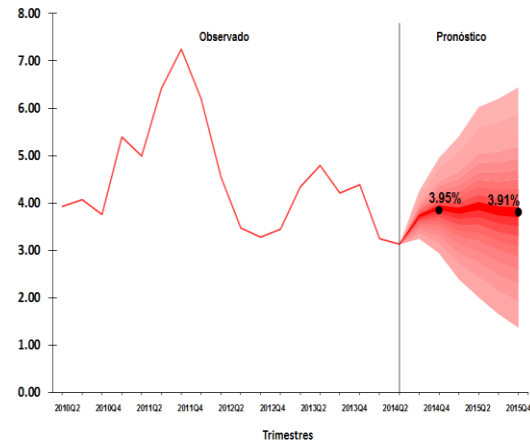
b) Pronósticos de mediano plazo

Para apoyar a la formulación e implementación de la política monetaria, es necesario utilizar herramientas analíticas y métodos econométricos sofisticados que permitan la realización de pronósticos y simulaciones; por tal motivo, a partir de 2014, se adicionó al análisis los resultados del Modelo Macroeconómico Estructural (MME), el cual es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) microfundado, que representa la interrelación matemática e intertemporal entre las principales variables macroeconómicas (internas y externas) de una economía pequeña y abierta, como la guatemalteca, que complementa el análisis del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los pronósticos de dichos modelos.

Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) los precios esperados de las materias primas y de los alimentos se visualizan relativamente estables; ii) las estimaciones de inflación de los principales socios comerciales de Guatemala sugieren presiones inflacionarias moderadas y contenidas, aunque crecientes, en el horizonte de pronóstico; y iii) la estimación de la brecha del producto de Guatemala en el horizonte de pronóstico sugiere que el crecimiento económico interno se sitúa alrededor de su nivel potencial, por lo que no se anticipan presiones inflacionarias o desinflacionarias sustanciales provenientes de la demanda

Gráfica 25

Pronósticos de Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)

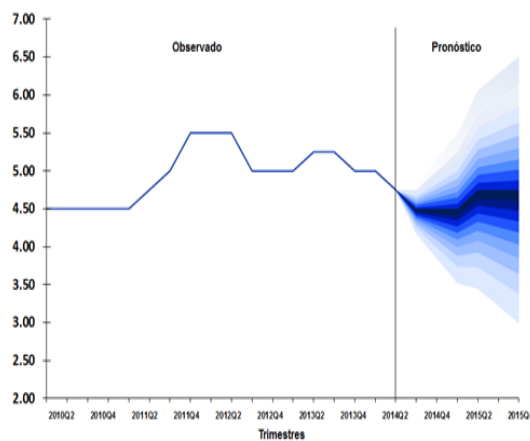


(1) Con información observada a agosto de 2014 y pronosticada hasta diciembre 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 26

Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1) (porcentajes)



(1) Con información observada a agosto de 2014 y pronosticada hasta diciembre 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

agregada.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en septiembre, con datos a agosto, indican una trayectoria de inflación con valores que se sitúan dentro del rango establecido como meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se situaría en 3.95% y en 3.91% para finales de 2014 y 2015, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder congruente con mantener el nivel de inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere un aumento de la tasa de política en el segundo trimestre de 2015.

c) Expectativas de inflación

En septiembre de 2014, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados se mantuvieron en un rango de entre 3.14% y 5.14% para diciembre de 2014 y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2015, en ambos casos, los límites de los citados rangos se ubican por arriba de los límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráfica 27). Los principales factores que sustentan dichas percepciones están referidos al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados, al desempeño de las políticas fiscal y monetaria, a la evolución del precio internacional de las materias primas y a la percepción de condiciones climáticas menos favorables. Vale indicar que las expectativas de inflación se han moderado y se han mantenido dentro del margen de tolerancia en lo que va del año, observándose un anclaje más efectivo en las expectativas de corto plazo (hasta un año).

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

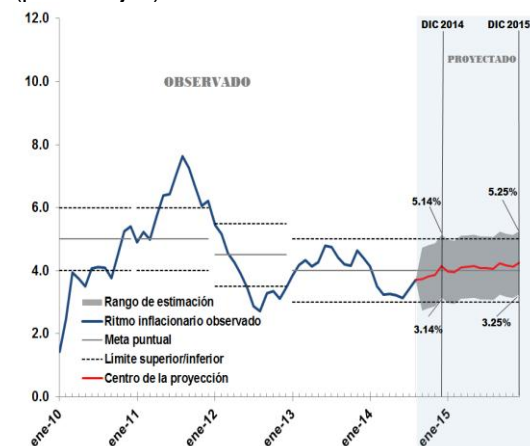
A septiembre de 2014 los principales agregados monetarios y de crédito, en general, han mantenido un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo.

i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que

Gráfica 27

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)

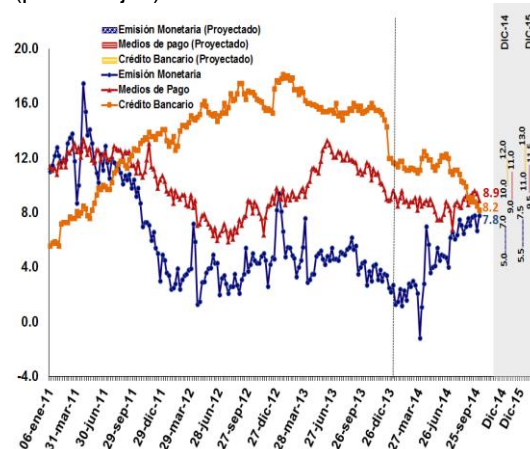


(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de septiembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 28

Emisión Monetaria, Medios de Pago y Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual observada al 2 de octubre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. A la fecha, la demanda de emisión monetaria ha sido congruente con las estimaciones de dichos componentes.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 2 de octubre, registraron un crecimiento interanual de 8.9%, asociado, al dinamismo de las captaciones bancarias y del numerario en circulación. En efecto, el multiplicador de los medios de pago mantuvo una tendencia positiva que permitió un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, reflejo de la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 40.0%.

iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 2 de octubre, registró un crecimiento interanual de 8.2%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (10.3%) como en moneda nacional (7.2%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y por encima del crecimiento del PIB nominal¹¹.

Es importante mencionar que el crédito bancario, aun cuando a lo largo del año viene registrando tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7%) y su peso relativo en relación al PIB ha venido creciendo, la tasa interanual se ha desacelerado por el hecho de que una parte del sector corporativo del país, dadas las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales y bajas tasas de interés, optó

por utilizar fuentes de financiamiento externas en lugar de crédito bancario interno. En efecto, las fuentes de crédito externas han cubierto parcialmente la demanda de crédito del sector privado para sus operaciones, denotando que en la expansión de la actividad económica han contribuido fuentes de financiamiento adicionales. En adición, el efecto de valoración por tipo de cambio nominal también ha profundizado la percepción de una desaceleración en el crédito bancario; dado que en agosto y septiembre se observó un tipo de cambio nominal inferior al registrado en fechas equivalentes en 2013. En ese sentido, al valorar la cartera crediticia en moneda extranjera con un tipo de cambio nominal relativamente menor, da como resultado un monto inferior en moneda nacional, reduciendo el ritmo de crecimiento de dicha cartera en esa moneda. En efecto, con información al 2 de octubre, el crecimiento de la cartera en moneda extranjera fue de 10.3%, sin embargo, al eliminar el efecto cambiario se registra un crecimiento de 14.4%, lo que conlleva a un aumento en el crédito bancario total de 1.4 puntos porcentuales, ubicándolo en 9.6% (8.2% sin considerar el efecto cambiario).

¹¹ El crédito bancario total al sector privado al cerrar el año representaría alrededor de 34.0% del PIB, por arriba de lo observado en los últimos años.

RECUADRO 7 INDICADOR DE FINANCIAMIENTO TOTAL AL SECTOR PRIVADO GUATEMALTECO

El financiamiento de la expansión de la actividad económica, tiene un papel preponderante en cualquier país. La evidencia empírica, de conformidad con Levine (2005), indica que si la intermediación financiera cumple sus funciones básicas: ubicar recursos financieros disponibles y colocarlos en proyectos rentables de inversión, así como contribuir a normalizar el consumo de las personas en el tiempo, entonces las instituciones financieras y los mercados financieros (sistema financiero) ejercen una considerable influencia en el desarrollo económico, el alivio de la pobreza y la estabilidad económica.

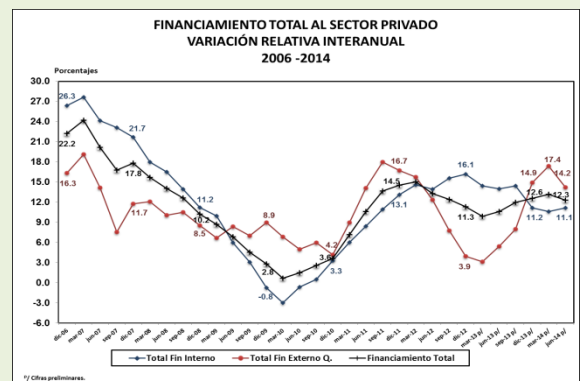
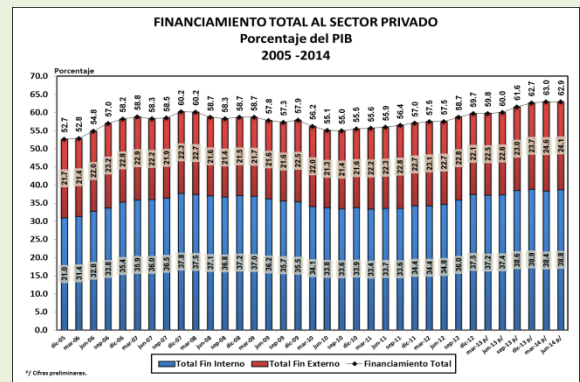
En general, las empresas y/o las personas utilizan, básicamente, dos tipos de financiamiento. El primero, referido al financiamiento propio, entendido como aquellos recursos monetarios de que dispone el propietario o el conjunto de propietarios de las empresas y, el segundo, se refiere a los recursos monetarios que son aportados por terceros, pero condicionados a una duración limitada y a un costo determinado. La principal motivación, desde el punto de vista de las empresas, para utilizar el financiamiento es incrementar las posibilidades de su inversión; en tanto que, las personas utilizan el financiamiento, básicamente, como una forma de inversión y estabilización de su consumo en el tiempo.

Considerando la naturaleza propia de las empresas, los avances tecnológicos en comunicaciones y la mayor integración financiera internacional, actualmente existe la posibilidad de acceder con relativa facilidad a diferentes tipos de intermediación financiera, tanto a lo interno del país como en el mercado financiero internacional. En esa línea, con el objeto de contar con una medida aproximada del financiamiento total al sector privado, se elaboró un indicador que incluyó distintas fuentes de financiamiento tanto internas como externas.

Dentro de las fuentes de financiamiento interno se consideró: el crédito al sector privado otorgado por los bancos del sistema, las sociedades financieras, las entidades fuera de plaza y las cooperativas de ahorro y crédito que operan en el país. En el caso de los bancos del sistema y las sociedades financieras, el otorgamiento de préstamos está expresado en moneda nacional y en moneda extranjera; mientras que las entidades fuera de plaza, únicamente pueden brindar crédito en moneda extranjera. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito otorgan financiamiento sólo en moneda nacional. En adición, se incluye la deuda que empresas no financieras adquieren en el mercado primario mediante la emisión de títulos (generalmente pagarés) y en oferta pública colocados en la Bolsa Nacional de Valores. Vale indicar que el financiamiento obtenido mediante esta última fuente, aunque en el período 2007-2013 creció alrededor de 83.0%, su participación dentro del financiamiento interno total aún no es relevante.

En cuanto al financiamiento externo¹, se consideraron los préstamos obtenidos de instituciones bancarias del exterior y los créditos comerciales externos²; asimismo, se incluyen las emisiones de bonos realizados en el exterior por empresas guatemaltecas³. En adición, debido a la posibilidad de financiar actividades empresariales con recursos propios, se consideró la reinversión de utilidades de las empresas de inversión extranjera directa⁴, así como los préstamos provenientes de la casa matriz, de filiales o de sucursales.

En 2014, el indicador revela que el financiamiento total al sector privado como porcentaje del PIB representa más de 60%, con una participación de financiamiento interno alrededor de 38.0%. Vale indicar que dichos valores están en línea con la experiencia internacional. Es importante destacar que, desde el último trimestre de 2013, se ha registrado una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, dadas las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales en combinación con bajas tasas de interés, lo cual ha incidido en una menor demanda de crédito bancario interno, como ya se ha comentado.



¹ Con base en información de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de Guatemala.

² Se refiere al financiamiento de corto plazo que obtienen empresas nacionales, principalmente, por los bienes y servicios que se importan.

³ Corresponde a la emisión de títulos de deuda a largo plazo, colocados en el mercado financiero internacional, generalmente con no residentes.

⁴ La inversión extranjera directa es la categoría de inversión internacional que refleja el interés, por parte de una entidad residente de una economía, de obtener una participación duradera en una empresa residente de otra economía.

b) Tasas de interés

i) De corto plazo

Derivado del diseño operativo para la ejecución de la política monetaria, vigente desde 2011, se considera que la tasa de interés de operaciones de reporto a un día es un indicador apropiado de tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente en el sistema bancario. En el transcurso de 2014, la referida tasa se ha ubicado, como es usual, consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (18 puntos básicos en promedio), pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, lo cual es reflejo de que las condiciones de liquidez son adecuadas en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados (gráfica 29).

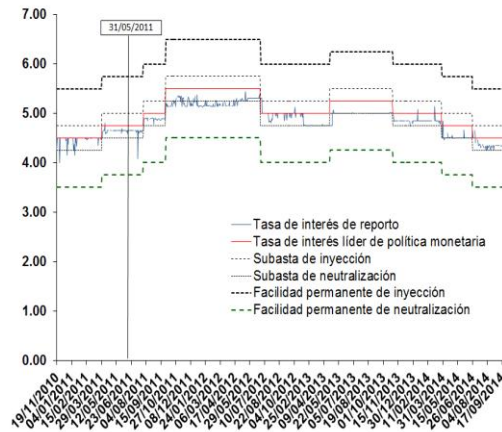
ii) De largo plazo

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, en moneda nacional, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel de alrededor de 13.70%, significativamente por debajo de los niveles registrados en la década anterior (gráfica 30).

Al 2 de octubre, la tasa de interés activa en moneda nacional se incrementó en cinco puntos respecto de diciembre de 2013, ubicándose en 13.74%, lo que se explica, principalmente, por el mayor peso relativo del crédito al consumo respecto de la cartera total, el cual, generalmente, es otorgado a tasas de interés más altas con relación a otros créditos. No obstante, en el transcurso del año se han registrado reducciones en la tasa de interés para los créditos de los destinos: consumo, empresarial mayor, empresarial menor e hipotecario. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó, al 2 de octubre, en 5.48% (gráfica 31), dos puntos básicos por arriba de su valor en diciembre de 2013.

Gráfica 29

Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder (1) (porcentajes)

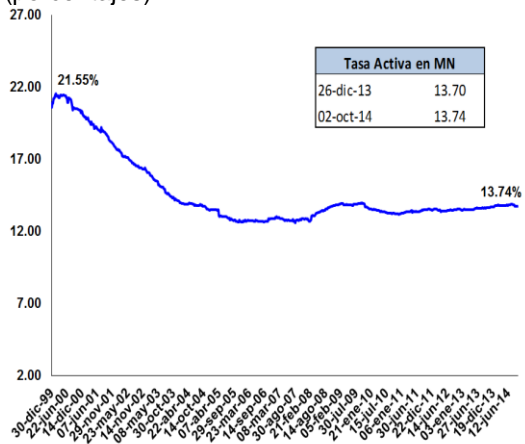


(1) Con información al 2 de octubre de 2014.

Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 30

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 2 de octubre de 2014.

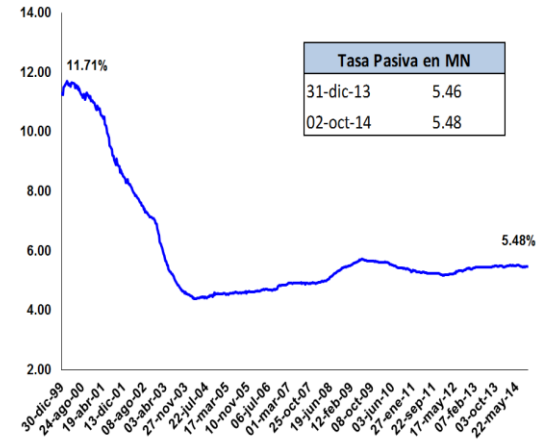
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Tipo de cambio real de Equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos, es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2014, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra cercano a su nivel de equilibrio. Así, los modelos 1 y 2¹² señalan una leve sobredepreciación de entre 0.09% y 0.77%, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar (gráficas 34 y 35); mientras que el modelo 3¹³ registra una leve sobreapreciación de 1.06%. Con información al segundo trimestre de 2014, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 1.49%, derivado del aumento en los diferenciales de inflación (0.84%) respecto de los principales socios comerciales y de una apreciación nominal (0.65%).

Gráfica 31

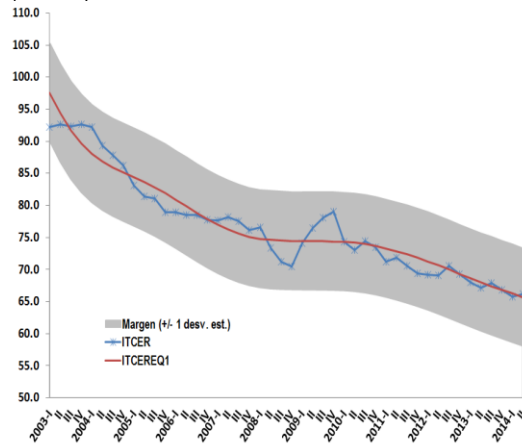
Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 2 de octubre de 2014.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 32

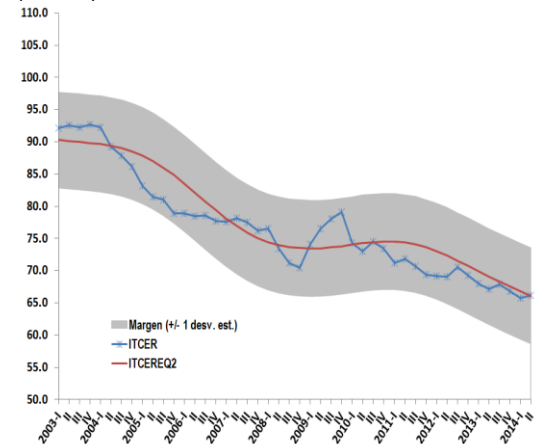
ITCER Observado y de Equilibrio,
Modelo 1 (1)
(índice)



(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 33

ITCER Observado y de Equilibrio,
Modelo 2 (1)
(índice)



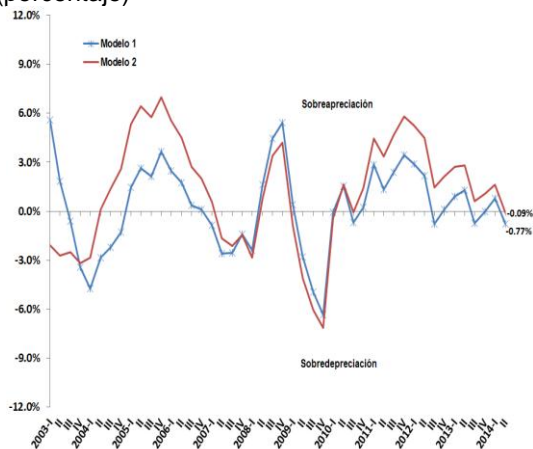
(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

¹² El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB.

¹³ El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

Gráfica 34

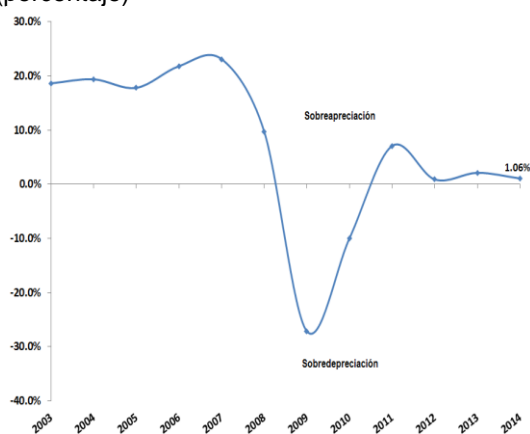
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (porcentaje)



(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 35

Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (porcentaje)



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

D. FINANZAS PÚBLICAS

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014, cuya distribución analítica fue aprobada por el Presidente de la República, en Acuerdo Gubernativo Número 544-2013, por la suma de Q66,985.4 millones, prevé un déficit fiscal de 2.3% del PIB y posteriormente fue ampliado mediante el Decreto Número 3-2014, en Q1,500.0 millones para cubrir compromisos estatales a cargo de los Ministerios de Educación y de Salud Pública y Asistencia Social, cuya fuente de financiamiento provendría de una mayor recaudación tributaria, lo que mantendría el déficit fiscal en 2.3% del PIB, pero con un nuevo techo del presupuesto (Q68,485.4 millones, 15.1% del PIB)¹⁴.

Sobre la base indicada, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria, la colocación de

Bonos del Tesoro por Q4,000.0 millones pendiente de aprobación por parte del Congreso de la República y la ejecución de gastos, estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse en alrededor de 2.1%, igual al registrado en 2013, previéndose una variación interanual para los ingresos tributarios de 4.4% y para los gastos totales de 4.6%. Con base en el comportamiento de la recaudación tributaria, el Organismo Ejecutivo emitió los Acuerdos Gubernativos Nos. 167-2014 y 174-2014, en mayo y junio, respectivamente, con el propósito de regularizar el cumplimiento de obligaciones tributarias de los contribuyentes. Bajo dicha normativa, se acordó la exoneración de multas, intereses o recargos, sin importar el período fiscal al que correspondan¹⁵, con lo que se espera reducir la brecha de recaudación tributaria (respecto de los ingresos tributarios previstos) registrada en lo que va del año.

¹⁴ En junio de 2014 fue emitido el Decreto Número 19-2014, el cual incluyó una nueva ampliación presupuestaria por Q550.0 millones para la ejecución de proyectos a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda; sin embargo, este fue derogado mediante Decreto 21-2014.

¹⁵ La exoneración, con vigencia a partir del 12 de junio de 2014, se aplica en la forma siguiente: i) El cien por ciento (100%), si el pago de impuestos o cumplimiento de las obligaciones formales se realiza durante el primer mes de vigencia; ii) El noventa y cinco por ciento (95%), si el pago se realiza durante el segundo mes de vigencia; y iii) El noventa por ciento (90%), si el pago se realiza durante el tercer mes de vigencia.

1. Ingresos

Al 30 de septiembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.2% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 5.9% que registraron los ingresos tributarios (94.1% de los ingresos totales) y de 11.1% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 10.8%, sustentados en el dinamismo del Impuesto Sobre la Renta y del Impuesto de Solidaridad, los cuales crecieron 11.2% y 9.8%, respectivamente. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 3.4%, dentro de los cuales el IVA total creció 6.3% (IVA doméstico 9.3% e IVA importaciones 4.2%) y el de derechos arancelarios aumentó 4.3%, mientras que el resto de impuestos indirectos registraron una disminución de 6.6%.

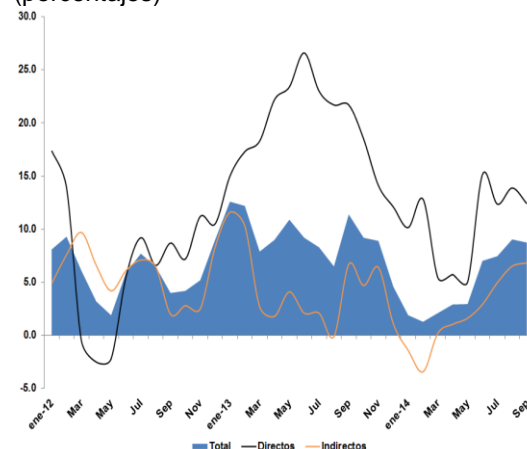
2. Gastos

Al 30 de septiembre de 2014, el gasto público aumentó 6.8% respecto de similar período del año anterior (9.0% en 2013), reflejo de la contención del gasto público que ha implicado efectuar una asignación mensual del gasto consistente con la evolución de los ingresos, principalmente, de la recaudación tributaria. En ese contexto, los gastos de funcionamiento fueron mayores en 4.3%, mientras que los de capital crecieron 17.5%. Cabe indicar que el gasto social (el cual incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y vivienda) fue mayor en 8.8% respecto al mismo período del año anterior. Como se aprecia en la gráfica 37, la contención del gasto público, iniciada desde el segundo semestre de 2013, es particularmente evidente en el rubro de transferencias (corrientes y de capital), las cuales aumentaron muy levemente a septiembre de 2014 (0.2%), mientras que el resto de gastos crecieron 9.9%.

El porcentaje de ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 66.8%, mayor al registrado en 2013 (64.0%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Educación (71.5%) y el Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social (66.8%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (57.1%) y el Ministerio de Desarrollo Social (43.5%).

Gráfica 36

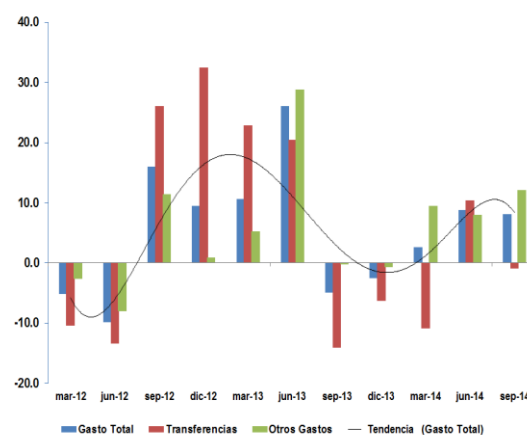
Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2012-2014
(porcentajes)



(1) Variación interanual, media móvil de tres meses.
(2) Cifras preliminares a septiembre.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Gráfica 37

Gasto Total Trimestral (1)
Años: 2012-2014
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a septiembre 2014.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

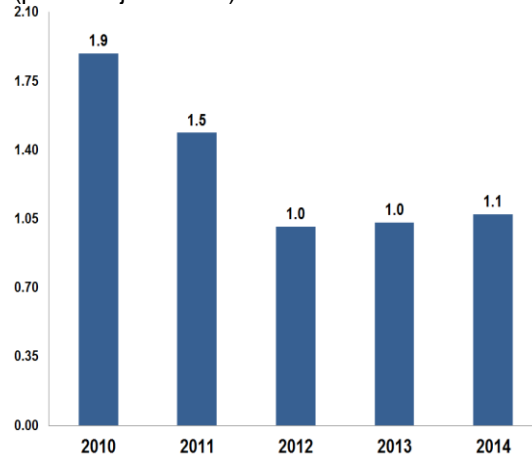
3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gasto público al 30 de septiembre de 2014, resultó en un déficit fiscal de Q4,864.6 millones (1.1% del PIB), superior al registrado en el mismo período del año anterior (Q4,360.7 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q476.5 millones, resultado de desembolsos por Q1,432.9 millones y amortizaciones por Q1,909.5 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este se ubicó en Q6,151.5 millones, como consecuencia de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,335.2 millones, vencimientos por Q2,180.8 millones y amortizaciones de primas de deuda interna por Q3.0 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q810.4 millones.

Al 31 de agosto, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$7,011.7 millones, menor en US\$58.5 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2013 (US\$7,070.2 millones); mientras que el saldo de la deuda pública interna al 30 de septiembre se situó en Q55,561.2 millones, mayor en Q6,154.4 millones respecto al 31 de diciembre de 2013 (Q49,406.8 millones). Vale indicar que el 13 de mayo del presente año, el Ministerio de Finanzas Públicas concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala correspondientes al ejercicio fiscal 2014, por un monto de Q8,335.2 millones. De dicho monto, el 80.5% fue colocado en moneda nacional (Q6,708.2 millones), a plazos de 7, 10, 12 y 15 años y a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.88%, 7.33%, 7.38% y 7.50%, respectivamente. El restante 19.5% (equivalente a Q1,627.0 millones) fue colocado en moneda extranjera (aproximadamente US\$210.1 millones) a 7 años plazo y a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 4.88%.

Gráfica 38

Déficit Fiscal Acumulado a Septiembre
Años: 2010-2014
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 5

Gobierno Central (1)
Ejecución Presupuestaria a Septiembre
Años: 2013-2014
(millones de quetzales)

Concepto	2013	2014 ^{P/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	36,671.2	38,957.5	2,286.3	6.2
A. Ingresos (1+2)	36,487.7	38,848.6	2,360.9	6.5
1. Ingresos Corrientes	36,481.4	38,843.1	2,361.6	6.5
a. Tributarios	34,618.5	36,677.1	2,058.5	5.9
b. No Tributarios	1,862.9	2,166.0	303.1	16.3
2. Ingresos de Capital	6.3	5.5	-0.8	-12.1
B. Donaciones	183.5	109.0	-74.5	-40.6
II. Total de Gastos	41,031.9	43,822.1	2,790.2	6.8
A. De Funcionamiento	33,230.5	34,652.4	1,421.8	4.3
B. De Capital	7,801.4	9,169.7	1,368.3	17.5
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-4,360.7	-4,864.6	-503.8	11.6
IV. Financiamiento Total	4,360.7	4,864.6	503.8	11.6
A. Interno	4,100.2	6,151.5	2,051.3	50.0
B. Externo	2,683.6	-476.5	-3,160.1	-117.8
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-2,423.1	-810.4	1,612.7	-66.6
Carga tributaria	8.2	8.1		
Déficit/PIB	-1.0	-1.1		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el segundo trimestre de 2014, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; administración pública y defensa; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; e industrias manufactureras. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 71% de dicho resultado.

Cuadro A1.1

Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2) (3)
(porcentajes)

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual				2014	
		II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.6	5.5	4.1	1.6	4.0	5.7
Explotación de Minas y Canteras	0.6	2.6	1.3	11.6	34.6	56.9
Industria Manufacturera	17.9	7.3	2.3	2.3	2.8	1.9
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	6.0	6.1	6.4	7.1	5.7
Construcción	2.9	2.2	3.2	2.6	3.0	4.5
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	3.0	3.6	3.2	3.1	3.4
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	1.7	7.1	2.1	1.7	2.5
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.8	13.9	14.4	7.7	7.9	8.6
Alquiler de Vivienda	10.1	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
Servicios Privados	16.1	3.9	4.7	1.8	3.5	3.2
Administración Pública y Defensa	7.8	7.5	3.9	7.1	1.7	4.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.7	4.0	3.1	3.5	4.3

(1) Medido por el origen de la producción.

(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

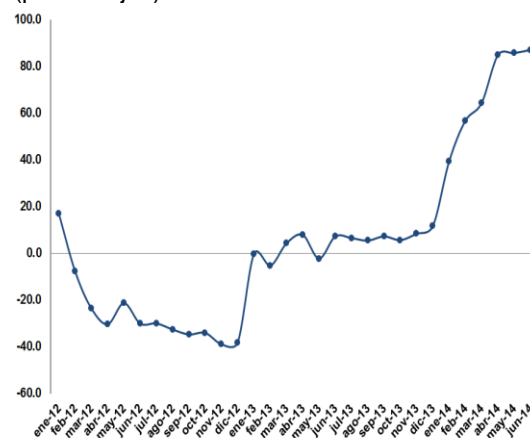
(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

El dinamismo registrado en la actividad de explotación de minas y canteras se asocia, principalmente, al incremento en la extracción de minerales metálicos, específicamente plomo, cinc y níquel. Cabe indicar, que el crecimiento observado en la referida actividad en el segundo trimestre de este año es mayor a las tasas de crecimiento interanual observadas en los mismos trimestres

Gráfica A1.1

Exportación de Minerales Metálicos (1) (2) (3)
(porcentajes)



(1) En términos reales.

(2) Variación interanual acumulada.

(3) Con cifras a junio de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

de 2002, 2006, 2007 y 2011, años en que dicha actividad registró su mayor dinamismo.

Por su parte, el comportamiento observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares derivó, principalmente, del crecimiento observado en la actividad de bancos y financieras, como consecuencia del aumento de los intereses netos; así como por las comisiones efectivas percibidas.

El desempeño de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo asociado, principalmente, a un mayor volumen de producción de banano, cardamomo, hortalizas, tubérculos, melón, mango, plátano, sandía, rosas, troncos de madera y otras gomas y resinas naturales, incentivado por el incremento en la demanda externa de dichos productos. Asimismo, se observó un crecimiento en las actividades de crianza de aves y de cría de peces, asociado a la mayor demanda tanto interna como externa.

El crecimiento de la administración pública y defensa estuvo influenciado por el desempeño positivo que mostró el valor agregado generado por algunas instituciones del Gobierno Central, entre las que destaca, el crecimiento, en términos reales, del pago de remuneraciones del Ministerio de Gobernación, Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social; así como, las Instituciones Públicas Descentralizadas; el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS) y los Gobiernos Locales.

En la evolución positiva de los servicios privados, influyó el dinamismo de las actividades de hoteles y restaurantes, debido al incremento observado en la demanda interna, provocado por las festividades de semana santa y la celebración de la Copa Mundial de Fútbol. Asimismo, se evidenció un crecimiento en las actividades de mantenimiento y reparación de vehículos automotores y motocicletas, asociado al incremento en la demanda final e intermedia, como consecuencia del crecimiento del parque vehicular. Las otras actividades inmobiliarias, excepto alquiler de vivienda; alquiler de

maquinaria y equipo; actividades jurídicas y de contabilidad; y actividades de arquitectura, ingeniería y otras actividades técnicas, registraron un crecimiento en este trimestre, derivado del incremento en la demanda intermedia de las actividades de telecomunicaciones, administración pública e intermediación financiera.

El resultado observado del comercio al por mayor y al por menor se asoció al incremento del volumen de bienes comercializados en la economía durante el segundo trimestre, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan el comercio al por menor de alimentos, bebidas y tabaco; combustibles; maquinaria, equipo y materiales; vehículos; aparatos eléctricos y equipo de uso doméstico; y, productos por catálogo, lo que refleja el comportamiento favorable mostrado por algunas actividades agropecuarias y manufactureras.

Finalmente, el crecimiento de la industria manufacturera se asocia, principalmente, al incremento en la producción de carne procesada de aves; productos de panadería; y cerveza; así como a la fabricación de papel, pinturas, barnices y productos de revestimiento similares, asociada a una mayor demanda interna de dichos productos. Por su parte, la elaboración y conservación de pescado; elaboración y conservación de frutas, legumbres y hortalizas; fabricación de textiles y prendas de vestir; fabricación de productos de madera; y, la fabricación de productos farmacéuticos, registraron aumentos como resultado de una mayor demanda externa.

II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al segundo trimestre de 2014, observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 4.4%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliar (alimentos y bebidas; enseres domésticos; combustibles y lubricantes; vehículos; y productos de plástico, entre

otros). Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento del número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares, de los salarios medios y del crédito bancario al sector privado, principalmente, el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un aumento de 4.0%, explicado, fundamentalmente, por un incremento en la compra de bienes y servicios.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta registró un incremento de 3.0%, asociado, principalmente, a la mayor inversión en construcción y al aumento, en términos de volumen, en las importaciones de bienes de capital, especialmente las destinadas para el sector agropecuario.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 7.1% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de minerales metálicos, banano, legumbres preparadas o en conserva y cardamomo, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.1%, derivado del incremento que registró el volumen de importación de bienes de consumo no duraderos; de combustibles y lubricantes; y de bienes de capital.

Cuadro A1.2

Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2)
(porcentajes)

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2013			2014	
		II	III	IV	I	II
Demanda Interna		4.4	5.6	2.3	3.8	3.1
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.6	5.1	4.9	3.1	4.1	4.4
Gasto de Gobierno Central	11.2	16.2	5.2	-0.8	8.1	4.0
Formación Bruta de Capital Fijo	14.8	-2.1	8.9	0.5	3.7	3.0
Exportaciones de bienes y servicios	25.5	6.9	3.3	7.6	4.4	7.1
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.7	5.1	6.7	3.5	4.9	4.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.7	4.0	3.1	3.5	4.3

(1) Medido por el destino del gasto.

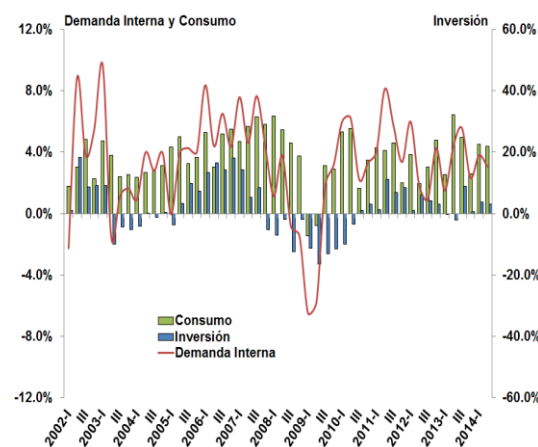
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(3) ISFLSH: Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.2

Demanda Interna, Consumo e Inversión (1) (2)
(porcentajes)



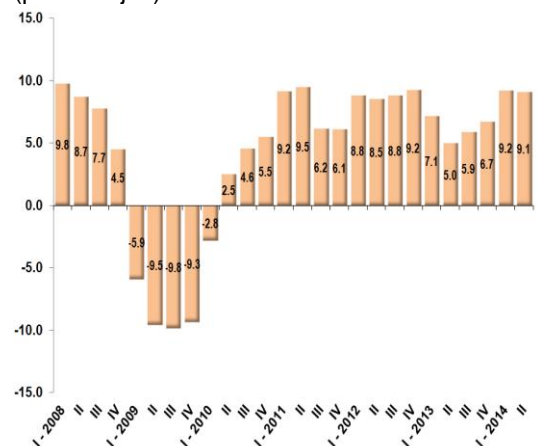
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a junio de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a junio de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXO 2

LA BANCA CENTRAL EN LA ERA POST FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA¹⁶

I. INTRODUCCIÓN

Derivado de los efectos negativos de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, los bancos centrales de algunas economías avanzadas implementaron medidas de política monetaria no convencionales. Dichas medidas, como la flexibilización cuantitativa (*Quantitative Easing*), tenían como objetivo impulsar la demanda agregada, mediante la compra de activos financieros (como valores respaldados por hipotecas y obligaciones de deuda garantizadas) a los bancos comerciales y a otras instituciones financieras (Palley, 2014).

En efecto, estas medidas adoptadas tanto por la Reserva Federal de Estados Unidos de América (FED) como por el Banco Central Europeo (BCE), implicaron una expansión en las hojas de sus balances, alcanzando un total de activos de US\$4.4 billones, a inicios de septiembre de 2014 (gráfica A2.1), y un total de €3.1 millones a mediados de 2012 (gráfica A2.2), respectivamente.

Adicionalmente, las medidas de flexibilización cuantitativa disminuyeron las tasas de interés de largo plazo, lo que resultó en fuertes entradas de capital en las economías con mercados emergentes (Palley, 2014).

En ese contexto, y ante las perspectivas de una recuperación económica mundial, se ha iniciado el análisis sobre las consecuencias que pueden enfrentar los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de países con mercados emergentes, derivado del retiro de estas medidas, el cual puede variar dependiendo de las condiciones de cada país.

II. LA ERA POST FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA

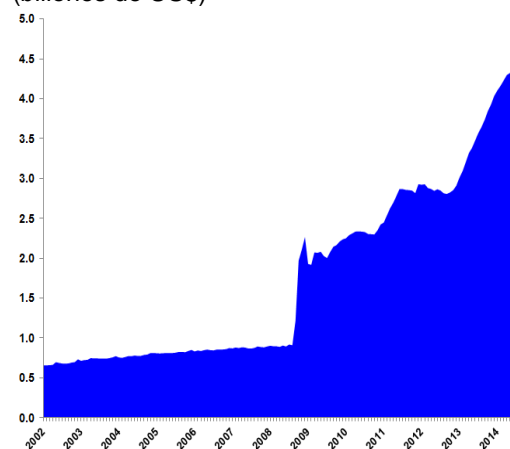
Los bancos centrales que implementaron políticas de flexibilización monetaria para activar la actividad económica, han anunciado la normalización de su política monetaria, derivado de condiciones económicas más favorables.

Al respecto, Putnam (2014) indica que la estrategia de salida podría ser más fácil para el BCE que para la FED, ya que los bancos comerciales están cancelando sus préstamos, lo que

¹⁶ Fuente: "La banca central en la era post flexibilización cuantitativa". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Septiembre de 2014.

Gráfica A2.1

Activos totales de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (1)
(billones de US\$)

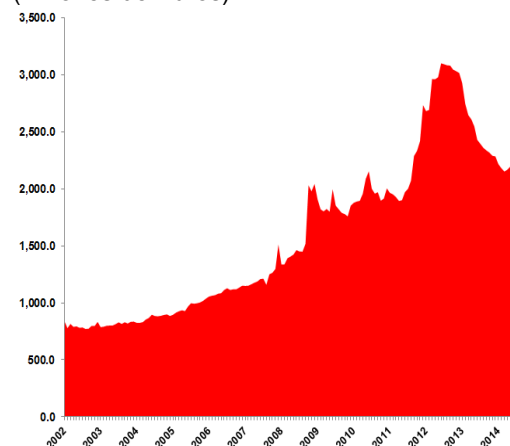


(1) Con información disponible al 3 de septiembre de 2014.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica A2.2

Activos totales del Banco Central Europeo (1)
(millones de Euros)



(1) Con información disponible al 29 de agosto de 2014.

Fuente: Bloomberg.

implica una disminución en su hoja de balance (gráfica A2.2). Sin embargo, la modesta fortaleza del euro y los retos pendientes debido a la fragmentación de su sistema financiero, plantean la posibilidad de presiones deflacionarias no deseadas y algunos ajustes de política adicionales por parte del BCE. En el caso de la FED, su salida plantea mayores retos, ya que permanece la incertidumbre sobre el tiempo que tomará regresar a una política convencional de tasas de interés de corto plazo; además, los ingresos de los bancos comerciales se han reducido considerablemente, por lo que se podría aumentar la supervisión relacionada con el tamaño de la hoja de balance de la FED, lo cual conduciría a la pérdida de independencia operacional.

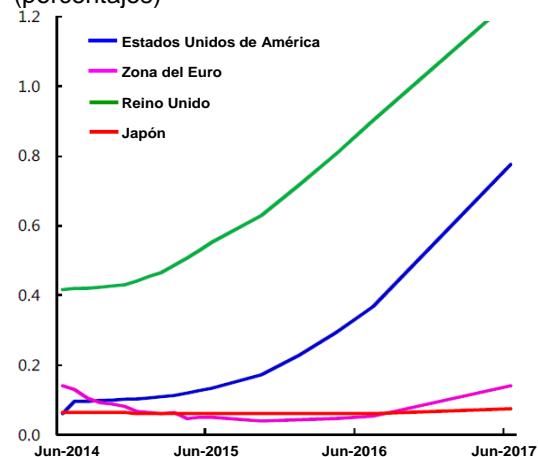
Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas tendrá efectos a nivel mundial, aunque iniciará en diferentes horizontes de tiempo dada la recuperación heterogénea entre las economías avanzadas, la cual se estima que sea débil en la Zona del Euro y Japón, donde se espera un período largo de tasas de interés bajas (gráfica A2.3).

En este contexto, el FMI (2014) plantea un escenario en el cual el retiro de los estímulos será gradual, particularmente en los Estados Unidos de América y en el Reino Unido, acompañado de un mayor crecimiento económico. Los efectos derivados de estas condiciones dependerán de tres elementos: i) tasas de interés de referencia más altas, como consecuencia de un crecimiento económico más fuerte que lo esperado en las economías avanzadas; ii) la gestión del proceso de normalización por parte de los bancos centrales; y iii) las medidas de política monetaria en el resto de países, lo que podría mitigar o intensificar la transmisión de choques externos.

Ante ese mismo escenario, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), estima que con un crecimiento de 4.0% en los Estados Unidos de América en 2015, América Latina y el Caribe podría crecer 6.0% en ese mismo año, destacando tasas de crecimiento cercanas a las potenciales. México, Centroamérica y algunos países del Caribe serían los más beneficiados (BID, 2014). Cabe destacar que Guatemala se favorecería del comercio exterior, ya que los Estados Unidos de América es su principal socio comercial al destinar alrededor de 35.0% de sus exportaciones a dicho país.

Gráfica A2.3

Expectativas de Tasas de Interés de Referencia de los Bancos Centrales (1) (porcentajes)



(1) Para la Zona del Euro se refiere al promedio de las tasas de referencia de los países miembros.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Por otro lado, si las condiciones financieras a nivel mundial sufrieran inesperadamente un fuerte endurecimiento, es decir, que el proceso de normalización no fuera gradual, acompañadas de un crecimiento más débil en las economías con mercados emergentes, el crecimiento económico mundial podría reducirse en 2.0% (FMI, 2014).

Según el BID (2014), un mayor crecimiento en los Estados Unidos de América podría ir acompañado de aumentos más pronunciados de las tasas de interés, lo que podría provocar reducciones importantes en el precio de los activos y, en algunos casos, depreciaciones de la moneda. Asimismo, un aumento de tasas de interés en las economías avanzadas podría provocar más salidas de capital en los países con economías emergentes y en desarrollo, las cuales podrían desatar una “parada súbita”¹⁷, dependiendo de las vulnerabilidades de cada país.

Los riesgos de un escenario pesimista justifican acciones de política monetaria más contundentes a nivel mundial para evitar tales riesgos y disponer de mayores espacios de maniobra de política.

III. RETOS EN MATERIA DE POLÍTICA MONETARIA

Debido a los altos niveles de incertidumbre que existen actualmente, las decisiones de política monetaria enfrentan grandes retos. Por ejemplo, en las economías avanzadas que aplicaron medidas no convencionales de política monetaria, la estrategia de comunicación de los bancos centrales presenta grandes desafíos, debido a los múltiples objetivos e instrumentos utilizados, así como a la incertidumbre persistente sobre el crecimiento económico, la inflación y la transmisión de la política monetaria. Por ello, los bancos centrales deberán comunicar oportunamente a los agentes económicos los cambios en su estrategia de política monetaria, su evolución y los posibles efectos sobre la estabilidad

financiera, para evitar errores de percepción, niveles elevados de apalancamiento y riesgos de exceso de crédito, los cuales requerirán de una estricta vigilancia (FMI, 2014).

Asimismo, las economías avanzadas que enfrentan niveles de inflación bajos, con límites cercanos a cero de sus tasas de interés de referencia, como la Zona del Euro, pueden requerir medidas adicionales de gestión de riesgo para ubicar la inflación en niveles cercanos a la meta. Al respecto, el FMI sugiere medidas de apoyo al crecimiento y a la inflación, que deben complementarse con acciones adicionales para hacer frente a la fragmentación financiera, las brechas estructurales y la reparación de las hojas de balance de los bancos.

Por su parte, en las economías con mercados emergentes más vulnerables, el fortalecimiento de los marcos de política se constituye en un reto a nivel interno, que contribuiría a mitigar los efectos de choques externos adversos. En adición, en los casos en que el sistema bancario depende en gran medida de financiamiento externo, son necesarios amortiguadores de capital para garantizar la estabilidad financiera. En muchos de estos países se debe permitir que el tipo de cambio nominal actúe como un amortiguador frente a los choques externos, ya que en los casos en que los niveles de reservas monetarias internacionales son adecuados, se puede utilizar la intervención cambiaria para evitar la volatilidad excesiva de este. Las medidas macroprudenciales y de flujos de capital también pueden constituirse en estabilizadores.

Considerando que pueden existir riesgos de contagio entre los países, las medidas de política monetaria de los bancos centrales que utilizaron medidas de flexibilización cuantitativa, así como de sus socios comerciales que podrían verse afectados, deberían ser más fuertes. Sin embargo, las medidas a nivel nacional podrían ser insuficientes para enfrentar esos riesgos de contagio, por lo que la coordinación entre los países adquiere una mayor importancia.

¹⁷ La “parada súbita” o “*sudden stop*” es considerada como una reducción significativa de los flujos de capital (equivalente al menos a dos desviaciones estándar).

En este contexto, el BID sugiere que las autoridades monetarias consideren acciones prudenciales para reducir la probabilidad de una parada súbita y de minimizar su costo si se produce. Entre las medidas preventivas, se puede intentar reducir los factores de vulnerabilidad tratando de fortalecer el sector transable de las economías, reduciendo la dolarización (neta) y, una vez más, reconstruyendo los amortiguadores fiscales. Otras medidas podrían orientarse a aumentar las reservas monetarias internacionales, mediante la firma de una línea de crédito flexible con el FMI o buscando otros acuerdos contingentes para financiar la liquidez o considerar mecanismos *ex ante* para utilizar las reservas monetarias internacionales con el propósito de atenuar el impacto de un choque de liquidez (BID, 2014).

El retiro de los estímulos en las economías avanzadas ha provocado efectos en los precios de los activos y en los flujos de capital, pero los efectos sobre el crecimiento económico podrían tardar algún tiempo en materializarse; por ello, en los países que pueden ser afectados, una de las prioridades es mejorar las instituciones para potenciar la capacidad de respuesta ante cualquier choque negativo en el futuro, ya que aunque las medidas han sido anunciadas, las acciones de política monetaria en el presente pueden minimizar en el futuro los efectos negativos.

Para el caso de Guatemala, se considera que la economía del país no depende en gran medida de la inversión en cartera (especulativa), por lo que el riesgo de una parada súbita de capitales no es relevante. Además, ante la presencia de choques externos, dado el esquema de política cambiaria que se tiene, se podría permitir que el tipo de cambio nominal actúe como amortiguador, participando en el mercado cambiario, como ha sido usual, únicamente para evitar volatilidad excesiva, considerando que su nivel de reservas

monetarias internacionales es adecuado¹⁸. Asimismo, la implementación de medidas macroprudenciales, también sería deseable en caso se observara alguna exacerbación de las expectativas en los agentes económicos locales.

¹⁸ De acuerdo con estándares internacionales, el nivel de reservas internacionales netas guatemalteca refleja una sólida posición externa del país y se considera adecuado, ya que equivale a un financiamiento de 4.7 meses de importación de bienes, con información al 30 de septiembre de 2014.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Aizenman, Joshua; Binici, Mahir; y Hutchison, Michael M. (2014): "The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets". NBER Working Papers Series. National Bureau of Economic Research. March.
2. Banco Interamericano de Desarrollo (2014): "La recuperación global y la normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?" Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014. Marzo.
3. Fondo Monetario Internacional (2014): "Las Américas, desafíos crecientes". Perspectivas económicas. Estudios económicos y financieros. Abril.
4. International Monetary Fund (2014): "2014 Spillover Report". IMF Multilateral Policy Issues Report. IMF Policy Paper. July.
5. International Monetary Fund (2014): "World Economic Outlook – Recovery Strengthens, Remains Uneven". April.
6. Levine, Ross (2005): "Finance and Growth: Theory and Evidence". Handbook of Economic Growth, ed. Philippe Aghion y Steven N. Durlauf. Amsterdam
7. Palley, Thomas I. (2014): "Monetary policy after quantitative easing: The case for asset based reserve requirements (ABRR)". April.
8. Putman, Bluford H. (2014): "Evaluating different approaches to quantitative easing: lessons for the future of central banking". The Journal of Financial Perspectives. EY Global Financial Services Institute. Volume 2, Issue 2. July.