

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

ENERO DE 2015



ÍNDICE¹
INFORME DEL PRESIDENTE DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO
DE LA REPÚBLICA

PRIMERA PARTE
RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2014

I.	INTRODUCCIÓN.....	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
	A. PANORAMA GENERAL	1
	B. ENTORNO EXTERNO	1
	C. ENTORNO INTERNO.....	4
III.	PANORAMA ECONÓMICO.....	6
	A. MUNDIAL.....	6
	1. Actividad económica	6
	2. Mercados financieros internacionales.....	12
	3. Precios internacionales de algunas materias primas.....	13
	4. Inflación y política monetaria.....	20
	B. INTERNO.....	21
	1. La actividad económica.....	21
	2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria.....	22
	3. Variables del sector externo.....	31
	4. Finanzas públicas	33
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2014.....	34
	1. Tasa de interés líder de política monetaria	34
	2. Operaciones de estabilización monetaria	35
	3. Tipo de cambio nominal	35

SEGUNDA PARTE
POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I.	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2015.....	36
	A. DEL ENTORNO EXTERNO	36
	1. Crecimiento económico.....	36
	2. Inflación mundial	38
	B. DEL ENTORNO INTERNO.....	39

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 20 de enero de 2015.

1. Balanza de pagos	39
2. Actividad económica	42
3. Sector fiscal	45
4. Sector monetario	47
II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	49

ANEXOS

ANEXO 1	52
ANEXO 2	55
ANEXO 3	56
ANEXO 4	57
ANEXO 5	58

PRIMERA PARTE

RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2014

I. INTRODUCCIÓN

Para dar cumplimiento al mandato legal dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, el Presidente del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente. Se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso de la República que el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de este objetivo.

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

A. PANORAMA GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011 y sus modificaciones contenidas en las resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013 y JM-133-2014, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, la cual tiene una vigencia indefinida y establece, entre otros aspectos, una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

B. ENTORNO EXTERNO

La economía mundial se ha venido recuperando a un ritmo moderado, con un impulso que proviene principalmente de algunas economías avanzadas, dado que el desempeño de las economías emergentes, si bien es positivo, se ha moderado.

Luego de cierta desaceleración a inicios de 2014, la actividad mundial se fortaleció, destacando el mejor desempeño de las economías avanzadas, debido a un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias expansivas y condiciones financieras favorables. Recientemente influyó la caída en el precio internacional del petróleo. Se estima que el crecimiento mundial en 2015 será mejor que el de 2014, pero los riesgos a la baja persisten en las principales economías. En cuanto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, estas seguirán creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas, aun cuando las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja, especialmente para la República Popular China,

Brasil y Rusia. En adición, se mantiene la incertidumbre acerca del impacto que tendrá la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas sobre los mercados financieros y cambiarios de las principales economías emergentes, en un entorno en el que prevalecen factores estructurales que limitan un mayor crecimiento de la demanda interna.

En ese contexto, de conformidad con proyecciones del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento económico mundial cerraría en 3.3% en 2014 y en 3.5% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.4% en 2014 y en 2015, en su orden; mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo registrarían tasas de 4.4% en 2014 y 4.3% en 2015.

Con relación a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América, luego de un resultado desfavorable en el primer trimestre de 2014, en el segundo y tercer trimestres la actividad económica registró una mejora significativa, lo que anticipa un crecimiento anual de 2.4%, previéndose un mayor crecimiento en 2015 (3.4%). En dicha recuperación ha contribuido el dinamismo de la demanda interna, principalmente del consumo privado, resultado del aumento del ingreso personal, en un contexto en que algunos indicadores adelantados, como la producción manufacturera y de servicios, reflejan la mejora en la actividad económica, la cual ha sido acompañada por un aumento en los niveles de confianza tanto del consumidor como del empresario, así como una disminución gradual y progresiva del desempleo, lo que, entre otros factores, permitió la finalización del estímulo cuantitativo (*tapering*) por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED).

En la Zona del Euro, la recuperación continúa siendo frágil y heterogénea, reflejada en las moderadas tasas de crecimiento del PIB observadas durante los primeros tres trimestres de 2014 (variación respecto del trimestre previo de 0.3%, 0.1% y 0.2%, respectivamente), resultado en el que influyó la leve mejora en el consumo y el modesto crecimiento de la demanda externa (particularmente durante el primer semestre), contrarrestado, en parte, por la reducción en la inversión, especialmente en Alemania. Ante tal escenario y considerando el riesgo de deflación, el Banco Central Europeo implementó

una política monetaria más acomodaticia². En cuanto a las proyecciones de crecimiento anual de la región, en 2014 se estima haya cerrado en 0.8% y si bien se anticipa una leve mejoría en 2015 (1.1%), la estimación de cierre de 2014 y la proyección para 2015, son inferiores a las previsiones que se tenían a finales de 2013. Dicho deterioro se asocia a la debilidad de la demanda interna, a la disminución en la confianza de los consumidores y empresarios, al alto nivel de desempleo y, recientemente, al riesgo de deflación, entre otros factores. Pese a que el crecimiento en los países de la periferia continúa débil, en 2014 algunos de ellos observaron signos de recuperación, especialmente España, Irlanda, Grecia y Portugal.

En Japón, luego de un crecimiento vigoroso en el primer trimestre de 2014, en el segundo y tercer trimestres se registró una contracción, lo que situó a la economía japonesa en una recesión técnica. La contracción se explica, en parte, por el deterioro registrado en la demanda interna, principalmente el consumo privado, como resultado del incremento en el impuesto sobre ventas a partir de abril (aumento de 5% a 8%). Se estima que el crecimiento anual con el que la economía cerró 2014 podría ser positivo, aunque moderado (0.2%), particularmente si se compara con 2013 (1.6%). Existe consenso en que la medida reciente que adoptó el gobierno japonés (de diferir hasta abril de 2017 el incremento en el impuesto a las ventas), podría inducir a una leve recuperación de la actividad económica en 2015 (0.9%), medida que sería complementada por la postura ampliamente acomodaticia de la política monetaria.

Las economías con mercados emergentes y países en desarrollo continuaron con un proceso moderado de crecimiento respecto de 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, así como desaceleración en la República Popular China. Entre los factores que explican el crecimiento de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo destacan, por un lado, el mayor dinamismo de la inversión y de la demanda externa y, por el otro, condiciones financieras menos flexibles y fragilidad en la demanda interna. Se estima que el PIB de este grupo de economías cierre en 4.4% en 2014 y crezca

4.3% en 2015. En el caso de la República Popular China, se mantienen las perspectivas de un crecimiento moderado en 2014 respecto de sus valores históricos, aunque en niveles de alrededor de 7.0%, resultado en el que estarían contribuyendo algunos estímulos fiscales focalizados (aumento del gasto tributario y reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa), aunque enmarcados en el cambio de modelo de crecimiento económico que busca depender más del consumo privado para asegurar un crecimiento económico de mediano plazo más sostenible. En ese contexto, se estima que el crecimiento económico de dicho país se haya situado en 7.4% en 2014 y que se ubique en 7.0% en 2015.

En América Latina, el crecimiento económico siguió desacelerándose (1.2% en 2014), aunque con perspectivas ligeramente mejores para 2015 (1.3%). Dicha debilidad se ha concentrado en las economías más grandes de América del Sur, como Brasil, Chile y Perú, que tienen una mayor exposición a lo que ocurre en la Zona del Euro y en la República Popular China, dada la concentración de sus exportaciones hacia dichos destinos. En adición, esos países han sido afectados por la reducción en el precio internacional de las principales materias primas que exportan, debilitando la confianza del consumidor y del inversionista. Por su parte, Colombia, México y Centroamérica, dado su mayor vinculación con los Estados Unidos de América y una demanda interna dinámica, muestran un desempeño económico más favorable.

Para el conjunto de economías de América Latina las perspectivas de cierre de 2014 son menos favorables respecto de las de inicios de ese año, resultado principalmente de la marcada desaceleración de Brasil (que representa alrededor de un tercio del PIB regional), que se contrajo a partir del segundo trimestre de 2014, en parte por la debilidad de la inversión y del consumo, dado el deterioro de las condiciones financieras, el entorno desfavorable para sus exportaciones y la continua disminución de la confianza de los inversionistas y de los consumidores. En Chile, el crecimiento se desaceleró, como resultado de una caída en la inversión, principalmente de maquinaria y equipo, así como de una disminución en el consumo interno y la caída de los precios de las materias primas, principalmente el cobre; mientras que en Perú, se explica por el menor dinamismo de la inversión y de las exportaciones. México ha registrado un desempeño favorable, aunque moderado, vinculado, principalmente, a la recuperación gradual de la demanda externa y al mejor desempeño de algunas actividades económicas, como la agricultura, la construcción, el comercio y la industria manufacturera. Las reformas estructurales adoptadas

² El Banco Central Europeo (BCE), tomando en cuenta el débil crecimiento económico y el riesgo de deflación, en septiembre de 2014 intensificó la postura expansiva de su política monetaria, mediante una reducción de 10 puntos básicos en su tasa de interés objetivo; situándola en 0.05%. Asimismo, implementó medidas de estímulo cuantitativo (*quantitative easing*), mediante programas de compras de activos, que iniciaron en octubre de 2014 y se extenderán al menos dos años, para finalizar en junio de 2016.

recientemente podrían elevar el PIB potencial en el mediano plazo, y sus efectos empezarían a percibirse el presente año.

En Centroamérica, los indicadores económicos de corto plazo (como el Índice Mensual de la Actividad Económica y el comercio exterior) apuntan a que el crecimiento económico de 2014 podría ser ligeramente menor al de 2013 (3.1% respecto de 3.2% en el año previo), pero con una modesta recuperación en 2015 (3.4%). Aun así, las perspectivas siguen siendo positivas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, situación que sería favorable, entre otros factores, por el mayor nivel de exportaciones y de remesas familiares. En varios países, entre ellos Guatemala, en 2014 se observó un mayor dinamismo de la demanda interna respecto de 2013. Por otra parte, aunque la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América sigue siendo una fuente de incertidumbre, se estima que los efectos negativos provenientes del canal financiero serían leves para la región, dado su limitado grado de integración a los mercados financieros internacionales. En contraste, por el canal real los efectos serían positivos, dado que evidenciaría una mejora de las condiciones económicas de los Estados Unidos de América, lo que propiciaría una mayor demanda externa.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, los principales índices bursátiles, en general, evolucionaron de manera positiva en 2014, particularmente en los Estados Unidos de América, debido, fundamentalmente, a las ganancias del sector empresarial y a una menor incertidumbre fiscal. Sin embargo, las expectativas de normalización de la política monetaria está generando una recomposición de las carteras a nivel mundial, elevando en algunos casos los precios de los activos y afectando los mercados cambiarios de varias economías con mercados emergentes, lo que se ha traducido en depreciaciones nominales de sus monedas. Asimismo, persiste el riesgo, aunque limitado, de que las tasas de interés aumenten más rápido de lo previsto, en cuyo caso aumentaría la volatilidad en los mercados financieros que podrían inducir salidas de capital, principalmente en las economías emergentes con fundamentos macroeconómicos menos sólidos.

Los precios de las materias primas, en términos generales, continuaron registrando disminuciones en sus cotizaciones y los escenarios para 2015 apuntan a precios más bajos. Destaca la reducción en el precio del petróleo durante la segunda parte de 2014, entre otros factores, por la moderación en las expectativas de la demanda mundial, dado el débil crecimiento económico en la

Zona del Euro y en algunas economías emergentes, y la implementación de nuevas tecnologías de extracción, que habrían permitido que los Estados Unidos de América incrementen su volumen de producción y disminuya paulatinamente su volumen de importaciones, presionando menos el mercado mundial de petróleo. Aunque persisten riesgos al alza, asociados a la posibilidad de una suspensión del suministro de petróleo si los problemas geopolíticos en Oriente Medio (particularmente, Irak, Irán, Siria y Sudán) y en la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania) se intensificaran, en la actual coyuntura estos tendrían un impacto moderado. En el caso del maíz amarillo y del trigo, las perspectivas favorables en el rendimiento de algunas áreas de siembra del hemisferio norte, la reducción de la demanda del grano de algunas economías emergentes y el aumento de las existencias mundiales, ante los mejores rendimientos de la cosecha previa, podrían mantener bajos los precios internacionales de dichos granos. Sin embargo, factores climáticos adversos en las principales regiones productoras a nivel mundial (como está ocurriendo en los Estados Unidos de América), el aumento de la demanda global del grano, la reducción de las áreas de siembra ante los bajos precios internacionales 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.

En lo relativo a la inflación mundial, en las economías avanzadas continúan observándose niveles bajos y estables, excepto en Japón, que a noviembre registró una inflación de 2.40%, resultado de la amplia expansión monetaria y del incremento del impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%). En contraste, en la Zona del Euro la inflación cerró 2014 en -0.15%, con riesgos de deflación, debido, principalmente, a la debilidad de la demanda interna. En los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario a diciembre se situó en 0.76%, por debajo del objetivo de largo plazo de 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 países y en algunos casos se ha ubicado por arriba del límite superior de la meta de inflación. En América Latina, el aumento, en general, es resultado de mayores precios de los alimentos. En Brasil, Chile y México, excede el límite superior de sus metas y, en Centroamérica y República Dominicana, la inflación refleja el incremento en el precio de los alimentos.

Durante 2014, las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de bancos centrales no se modificaron, y se ubicaron en niveles históricamente

bajos. En el grupo de los que la modificaron destaca el Banco Central Europeo, que la redujo en 20 puntos básicos. También disminuyó en algunas economías emergentes, particularmente en la República Popular China, Chile, México y Perú. En el caso de la República Popular de China, la decisión de noviembre (primera disminución desde 2012), se fundamentó en la evolución de su inflación y en el desempeño de algunos indicadores económicos recientes, que sugieren debilidad en la producción industrial y en el mercado inmobiliario. En Chile, las reducciones en 2014, obedecieron a que los precios de las materias primas, particularmente el cobre, disminuyeron y que la actividad económica y el empleo se deterioraron. En México, las decisiones tomaron en cuenta el débil desempeño del consumo y de la inversión privada, durante el primer semestre; sin embargo, a partir del segundo semestre, el desempeño mejoró como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa e interna. En el caso de Perú, las reducciones obedecen a la moderación de los factores de oferta que incidieron en el aumento de la inflación y a que los indicadores de la actividad económica continuaban mostrando un crecimiento más débil de lo esperado. Otros países como Brasil, Colombia y Costa Rica decidieron aumentar sus tasas de interés de política; en el caso de Brasil, por el comportamiento al alza que registró la inflación; en Colombia, como resultado de que la demanda agregada se fortaleció y que la tasa de desempleo se redujo, previéndose que la actividad económica continuaría creciendo cerca de su nivel potencial y, en Costa Rica, debido a la depreciación del tipo de cambio nominal, situación que incrementó las expectativas de inflación.

C. ENTORNO INTERNO

A pesar de un entorno externo relativamente incierto, las expectativas de crecimiento en Guatemala, siguen siendo positivas. En efecto, se estima que el PIB real en 2014 cerró en 4.0%, por encima del PIB potencial (3.5%). Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por el mayor dinamismo de la demanda interna, que creció 3.5% (3.4% en 2013), derivado, principalmente, de la evolución del consumo privado, cuyo crecimiento fue de 4.0%. Por el lado de la oferta, todas las actividades económicas registrarían tasas de variación positivas, destacando la explotación de minas y canteras, derivado del incremento de la extracción y exportación de plomo y níquel.

A noviembre de 2014, el comercio exterior 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 del mayor dinamismo de la

actividad económica de los principales socios comerciales. En efecto, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró un crecimiento de 7.7%; asociado al incremento en el volumen (22.9%) dada la mayor demanda externa, moderado parcialmente por un descenso en el precio medio (12.3%). 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 3.6% y estuvo determinado, principalmente, por el incremento de 8.1% en el volumen; mientras que su precio medio se redujo 3.7%. En dicho resultado, incidió, en mayor medida, el aumento en las importaciones de materiales de construcción, combustibles y lubricantes, bienes de consumo y materias primas y productos intermedios. Como resultado, la balanza comercial muestra un saldo similar al de 2013.

Al 31 de diciembre de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$5,544.1 millones, superior en US\$438.9 millones (8.6%) al registrado en igual período de 2013. Dicho resultado refleja la recuperación económica y la reducción de la tasa de desempleo en Estados Unidos de América.

El resultado de la balanza comercial y de las transferencias corrientes (remesas familiares) permite anticipar que el déficit en cuenta corriente de la Balanza de pagos podría haberse ubicado al finalizar 2014 en alrededor de 2.3% del PIB.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó, al 31 de diciembre, en US\$7,333.4 millones, equivalente a 4.9 meses de importación de bienes.

Con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense durante 2014, en términos generales, mantuvo un comportamiento congruente con sus factores estacionales; sin embargo, entre agosto y principios de octubre reflejó un comportamiento a la apreciación, debido a algunos factores relacionados con la aceleración de las remesas familiares, la sustitución de crédito de bancos locales por financiamiento externo, el mayor dinamismo asociado a la exportación de algunos productos de la industria extractiva y al menor nivel de importaciones, principalmente ante los menores precios de combustibles y lubricantes, bienes de consumo, tanto duraderos como no duraderos y de algunas materias primas y productos intermedios. Al 31 de diciembre de 2014, el tipo de cambio nominal registró una apreciación de 3.12% respecto del 31 de diciembre de 2013.

En cuanto a los precios internos, a diciembre de 2014, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 2.95%, ligeramente por debajo del límite inferior de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La tendencia a la baja en el ritmo inflacionario observada 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, la acentuada disminución en el precio de los combustibles y del gas propano en los dos últimos meses del año propició que el ritmo inflacionario se ubicara ligeramente por debajo de 3.0%. En cuanto a la inflación subyacente, al igual que la inflación total, a partir de julio cambió la tendencia, ubicándose a diciembre, en 2.17%, inferior en 0.78 puntos porcentuales a la inflación total (2.95%). Las expectativas de inflación del panel de analistas privados permanecieron dentro del rango de la meta de inflación durante 2014. Para 2015, si bien las expectativas continúan ligeramente por arriba del valor puntual, la tendencia también ha sido decreciente.

En cuanto a la tasa de interés para las operaciones de reporto a 1 día, esta se ubicó en torno a la tasa de interés líder de política monetaria. Por su parte, las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, continuaron estables.

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, registraron un crecimiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo. Al 31 de diciembre de 2014, la emisión monetaria creció 7.5% y los medios de pago totales 8.7%; mientras que el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 8.8%. Es importante mencionar que el crédito bancario ha venido registrando tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7.0%) y su peso relativo con relación al PIB ha venido creciendo, pero su 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. Asimismo, el efecto de valoración por tipo de cambio nominal en el crédito en moneda extranjera, habría incidido en la tasa de crecimiento interanual.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, a diciembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 5.9% respecto al mismo

período del año anterior, mientras que los gastos totales aumentaron 4.2%, como resultado, el déficit fiscal se situó en Q8,548.7 millones (1.9% del PIB). El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado vigente para 2014, contempla un déficit fiscal de 2.3% del PIB; no obstante, el déficit preliminar fue menor tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria, la evolución de las otras fuentes de financiamiento del presupuesto (bonos del tesoro, endeudamiento externo y utilización de la caja fiscal) y la ejecución del gasto público. Cabe agregar que al 31 de diciembre de 2014, los ingresos tributarios crecieron 5.9%, lo que ubicaría la carga tributaria en 10.8% del PIB, menor a la de 2013 (11.0% del PIB).

Derivado de dicho resultado presupuestal la deuda pública se situaría al finalizar 2014 en Q112,077.8 millones equivalente a 24.7% del PIB.

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial se ha venido recuperando, aunque a un ritmo menor al esperado y se mantienen los riesgos a la baja. No obstante, debe resaltarse el dinamismo que ha mostrado los Estados Unidos de América; mientras que las economías emergentes, aunque continúan creciendo a tasas altas respecto de las avanzadas, han moderado su crecimiento, particularmente la República Popular China.

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; sin embargo, continúan latentes los riesgos geopolíticos que podrían afectar el precio internacional, especialmente en el caso del petróleo.

En resumen, en el entorno interno, como se indicó, en 2014 la actividad económica creció 4.0% (mayor a la de 2013 de 3.7%, así como superior al crecimiento previsto tanto de la economía mundial de 3.3% como de América Latina de 1.3%) y una tasa de inflación de 2.95%, comportamiento que ha sido apoyado por la disciplina de las políticas monetaria y fiscal, lo que permitió mantener estables, durante 2014, el resto de los principales precios macroeconómicos como el tipo de cambio nominal y las tasas de interés. En el ámbito externo, durante ese año privaron mayores márgenes de incertidumbre respecto del desempeño económico y financiero global.

En ese contexto, tomando en cuenta los moderados niveles de inflación tanto observados como pronosticados para el horizonte de política relevante, la postura de la política monetaria tuvo un sesgo ligeramente acomodaticio, reflejado en una reducción de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder durante 2014.

III. PANORAMA ECONÓMICO

A. MUNDIAL

1. Actividad económica

En 2014 la economía mundial continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado del previsto a inicios de ese año. El mejor desempeño a partir del segundo semestre del año permitió superar, en parte, la desaceleración registrada a inicios de 2014. Ello se asocia al mejor desempeño de varias de las principales economías avanzadas, sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal (excepto Japón), políticas monetarias expansivas, condiciones financieras internacionales flexibles, moderación en las tensiones geopolíticas y la disminución del precio internacional del petróleo a partir de julio. No obstante, en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo persiste la incertidumbre respecto del proceso de normalización de la política monetaria, especialmente en los Estados Unidos de América, en términos de la rapidez y de la magnitud de los incrementos futuros en la tasa de interés.

En los Estados Unidos de América, la actividad económica, luego de registrar una contracción de 2.1% en el primer trimestre, registró un sostenido crecimiento durante el segundo y tercer trimestres de 2014 (4.6% y 5.0%, en su orden). El resultado del primer trimestre se explica por condiciones climáticas adversas y la reducción de los inventarios privados, así como por una importante disminución de las exportaciones. Por su parte, los resultados del segundo y tercer trimestres, no solamente fueron positivos, sino que estuvieron por arriba de lo previsto, reflejando uno de los mejores resultados a nivel de las economías avanzadas en 2014.

En el crecimiento del segundo y tercer trimestres ha destacado la contribución del gasto de consumo personal, de los gobiernos estatales y locales, de las exportaciones y de la inversión fija residencial y no residencial. Ese mejor desempeño también ha sido sustentado por las mejores condiciones financieras, el comportamiento positivo en el mercado accionario, la reducción gradual de la tasa de desempleo, menores restricciones fiscales y mayores niveles de confianza del consumidor, aspecto que se ha reflejado en el gasto de las familias, dado el aumento del ingreso personal.

La Reserva Federal (FED), al considerar la evolución y las perspectivas de la actividad económica estadounidense, acordó iniciar en enero de 2014 la reducción gradual de los estímulos cuantitativos (*tapering*), la cual finalizó en octubre de ese año. En la reunión de octubre, la FED decidió también mantener la tasa de interés objetivo de

fondos federales entre 0.00% y 0.25% y anunció que para determinar cuánto tiempo permanecerá dicha tasa en ese rango, evaluará el cumplimiento de su objetivo dual de pleno empleo y estabilidad de precios. No obstante, anticipa que, con base a la evaluación del mercado laboral, del mercado financiero y del comportamiento de la inflación, sería apropiado mantener el rango de la tasa de interés por un tiempo considerable. Al respecto, cabe señalar que una normalización de la política monetaria más rápida de lo previsto podría generar mayor volatilidad financiera internacional, incrementos superiores a los esperados en las tasas de interés de largo plazo, salidas de capitales en las economías emergentes y países en desarrollo (*flight to quality*) y, por ende, depreciaciones cambiarias relevantes. Por otra parte, aunque existe consenso entre diversos expertos internacionales, en cuanto al momento en que iniciaría el incremento de la tasa de interés objetivo de fondos federales (a mediados de 2015), continúa la incertidumbre sobre la velocidad y magnitud de dicho incremento.

Los consensos políticos alcanzados a finales de 2013, que lograron aprobar el presupuesto federal para 2014 y suspender temporalmente hasta el 15 de marzo de 2015 el techo de la deuda pública, han reducido también la incertidumbre en materia fiscal. El FMI, en su informe de octubre de 2014 sobre las perspectivas económicas mundiales, destacó que una política monetaria acomodaticia y condiciones financieras flexibles en los Estados Unidos de América favorecen la actividad económica.

En la Zona del Euro, se estima que el PIB registró una tasa de crecimiento de 0.8% en 2014 (-0.5% en 2013). A pesar de haber salido de la recesión, la recuperación económica continúa débil y heterogénea entre los países miembros; no obstante, se espera que dicha recuperación transite de débil a moderada, apoyada por la postergación de medidas de austeridad fiscal; los avances en la unión bancaria, la vigencia de una política monetaria altamente acomodaticia, las mejoras en las condiciones de financiamiento, así como por el fortalecimiento gradual de la demanda externa. Sin embargo, los riesgos se inclinan 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 desempeño de la actividad económica en 2014 y al conflicto existente entre Rusia y Ucrania.

En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE), tomando en cuenta el riesgo de deflación y la pérdida de dinamismo en el ritmo de crecimiento económico, decidió en septiembre de 2014

intensificar la postura expansiva de su política monetaria, mediante la reducción de 10 puntos básicos de su tasa de interés objetivo (situándola en 0.05%, su nivel histórico más bajo); asimismo, acordó la implementación de medidas de estímulo cuantitativo, mediante programas de compras de activos, los cuales iniciaron en octubre de 2014. Dichos programas se extenderán al menos por dos años y, simultáneamente con las operaciones de financiamiento a largo plazo, se prevé que finalicen en junio de 2016. Las medidas buscan, principalmente, elevar la eficiencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria, respaldar las condiciones de financiamiento, facilitar la provisión de crédito a la economía real y generar efectos positivos en otros mercados. En cuanto al desempleo, este continúa en niveles elevados; sin embargo, ha venido disminuyendo gradualmente en los países de la periferia, lo que permitiría una recuperación del consumo privado en el futuro.

Respecto a Japón, en 2014 las políticas denominadas Abenómicas no tuvieron el mismo impulso que en 2013, por lo que el crecimiento del PIB anual se desaceleró, al pasar de 1.6% en 2013 a 0.2% en 2014. En efecto, después de un primer trimestre de crecimiento dinámico (6.7%), durante el segundo y tercer trimestres dicha expansión se revirtió, al registrar contracciones de 6.7% y de 1.9%. El dinamismo del primer trimestre estuvo asociado al incremento de las exportaciones de bienes y servicios y del consumo privado, anticipando el aumento de tres puntos porcentuales en el impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%), en abril de 2014. Por su parte, la contracción del segundo y tercer trimestres se asoció, principalmente, al efecto negativo del aumento del impuesto al consumo. En este contexto y derivado de la recesión técnica en que se encuentra la economía japonesa, el gobierno decidió posponer, por dieciocho meses, la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas (de 8.0% a 10.0%), que estaba previsto para octubre de 2015, y que ahora se traslada para abril de 2017. Por otra parte, algunos analistas destacan que el gobierno japonés ha empezado a avanzar en las reformas estructurales, dado que en junio se anunciaron 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 el mercado laboral. Pese a que estas medidas tendrían poco impacto en el crecimiento de corto plazo, se considera que incrementan la posibilidad de generar un mayor crecimiento en el mediano plazo. Cabe agregar que las autoridades japonesas, en diciembre aprobaron medidas de estímulo para apoyar el crecimiento de la economía, las cuales están

orientadas, fundamentalmente, al apoyo de empresas pequeñas y medianas.

RECUADRO 1

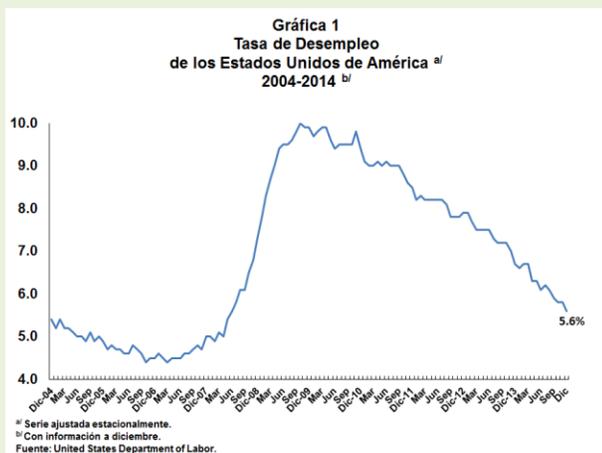
PRINCIPALES CONSIDERACIONES SOBRE LA FINALIZACIÓN DEL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (*TAPERING*)

El Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés), en su reunión del 29 de octubre de 2014 decidió finalizar el programa de estímulos monetarios no convencionales (*Quantitative Easing*), iniciado desde 2012, debido al mejor desempeño de la mayoría de indicadores económicos.

El FOMC tomó en consideración que, en esa oportunidad, el crecimiento económico continuaba expandiéndose, aunque a un ritmo moderado; que las condiciones del mercado laboral mejoraron, al registrar una tasa de desempleo en octubre de 5.8% (gráfica 1), inferior a la prevista; que el gasto de los consumidores seguía aumentando; que la inversión fija empresarial registraba incrementos; y que el sector de la vivienda continuaba recuperándose.

El FOMC indicó que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica y para el mercado laboral se encontraban equilibrados, ya que a pesar de que la inflación en el corto plazo se había ubicado por debajo del objetivo (2.0%), debido a los bajos precios de la energía y de algunos alimentos, la probabilidad de una persistente inflación por debajo de dicho objetivo había disminuido; mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantenían ancladas.

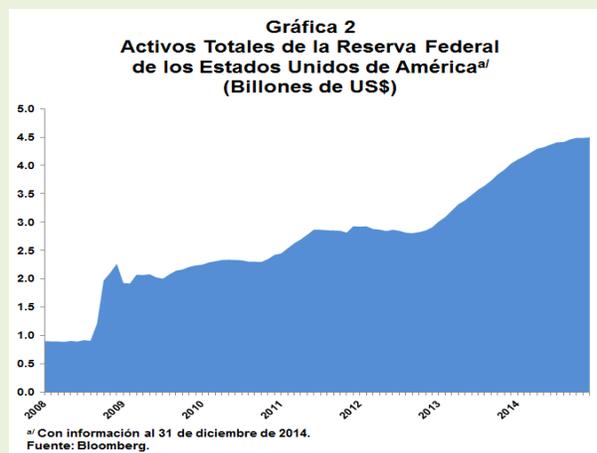
Debido a la adecuada política de comunicación de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED, por sus siglas en inglés), el proceso de retiro de los estímulos no convencionales (conocido como *tapering*) había sido descontado por los mercados, por lo que al finalizar dicho proceso no se registró exceso de volatilidad en los mercados financieros internacionales.



Como resultado del *Quantitative Easing*, la hoja de balance de la FED se expandió, alcanzando a diciembre de

2014 un total de activos de US\$4.5 billones (gráfica 2), el cual se irá reduciendo gradualmente. La agencia proveedora de información financiera multinacional S&P Capital IQ, considera que el proceso de disminución iniciaría en octubre de 2015, hasta lograr que la hoja de balance alcance un tamaño “normal” (es decir, que corresponda a un crecimiento “natural” de las reservas bancarias y de los billetes y monedas en circulación).

La referida agencia señala que podrían existir al menos tres escenarios para la “normalización” del balance de la FED. El primero, denominado “pasivo”, implicaría que la FED mantenga los títulos que ha comprado hasta su vencimiento, por lo que la reducción de su hoja de balance terminaría en 2021. Un escenario intermedio sería vender antes del vencimiento parte de sus tenencias (particularmente, títulos respaldados por hipotecas), en cuyo caso la reducción ocurriría en 2018. Un tercer escenario, denominado “agresivo” significaría reducir la tenencia en 2016. En todo caso, existe cierto consenso en que el proceso de normalización de la hoja de balance empezaría en octubre de 2015 y que el escenario agresivo es poco probable.



Finalmente, el FOMC, en su reunión del 17 de diciembre de 2014, manifestó que mantendrá la tasa de interés de fondos federales en un rango de entre 0.0% y 0.25%, reiterando su compromiso de mantener las tasas de interés en niveles bajos por un tiempo considerable, luego de la culminación de su programa de compra de activos en octubre, de acuerdo al comportamiento de los indicadores económicos, los cuales a esa fecha mostraban señales alentadoras. Por ello, las expectativas de los analistas económicos se inclinan a que el incremento de las tasas de interés, podría iniciarse a mediados de 2015, pero los aumentos no serían tan elevados, como previeron a inicios de 2014.

Fuente: Minutes of the Federal Open Market Committee, October 28–29, 2014 and December 16–17, 2014; Bloomberg; S&P Capital IQ; y Moody’s.

En cuanto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la tasa de crecimiento prevista del PIB para 2014 se estima haya sido de 4.4%, superior a la que se espera en las economías avanzadas (1.8%), por lo que continuarán siendo el motor de crecimiento mundial. Cabe destacar que aunque dichas economías en 2014 registraron una disminución en su tasa de crecimiento respecto de 2013 (4.7%), se prevé que para 2015 su desempeño mejore, pero seguiría siendo heterogéneo entre países y en algunos casos aún se observaría alguna ralentización. Según el FMI, los principales factores que afectan el crecimiento de estas economías son, por una parte, una demanda externa todavía débil y, por la otra, condiciones de financiamiento más restrictivas, la disminución en la demanda interna y, recientemente, la caída en los precios de las materias primas. Dicho organismo indica que la región de Asia emergente, en la que destacan la República Popular China, India y Malasia, estaría explicando la mayor parte del crecimiento de las economías emergentes y países en desarrollo, dado que se espera un mejor desempeño económico en 2014, al registrar el PIB una tasa de 6.5%, aunque inferior a su crecimiento histórico. En contraste, Rusia está presentando debilidades asociadas a los conflictos geopolíticos con Ucrania, derivados de la anexión de la península de Crimea a su territorio, por las sanciones impuestas por algunos países avanzados y por la caída del precio internacional del petróleo, su principal producto de exportación.

El FMI estima que la recuperación de las economías avanzadas en 2014 permitiría que la actividad económica en las economías emergentes y países en desarrollo se dinamice; adicionalmente, señala que ante la necesidad de que estas economías implementen políticas para hacer frente a los posibles efectos de la normalización de la política económica estadounidense, los países con poco margen de maniobra serían los más susceptibles a tener efectos adversos en su desempeño macroeconómico, derivado de la heterogeneidad en los fundamentos económicos.

En la República Popular China durante los primeros tres trimestres de 2014 se registraron tasas de crecimiento del PIB de 7.4%, 7.5% y 7.3%, respectivamente, resultados inferiores a los observados en 2013, pero congruentes con las previsiones. Recientemente las autoridades chinas adoptaron algunas medidas de estímulo entre las que destacan, en el ámbito fiscal, la reducción de impuestos a las pequeñas y medianas empresas. En materia de política monetaria, sobresalen los recortes en los niveles de reservas bancarias, que permitieron incrementar el crédito disponible de las instituciones financieras reguladas, así como la reducción de la tasa de referencia de crédito en noviembre de 2014 a

5.6% (por primera vez desde julio de 2012). Por su parte, el FMI ha indicado que el riesgo de un “aterrizaje forzoso” para la economía china se ha reducido, pero no ha desaparecido, debido a la dependencia del crecimiento económico de la inversión gubernamental y las exportaciones, a pesar de la intención de las autoridades de cambiar el modelo de crecimiento económico de manera que dependa más de la demanda interna, principalmente del consumo privado.

Por su parte, en la región de América Latina y el Caribe se espera que para 2014 el PIB se sitúe en 1.2%, inferior a la tasa registrada en 2013 (2.8%), dada la desaceleración prevista en varias de sus principales economías, particularmente Brasil, Chile y Perú, países afectados, entre otros factores, por la disminución en su demanda externa, en especial la proveniente de la región asiática y europea. Por su parte, destaca el hecho que las economías con mayor vinculación comercial con los Estados Unidos de América (principalmente México y Colombia) se perfilan en 2014 con un crecimiento más sólido. La actividad económica se ha ralentizado ante la desaceleración de la demanda interna y un entorno externo menos favorable, principalmente para las economías vinculadas comercialmente con la República Popular China y la Zona del Euro. En este comportamiento destaca, por una parte, la reducción en el crecimiento de Brasil (la mayor economía latinoamericana), de Chile y de Perú y, por la otra, las expectativas favorables para el crecimiento de México y Colombia.

En términos generales, la región registra una caída en la confianza de los agentes económicos, lo que se ha traducido en un debilitamiento de la inversión, ante una mayor incertidumbre acerca del desempeño económico mundial. Además, continúa enfrentando condiciones financieras más restrictivas, situación que ha influido en la depreciación del tipo de cambio en la mayoría de países de la región, ello ante la incertidumbre sobre el momento, la velocidad y la magnitud en que se realizaría la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América. No obstante, se estima que a partir del tercer trimestre de 2014 la actividad económica en América Latina podría mejorar, impulsada por las mejores condiciones económicas en las economías avanzadas; por los riesgos relativamente contenidos con relación a una mayor desaceleración en la República Popular China; así como por una recuperación de la inversión.

En el caso de Brasil, se estima que en 2014 el PIB creció 0.1% (2.5% en 2013). Desde el segundo trimestre de 2013, se observa una desaceleración en la actividad económica reflejada en la disminución de la tasa interanual del PIB (en el tercer trimestre de

2014 presentó una caída de 0.2%). Los principales factores que explican esta reducción son: una disminución en la demanda externa, principalmente de la República Popular China y de los países del Mercosur, especialmente de Argentina y Venezuela, así como de la caída en la producción industrial y la inversión. Respecto de la demanda interna, esta ha registrado un moderado crecimiento, aunque se observa una disminución en la confianza empresarial. Otros factores que han afectado la actividad económica brasileña son: el nivel elevado de inflación, que reduce el poder adquisitivo de las personas y limita el consumo; el encarecimiento del costo de financiamiento; y la depreciación del tipo de cambio que afecta a los bienes importados.

Con respecto a Chile, se estima que en 2014, el crecimiento del PIB se haya ubicado en 2.0% (4.2% en 2013). Desde inicios de 2013, el PIB ha mostrado una disminución gradual, hasta registrar al tercer trimestre de 2014 una tasa de 0.8%, como resultado de una caída en la inversión, principalmente de maquinaria y equipo, una disminución en el consumo interno y la caída en los precios de las materias primas, principalmente del cobre, ante la disminución en la demanda externa.

En Perú, se anticipa que el crecimiento del PIB registre una tasa de 3.6% en 2014 (5.8% en 2013). Las variaciones observadas en los primeros tres trimestres del año se situaron en 5.1%, 1.7% y 1.8%, respectivamente. En el resultado del primer trimestre contribuyó principalmente el dinamismo de la demanda interna; sin embargo, a partir del segundo trimestre se observó una disminución en la inversión, en adición a una desaceleración de las exportaciones, en especial de metales como el cobre y el oro, ante la disminución en la demanda, principalmente de la República Popular China. No obstante, algunos indicadores de corto plazo sugieren una mejora en el cierre de 2014.

En México, se anticipa que al cierre de 2014 el crecimiento del PIB haya sido de 2.1%, mayor al observado el año previo (1.4%). En efecto, en el tercer trimestre el PIB registró una variación interanual de 2.2%, la mayor tasa de crecimiento desde el primer trimestre de 2013, asociada principalmente a la mejora en la agricultura, la construcción, el comercio y la industria manufacturera. La recuperación económica de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, ha influido positivamente en su proceso de recuperación y se anticipa que continúe siendo un factor determinante. Es importante subrayar que para la actividad económica mexicana son relevantes las reformas económicas impulsadas por el gobierno, para reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico, principalmente en sectores

importantes como el energético y el de las telecomunicaciones.

En el caso de Colombia, se estima que el crecimiento del PIB en 2014 fue de 4.8% (4.7% en 2013). Dicho comportamiento responde al dinamismo de la demanda interna, el aumento en la inversión en maquinaria y equipo y la inversión en infraestructura, lo que contribuyó a que el crecimiento durante los trimestres primero, segundo y tercero fueran de 6.5%, 4.3% y 4.2%, en su orden. A pesar de que las exportaciones netas registrarían una caída, a causa de la reducción de los precios de algunas de las principales materias primas, se prevé que la recuperación económica de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, haya contribuido en su crecimiento económico, en el cuarto trimestre de 2014.

En Centroamérica, se anticipa que el PIB registró una tasa de crecimiento de 3.1% en 2014, ligeramente inferior a 2013 (3.2%); no obstante, las perspectivas para la región siguen siendo positivas, debido, por una parte, a que el impacto financiero de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América no sería significativo en estas economías, derivado del menor grado de integración a los mercados financieros internacionales y, por la otra, a que la referida normalización es una señal positiva acerca del desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, por lo que el impacto positivo se transmitiría por el canal real.

RECUADRO 2

REPÚBLICA POPULAR CHINA: PRINCIPALES CONSIDERACIONES SOBRE SU EVOLUCIÓN ECONÓMICA FUTURA

Durante las últimas tres décadas, el desempeño económico de la República Popular China ha sido considerablemente elevado, al observar un crecimiento promedio anual de 10%. La estrategia que mantuvo a este país en una senda de rápido crecimiento por más de 30 años se basó en las reformas que se pusieron en marcha, inspiradas en Deng Xiaoping (máximo líder político de ese país, desde 1978), las cuales permitieron que más de 500 millones de personas salieran de la pobreza; que durante dicho período, se convirtiera en el mayor exportador y fabricante del mundo; y que en la actualidad se le considere la segunda economía más grande a nivel mundial.

Un informe del Banco Mundial (2012) señala que la República Popular China tiene el potencial para convertirse en 2030 en una sociedad moderna, armoniosa, creativa y con un nivel superior de ingresos per cápita; sin embargo, alcanzar esos objetivos no le será fácil, dado que no está exenta de riesgos. Al respecto, el informe plantea que para aprovechar sus oportunidades y hacer realidad su visión de desarrollo para 2030, la República Popular China necesita incluir, acciones como: i) adoptar reformas estructurales para fortalecer las bases de una economía de mercado; ii) acelerar el ritmo de la innovación; iii) aprovechar la oportunidad para volverse “verdes” (evitando la contaminación del medio ambiente), combinando incentivos de mercado, regulaciones, inversiones públicas, política industrial y desarrollo institucional; iv) promover la seguridad social para todos, facilitando el acceso igualitario al empleo y a la calidad de los servicios sociales; v) fortalecer el sistema fiscal; y vi) buscar relaciones mutuamente beneficiosas con el resto del mundo y convertirse en un actor proactivo en la economía mundial.

Luego del auge descrito, la economía china ha llegado a un punto de inflexión, por lo que para lograr un desarrollo más sustentable en el largo plazo se requiere el diseño de una nueva estrategia. En efecto, de acuerdo con los resultados de 2012 y 2013, el crecimiento económico en China fue de alrededor de 7.7%, tasa muy inferior a la tasa promedio observada en los últimos 30 años. Asimismo, en 2014, de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), continuó la desaceleración, reflejada en la debilidad del resultado de la actividad económica en el primer semestre, así como en la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento del mencionado organismo para 2014 y 2015 (7.4% y 7.1%, respectivamente).

Los temores de una mayor moderación del crecimiento de la República Popular China han aumentado y no se descarta la posibilidad de un aterrizaje forzoso a mediano plazo. En ese sentido, surge una interrogante importante: ¿puede la República Popular China seguir manteniendo una de las tasas de crecimiento económico más altas del mundo, a pesar de la disminución observada a partir de 2012?

En general, un país no puede seguir creciendo a tasas elevadas una vez que ha alcanzado cierto grado de

desarrollo económico. En ese sentido, las autoridades chinas impulsan un programa de reforma estructural con el objetivo de rebalancear su modelo de crecimiento económico, para que se reduzca la dependencia de la inversión impulsada por las facilidades de crédito y que se centre en el incentivo del consumo privado, lo cual coadyuvaría a obtener una tasa de crecimiento de la actividad económica más sostenible en el largo plazo. Para el efecto, en 2014 las autoridades chinas iniciaron un proceso de reformas tendentes a apuntalar el crecimiento, entre las que destacan el plan de reforma integral para estabilizar las finanzas públicas, la reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa, la aceleración del gasto fiscal y de infraestructura, así como los recortes focalizados de los encajes bancarios legales.

Sobre esa base, se proyecta que el crecimiento se modere a un ritmo más sostenible para 2015 y 2016, con tasas ligeramente por encima de 7%, en la medida en que el menor aumento del crédito de los sectores bancario y no bancario desacelere la inversión y que la actividad en el sector inmobiliario continúe moderándose.

En opinión del Banco Mundial, la implementación de las reformas puede acelerar el potencial de crecimiento económico chino, pero no va a revertir una moderación del crecimiento en la próxima década. Además, estima que sin una acción política, la desaceleración del potencial del crecimiento en el mediano plazo podría ser más grave. Algunas medidas de política, como la inversión adicional en infraestructura, podrían ayudar a amortiguar el impacto inmediato del choque; sin embargo, complicarían el desafío de reequilibrar la demanda para que dependa menos de la inversión y más del consumo.

El Banco Mundial señala que la ampliación de la red de protección social, mediante una reducción de la alta tasa de contribución a la seguridad social y la mejora de las prestaciones de atención de la salud, ayudaría a reducir las tasas de ahorro de los hogares y a elevar el consumo interno. Esta estrategia de reequilibrio interno, aunada a una mayor flexibilización del tipo de cambio nominal, también contribuiría al reequilibrio mundial.

El FMI estima que resulta crucial la implementación de los elementos básicos del plan de reforma estructural de las autoridades chinas, los cuales tienen por objeto reforzar la regulación y supervisión del sector financiero, reducir las garantías implícitas, liberalizar la tasa pasiva y usar las tasas de interés en lugar de las metas cuantitativas en la conducción de la política monetaria, lo que incentivaría una valoración de riesgos basada en el mercado.

Finalmente, dado que la economía mundial está evidenciando una etapa de menor dinamismo, el gobierno chino tendrá que afrontar un conjunto de riesgos y, al hacerlo, deberá aferrarse al principio de que las respuestas de política económica de corto plazo deben apoyar, no socavar, las prioridades de reforma de largo plazo.

Fuente: Banco Mundial (2012), “China 2030. Building a Modern, Harmonious, and Creative High Income Society”; Development Research Center of the State Council, the People’s Republic of China, “Special Topic: An Update of China’s Fiscal and Tax Reforms”, octubre de 2014; y Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014.

2. Mercados financieros internacionales

En el primer semestre de 2014, los mercados financieros internacionales exhibieron una moderada volatilidad; sin embargo, en el segundo semestre se observó un repunte derivado, principalmente, de la mayor incertidumbre acerca de la recuperación económica mundial.

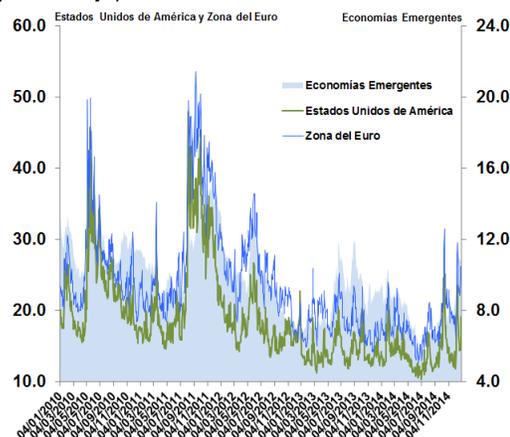
En el segundo semestre de 2014, uno de los acontecimientos más importantes fue la finalización del estímulo cuantitativo (*tapering*) por parte de la FED y las expectativas de incremento en la tasa de interés objetivo por en el segundo semestre de 2015. Cabe señalar que el margen de maniobra de la FED se ve favorecido por las menores presiones inflacionarias, en un entorno de mayor fortaleza del dólar, de la caída en el precio del petróleo y de los combustibles. No obstante, como se indicó, existe el riesgo de que el proceso de normalización de la política monetaria 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. Recientemente en Rusia el rublo registró una de las mayores depreciaciones respecto al dólar estadounidense, situación que afectó en el corto plazo a los mercados financieros. Entre las principales causas que provocaron dicha depreciación destacan la crisis con Ucrania, la cual provocó que los países occidentales implementaran sanciones económicas generando incertidumbre y salida de capitales; y la caída del precio del petróleo, que está reduciendo el nivel de ingreso en ese país.

Las condiciones financieras para los mercados emergentes y países en desarrollo han mejorado significativamente desde el segundo semestre de 2013. En efecto, 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 que el Banco de Japón y el Banco Central Europeo mantengan su tasas de interés de política monetaria en niveles bajos por un período prolongado, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, porque la inflación muy baja, podría generar expectativas de deflación. Otro factor favorable para las expectativas del crecimiento global es el reciente descenso de los precios internacionales del petróleo, a causa, no solo de una mayor oferta, sino de una moderación de las expectativas de demanda y de la apreciación del dólar, tanto en los países desarrollados como emergentes.

El FMI, en su Reporte de Estabilidad Financiera Global de octubre de 2014, subraya que los mercados financieros han mostrado un fuerte incremento (en especial los accionarios), a pesar de que los indicadores de desempeño económico en la mayoría de países no son lo suficientemente sólidos para justificarlo, lo que ha propiciado un importante

Gráfica 1

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



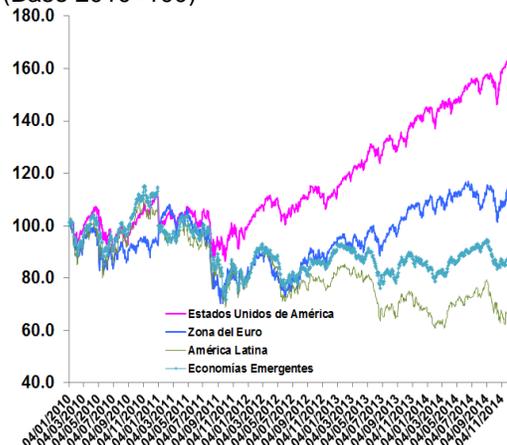
(1) Al 31 de diciembre de 2014.

(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 2

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



(1) Al 31 de diciembre 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.

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, las cuales, eventualmente tendrían importantes consecuencias para la estabilidad financiera global y el sector real.

3. Precios internacionales de algunas materias primas

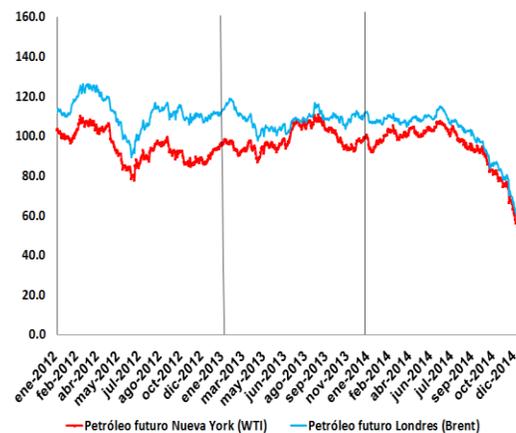
Durante 2014, los precios de las materias primas registraron dos episodios: una tendencia al alza en el primer semestre y una a la baja en el segundo. El alza registrada en el primer semestre obedeció, entre otras causas, al aumento observado en los precios de los energéticos, asociado a factores geopolíticos, principalmente por la crisis de la península de Crimea y el posterior movimiento separatista ucraniano, que se agregó a los conflictos en Medio Oriente. En el segundo semestre del año, la tendencia en los precios internacionales se revierte, en respuesta, principalmente a factores fundamentales del mercado. En primer lugar, por el lado de la demanda, se ha venido registrando un debilitamiento, ante temores de menor crecimiento económico, tanto de las economías avanzadas como de las economías emergentes y países en desarrollo, principalmente de la República Popular China. Por el lado de la oferta, existen excedentes que se han traducido en una presión a la baja en los precios de dichos productos, especialmente en los Estados Unidos de América. En adición, la apreciación que se registra en el dólar estadounidense (moneda en la cual están expresadas las transacciones de materias primas a nivel mundial) respecto de las principales divisas, también influyó en la baja, aunque de manera menos significativa (recuadro 3).

a) Petróleo

En términos globales, durante 2014, el precio internacional del petróleo fue afectado tanto por factores de mercado (oferta y demanda), como por factores geopolíticos. Durante el primer semestre, el precio fue impulsado al alza, por el lado de la oferta, por los problemas de producción de algunos países importantes, la reducción en los niveles de inventarios a nivel mundial y, por el lado de la demanda, por la moderación que se presentó en las economías avanzadas y emergentes. Entre los factores geopolíticos, destaca el inicio de la crisis en la región del Mar del Norte, causada por la anexión de la Península ucraniana de Crimea a Rusia, y el posterior movimiento separatista de la región este de Ucrania, que también busca su anexión a Rusia, aspecto que provocó un incremento en el precio internacional, ante la expectativa de una posible suspensión en el suministro de petróleo proveniente de la región, así como la posibilidad de que el conflicto se extendiera a otras áreas aledañas. Cabe señalar que aunque el proceso de negociación de la

Gráfica 3

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2014. Fuente: Bloomberg.

comunidad internacional redujo las tensiones, estas continúan latentes. En el segundo semestre del año, las previsiones de una actividad económica mundial más moderada, provocaron una importante reducción en el precio del petróleo, ante la expectativa de una disminución en la demanda en combinación con un excedente en la producción a nivel mundial, debido al incremento y la recuperación de la producción de varios países. Concretamente, por el lado de la oferta, se registra un importante incremento en la producción de varios países, destacando Estados Unidos de América por el uso de técnicas modernas y de perforación que permitió la extracción del denominado “*Shale oil*” o “*Tight oil*”. En lo que respecta a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), responsable de aproximadamente un 40.0% del suministro mundial de petróleo, esta ha realizado un incremento en su producción, explicado en parte, por la recuperación en la extracción de crudo en varios de sus países miembros, destacan Libia e Irak, luego de que los enfrentamientos internos afectaran la infraestructura petrolera, situación que compensó la reducción en la producción en Irán, ante el embargo petrolero por parte de la Unión Europea, debido a su programa nuclear, aunque continúa negociando la eliminación de dichas sanciones económicas, lo cual podría permitir al país reincorporarse al mercado europeo. Cabe indicar que el nivel de producción de la organización es superior a la cuota establecida de 30.0 mbd y, a pesar de que se había previsto algún cambio en la cuota de producción, la misma no fue modificada en la reunión de finales de noviembre.

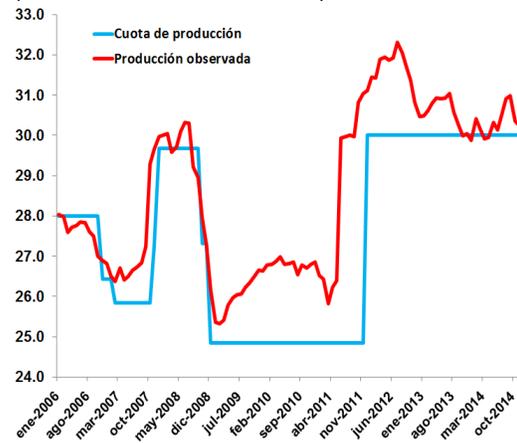
El Departamento de Energía de los Estados Unidos de América informó que las interrupciones en la producción de petróleo por diversos factores disminuyeron a partir del mes de junio de 2014, situándose a noviembre en aproximadamente 3.3 mbd, de los cuales 2.7 mbd se dejaron de producir en los países miembros de la OPEP y 0.6 mbd en otros países productores, situación que contribuyó en la disminución del precio internacional de petróleo, ante una mayor oferta disponible.

La firma IHS CERA (Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates)³ prevé que el volumen de la producción mundial de petróleo para 2014 se sitúe en 92.9 millones de barriles diarios (mbd), cifra superior en 2.2 mbd respecto de la producción registrada en 2013 (90.7 mbd).

Por el lado de la demanda, las perspectivas de una desaceleración en la actividad económica mundial, contribuyeron a que durante el segundo semestre de 2014, el precio internacional del crudo registrara una reducción, como consecuencia de la disminución prevista en la demanda mundial, principalmente de la República Popular China y de Japón. El primer país registra un proceso de

Gráfica 4

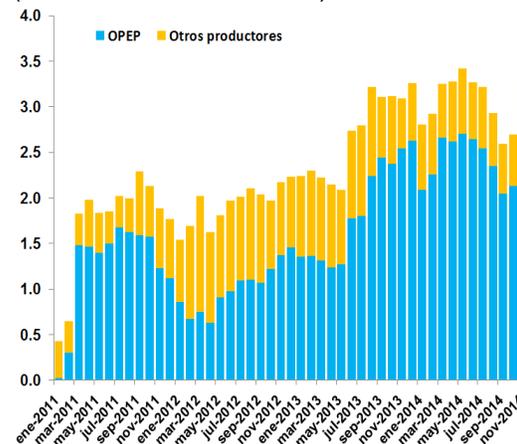
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)



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

Gráfica 5

Interrupciones en el suministro mundial de petróleo (1)
(millones de barriles diarios)



(1) Con información a noviembre de 2014.
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

³ Empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energético a nivel mundial y regional (incluyendo, petróleo, productos refinados y gas natural).

reestructuración económica que ha provocado una disminución en el consumo de petróleo y, el segundo país, afronta un lento proceso de recuperación económica, que también se ha traducido en una menor demanda. Además, el proceso de recuperación económica en la Zona del Euro continúa débil, lo que también ha provocado que este bloque reduzca su demanda. Respecto del principal consumidor de petróleo a nivel mundial, Estados Unidos de América, su participación en el mercado internacional disminuyó (importaciones) derivado del incremento en su producción interna; no obstante, el nivel de importaciones sigue siendo importante. IHS CERA estima que para 2014 la demanda mundial de petróleo se situaría en 92.6 mbd, superior en 0.9 mbd respecto de la demanda registrada en 2013.

En resumen, el balance entre oferta y demanda es ligeramente positivo, situación que reduce los riesgos de un alza significativa del precio internacional, en el corto plazo. No obstante, persisten los riesgos geopolíticos en Medio Oriente, así como presiones de algunos países miembros de la OPEP para insistir en recortes en su producción y, de esta forma, favorecer el precio del crudo. Hasta la fecha y, dada la reducción en el precio internacional del crudo en lo que va de 2015, las expectativas respecto de la evolución de dicho precio, a pesar de los factores de riesgo citados, están sesgadas a la baja.

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de enero 2014			Estimación de diciembre 2014		
	2013(a)	2014(b)	Variación	2013(a)	2014(b)	Variación
Oferta	91.5	93.6	2.1	90.7	92.9	2.2
Demanda	92.1	93.7	1.6	91.7	92.6	0.9
Balance (oferta - demanda)	-0.6	-0.1	-----	-1.0	0.3	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

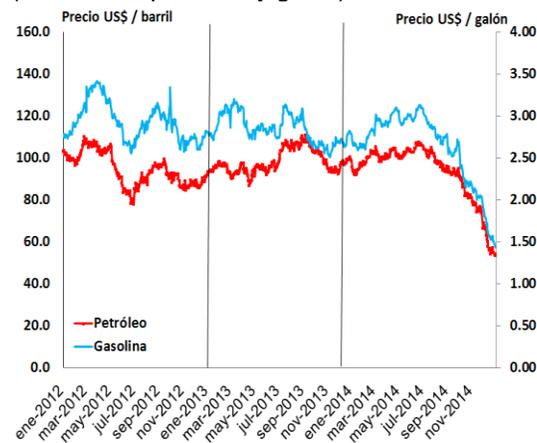
Fuente: IHS CERA.

b) Gasolinas

En cuanto a los refinados de petróleo, particularmente la gasolina, durante 2014 el precio en los Estados Unidos de América ha tenido un comportamiento congruente con la evolución del precio internacional del petróleo. Durante el primer semestre, el incremento en el precio obedeció a la reducción en el nivel de inventarios, causada por el mantenimiento no planificado de algunas refinerías, que en algunos casos obligó a la paralización de industria petroquímica; el aumento en la demanda externa y el incremento estacional en la demanda, ante el inicio del verano en los Estados Unidos de América. Durante el segundo semestre, el precio de la gasolina mostró una tendencia a la baja, derivado de la disminución en la demanda en los Estados Unidos de América, lo que marcó el

Gráfica 6

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2014.

Fuente: Bloomberg.

fin de la temporada de verano; y la disminución en la demanda de otros importantes consumidores, como la Zona del Euro.

c) Maíz amarillo

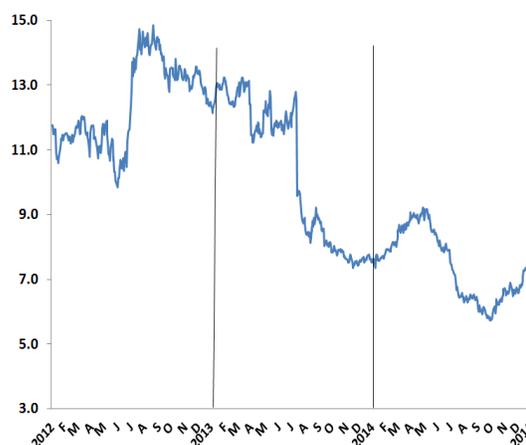
Durante 2014, el precio internacional del maíz amarillo, en general, presentó una tendencia a la baja. No obstante, durante el primer cuatrimestre del año mostró un incremento, como resultado de las previsiones sobre posibles daños en la producción en Sudamérica por sequías, principalmente en Argentina y en Brasil, que afectarían la disponibilidad del grano en dichos países. Asimismo, la crisis entre Rusia y Ucrania contribuyó a elevar 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. A partir de mayo, la perspectiva de una producción récord de maíz amarillo observada en la cosecha 2013/2014 y la prevista para la cosecha 2014/2015, permitió que se registrara una significativa reducción en el precio internacional, incluso por debajo de los niveles registrados en 2012; sin embargo, recientemente se ha observado una recuperación en el precio, asociada nuevamente a expectativas de posibles daños en la producción por factores climáticos.

En cuanto a la producción mundial, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) informó que esta alcanzará niveles récord para la temporada 2014/2015, situándose en 991.6 millones de toneladas métricas (mtm), produciendo similar a la cosecha previa (989.3 mtm). Esta situación se explica por los pronósticos de una cosecha abundante en los Estados Unidos de América, la Unión Europea, Serbia, Filipinas y Rusia. Respecto a la demanda mundial para el período 2014/2015, esta se estima en 972.2 mtm, superior en 1.9% al del año anterior (954.2 mtm), debido al incremento en el consumo previsto para los Estados Unidos de América, la República Popular China, México, Brasil y Rusia. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 192.2 mtm, superior en 11.2% respecto de la cosecha anterior (172.8 mtm).

En cuanto al precio del grano, mientras no ocurran cambios importantes en la oferta y la demanda, se prevé que su nivel seguirá siendo bajo, ante la recuperación en los inventarios mundiales, la disminución de las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro y el continuo fortalecimiento del dólar estadounidense.

Gráfica 7

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre 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	868.0	989.3	991.6	14.0	0.2
Consumo	864.7	954.2	972.2	10.4	1.9
Déficit / Superávit	3.3	35.1	19.4	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

d) Trigo

El precio internacional del trigo, registró un incremento en el primer semestre de 2014, el cual se atribuye a daños en la producción que causaron factores climáticos adversos, en los Estados Unidos de América (heladas), en Rusia, Kazajistán y Argentina (sequías); así como, por el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania que generó la expectativa de una posible suspensión en los suministros provenientes de la región del Mar Negro. Sin embargo, durante la mayor parte del segundo semestre se observó una baja asociada, principalmente, a las expectativas de una favorable producción mundial del grano para la presente cosecha (2014/2015), debido a la mejora en las condiciones climáticas de algunas de las principales zonas productoras. Cabe indicar que recientemente se ha registrado un repunte en el precio internacional, asociado a expectativas de condiciones climáticas adversas en la región del Mar Negro (sequías), los Estados Unidos de América y Australia (heladas), situación que cambió la tendencia del precio, aunque aún permanece en niveles bajos respecto de los dos años previos.

Según el USDA, la producción mundial de trigo se situaría en 722.2 mtm, superior en 1.0% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (714.8 mtm), destacando la producción de la Unión Europea, Rusia, la República Popular de China, India, Ucrania y Argentina. En el caso de Estados Unidos de América, el mayor exportador a nivel mundial, su producción se reduciría, principalmente, por la sustitución de cultivos, como el maíz amarillo y la soya.

El consumo mundial de trigo se estima en 712.6 mtm, superior en 1.2% al registrado el año previo (703.9 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 194.9 mtm, cifra superior en 5.2% respecto a la cosecha 2013/2014 (185.3 mtm). Con anterioridad, instituciones como la Organización para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), el FMI y el Banco Mundial, han indicado que la previsión del nivel de inventarios ha mejorado, razón por la cual no habría importantes presiones sobre el precio internacional.

Gráfica 8

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2014.

Fuente: Bloomberg.

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	657.9	714.8	722.2	8.6	1.0
Consumo	679.6	703.9	712.6	3.6	1.2
Déficit / Superávit	-21.7	10.9	9.6	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

RECUADRO 3

LA RECIENTE APRECIACIÓN DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y SU EFECTO EN LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

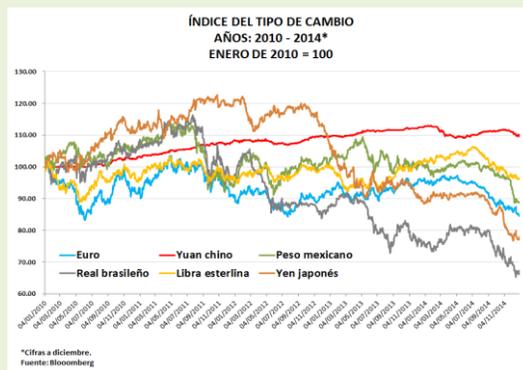
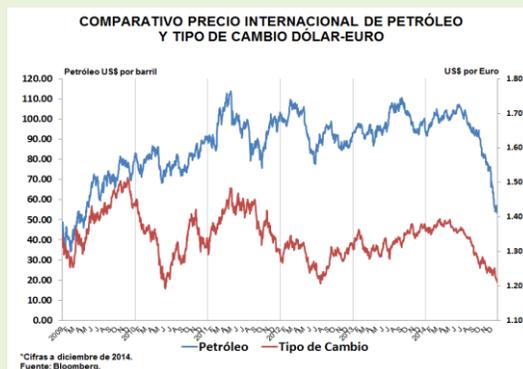
En los últimos meses, en términos generales, la apreciación del dólar de los Estados Unidos de América ha coincidido con la caída de los precios de algunas materias primas, en especial del petróleo. En efecto, la cotización internacional del precio del crudo se ha reducido en alrededor del 50% de julio a diciembre, mientras que la cotización del dólar estadounidense ha registrado una apreciación de aproximadamente 11% respecto al euro, 8% respecto a la libra esterlina y de 15% respecto al yen japonés, en el mismo periodo.

La relación entre la apreciación del dólar y la caída de los precios de las materias primas no es coincidencia. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), durante los últimos años, los precios de dichos productos, en general, han mantenido una correlación inversa con el tipo de cambio del dólar estadounidense (tanto en términos nominales como reales), debido, entre otras cosas, a que existen varios canales de transmisión que provocan dicho efecto. A continuación se describen los más importantes:

- i) **Poder de compra:** Por el lado de la demanda, se debe considerar que la mayoría de las materias primas (el petróleo, los metales preciosos y los industriales, así como el trigo y el maíz) se cotizan en dólares y, por tanto, una apreciación (depreciación) de dicha moneda encarece (abarata) los precios de las materias primas para los consumidores que no utilizan el dólar como moneda de curso legal, por lo que, disminuye (aumenta) su demanda. En tanto que, por el lado de la oferta, las menores (mayores) presiones sobre los precios de las materias primas se derivan de las menores (mayores) ganancias en moneda local que obtienen los productores que no pertenecen a países que utilizan al dólar como su moneda.
- ii) **Activos:** La apreciación (depreciación) del dólar aumenta (disminuye) los rendimientos que los activos denominados en dólares generan en otras monedas, lo que puede convertir a las materias primas en una clase de activos menos (más) interesantes para los inversionistas extranjeros. Además, la apreciación del dólar disminuye los riesgos de presiones inflacionarias en los Estados Unidos de América y desincentiva a los agentes económicos a invertir en activos reales, como las materias primas, para protegerse contra la inflación.

- iii) **Otros canales:** Una apreciación (depreciación) del dólar podría llevar a otras economías a adoptar políticas monetarias más (menos) restrictivas, en especial en los países cuyas monedas están considerablemente vinculadas al dólar. El resultado podría ser un alza (baja) de las tasas de interés y una reducción (aumento) de la liquidez, lo que consecuentemente disminuiría (aumentaría) la demanda de materias primas y otros activos.

No obstante, es importante destacar que el comportamiento de la cotización internacional de las materias primas es influenciado por diversos factores de oferta y de demanda, por lo que, la relación inversa descrita, aunque importante, es sólo uno de los que han incidido en la coyuntura actual de dichos precios, que aunque no es trivial, se considera que podría ser temporal.



Fuente: Bloomberg; y Fondo Monetario Internacional, "La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos", Perspectivas Económicas Mundiales de Abril 2008.

4. Inflación y política monetaria

La inflación mundial ha registrado diferentes tendencias, según la región de que se trate. En las economías avanzadas se ubica en niveles por debajo de 2%, con excepción de 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 la Zona del Euro la deflación sigue siendo un riesgo relevante. En las economías emergentes y países en desarrollo, la inflación ha registrado una tendencia al alza, debido al incremento en el precio de los alimentos. Similar situación se observa en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, en donde la inflación también ha registrado alzas que, en buena medida, se explican por el aumento de la inflación de alimentos. Vale mencionar que en el corto plazo, la reducción de los precios de la energía, principalmente del petróleo y derivados, podrían contener las presiones inflacionarias en la mayoría de regiones del mundo.

En los Estados Unidos de América, durante 2014 la inflación se redujo, ubicándose en diciembre en 0.76%, por debajo del objetivo de largo plazo establecido por la FED (2.0%), favorecida por la disminución en el costo de la energía, entre otros factores. Con relación a las perspectivas de inflación, por un lado, se estima que podrían observarse presiones inflacionarias en la medida en que empiecen a elevarse los salarios reales y, por el otro, se considera que la reciente disminución del precio del petróleo y la apreciación del dólar estadounidense ejercen presiones a la baja. En ese escenario, la FED ha manifestado que la tasa de interés objetivo podría permanecer en niveles bajos por algún tiempo.

En la Zona del Euro, desde el año anterior la inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de política monetaria de 2.0%, reduciéndose de manera significativa en 2014 (-0.15% a diciembre) debido, en parte, al débil crecimiento económico y al riesgo de deflación, lo que continúa dificultando la reducción de los desequilibrios entre los países del centro y la periferia. En ese contexto, el BCE en septiembre redujo por segunda vez en el año su tasa de interés de política monetaria para ubicarla en un mínimo histórico de 0.05%; además, anunció programas de compras de activos, los cuales iniciaron en octubre y se prevé que se mantendrán, al menos por dos años. Dichas medidas, generarían una expansión importante de la hoja de balance del BCE (similar a la de 2012), que ayudaría a facilitar las condiciones crediticias y, por ende, brindar 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, previo a aumentar gradualmente en 2015 (1.0%), reflejo de la mejora prevista en la actividad económica. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE ha reafirmado su compromiso de adoptar instrumentos no convencionales adicionales, dentro de su mandato, si la inflación se sitúa por un período prolongado en niveles bajos. Por supuesto, dicha postura de política monetaria no está exenta de riesgos, pero al parecer el BCE está privilegiando el apoyo al crecimiento económico.

En el caso de Japón, la inflación se ha acelerado en 2014, ante los estímulos fiscales y monetarios adoptados por el gobierno en 2013 (políticas Abenómicas) que han contribuido a contrarrestar el proceso deflacionario registrado por muchos años en dicho país; sin embargo, el incremento del impuesto al consumo, que se ha comentado, impulsó la inflación a sus niveles más altos en décadas, por lo que la inflación se ubicó, a noviembre de 2014, en 2.40%. En ese contexto, el Banco Central de Japón (BCJ) ha indicado que con el propósito de alcanzar su objetivo de 2.0% de inflación, mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario. No obstante, no se descarta el riesgo de una nueva disminución en la inflación, dada la debilidad de la demanda interna y la disminución sustancial de los precios del petróleo, por lo que para evitar que dicho riesgo se materialice y mantener el impulso y las expectativas ancladas, en octubre consideró oportuno ampliar el programa de flexibilización monetaria, incrementando la base monetaria a un ritmo anual de alrededor de ¥80.0 billones de yenes (una adición, entre ¥10.0 y ¥20.0 billones) y acelerando su programa de compras de activos, por medio de bonos soberanos japoneses para que sus tenencias aumenten a un ritmo anual de ¥80.0 billones de yenes (una adición de ¥30.0 billones).

Para las economías emergentes y países en desarrollo, en 2014 se prevé que la inflación se ubique en 5.5%, nivel similar al de 2013. Cabe mencionar que en las principales economías que integran este bloque, la inflación, en general, ha mantenido una tendencia al alza. Dado el actual entorno internacional, en el que se combinan flujos de capitales negativos, que influyen en mayores depreciaciones cambiarias, con la existencia de pocos espacios para mantener la estabilidad macroeconómica, ha dado origen a que la respuesta de política monetaria sea divergente. Por ello, algunos países han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, mientras que otros la han elevado. En la República Popular China, la inflación se ubica por debajo del objetivo de mediano plazo (3.50%) explicado, en parte, por la

desaceleración del crecimiento económico, lo que apunta a que, de ser necesario, aún se dispone de espacio para proporcionar nuevos estímulos que mitiguen la ralentización de su ritmo de crecimiento económico. De esa cuenta, en noviembre, las autoridades monetarias chinas redujeron las tasas de interés de referencia de crédito en 40 puntos básicos, situándola en 5.60%. Esta tasa se había mantenido invariable desde julio de 2012.

Respecto a las inflaciones de las principales economías de América Latina, que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil), durante 2014 han mantenido una tendencia alcista y, a noviembre, se sitúan por arriba del límite superior del rango meta de inflación establecido por las autoridades monetarias, con excepción de Colombia. En este comportamiento, influye el alza en el precio de los alimentos. No obstante, se espera que los niveles de inflación converjan a los objetivos de los bancos centrales. El comportamiento de la inflación provocó diferentes tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias; Brasil y Colombia incrementaron sus tasas de interés de política monetaria, hasta ubicarlas en 11.75% y 4.50%, respectivamente. En Brasil, durante 2014, el Banco Central incrementó la tasa de política en 5 ocasiones (175 puntos básicos en total), ante presiones internas de precios y, posiblemente, como medida preventiva para aminorar los efectos de la normalización de la política monetaria estadounidense. En Colombia, se incrementó en 5 ocasiones (125 puntos básicos en total), 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.

En México, Perú y Chile se registraron reducciones en las tasas de interés y a diciembre de 2014 se situaban en 3.00%, 3.50% y 3.00%, en su orden. En el caso de México, la tasa de interés se redujo en una única ocasión (50 puntos básicos en total), decisión que se fundamentó en el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica que se registró en el último trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2014, medida que contribuyó a la mejora en el desempeño macroeconómico en el segundo semestre de 2014. En Perú se disminuyó en dos ocasiones (50 puntos básicos en total), debido a que la actividad económica ha mostrado señales de un menor dinamismo que lo esperado y porque los factores de oferta que incidieron en el aumento de la inflación se han venido moderando. En Chile se redujo en seis ocasiones (150 puntos básicos en total), porque la evolución de la demanda interna y externa, así como el empleo, continuaron reflejando,

a lo largo de 2014, una ralentización de la actividad económica.

En Centroamérica la inflación se ha mantenido moderadamente al alza, asociada principalmente al aumento en el rubro de alimentos. En todos los países de la región, a diciembre, la inflación permaneció dentro del rango establecido por cada Banco Central, excepto en Costa Rica y en Nicaragua, en donde la inflación se situó en 5.13% y 6.43%, en su orden, fuera de los límites establecidos por los bancos centrales. Cabe indicar que en Costa Rica la autoridad monetaria incrementó, en mayo de este año, su tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, ubicándola en 5.25%.

En Guatemala, durante 2014, la Autoridad Monetaria disminuyó la tasa de interés líder de política monetaria en 100 puntos básicos en marzo y junio (25 puntos básicos en cada ocasión); en tanto que, en noviembre (50 puntos básicos), hasta ubicarla en 4.00%.

B. INTERNO

1. La actividad económica

El crecimiento de la actividad económica nacional en 2014, medido por el Producto Interno Bruto en términos reales, se estima en 4.0%, superior, al registrado el año previo (3.7%); así como al PIB potencial (3.5%), lo que proviene de un mayor dinamismo en la demanda interna, explicado, principalmente, por el incremento de 4.0% en el consumo privado (3.9% en 2013), que representa alrededor del 85.0% del producto interno bruto, asociado a un aumento de las remesas familiares y del ingreso de los hogares.

Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 3.0%, asociado al mayor dinamismo en la inversión en construcción privada y la mayor ejecución de obras de ingeniería civil.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un crecimiento, en términos reales, de 7.1%, superior al registrado en 2013 (5.8%), impulsadas, principalmente, por el crecimiento, en volumen, de níquel y plomo, banano, grasas y aceites combustibles, entre otros. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento de 4.6%, superior al año previo (3.9%), derivado de un mayor dinamismo, en términos de volumen de bienes de consumo duraderos, de combustibles y lubricantes, así como de bienes de capital para la agricultura.

Por el lado del origen de la producción, destaca el dinamismo de los sectores siguientes: Explotación de minas y canteras; Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios privados; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican casi el 77.0% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2014.

En ese contexto, algunos indicadores de corto plazo sustentan la referida estimación de cierre. En efecto, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), a noviembre de 2014, registró una variación interanual de la tendencia-ciclo de 4.3% y las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, lo que se refleja en el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), que a diciembre de 2014 se situó en 52.28 puntos, superior en 2.01% respecto del registrado el mes anterior (51.25 puntos). Vale subrayar que en los últimos cuatro meses dicho indicador se ha incrementado en 12.97 puntos, lo que denota una recuperación en la confianza de los agentes económicos.

2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria

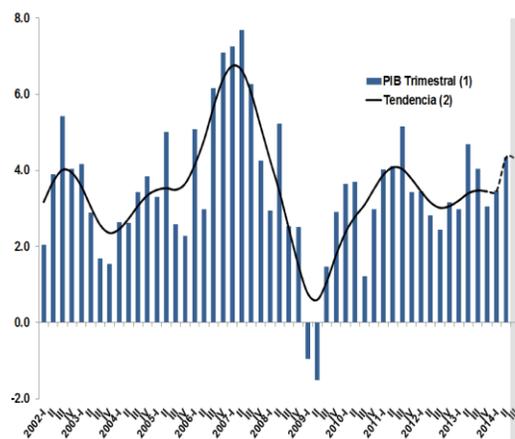
a) Evolución de la inflación

A diciembre de 2014, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 2.95%, por debajo del valor puntual, ligeramente por debajo del límite inferior de la meta de inflación (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. Entre otros factores, incidieron negativamente los efectos de una canícula más prolongada de lo normal, lo que afectó el precio de los cultivos de algunos granos básicos, principalmente el maíz blanco e indirectamente los productos de tortillería. En efecto, a partir de julio se empezó a manifestar una disminución significativa en la cantidad de lluvia en la mayor parte del territorio nacional, principalmente en el área que comprende el Corredor Seco (Chiquimula, Zacapa, Jutiapa, Jalapa, Santa Rosa y El Progreso), lo que incidió en la producción de subsistencia de las familias que habitan en dicha región en alrededor del 80% del área cultivada, lo que se agudizó en agosto. No obstante, de acuerdo con el 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 significó 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. En septiembre se observó una menor variación intermensual de la inflación,

Gráfica 9

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



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

(2) Tendencia calculada con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

asociada a menores precios de algunos derivados del petróleo, mientras que en octubre, la inflación mostró un ascenso debido a incrementos en el precio medio del rubro Alimentos y los Servicios de viajes todo incluido fuera del país. Sin embargo, la acentuada disminución en el precio de los combustibles y del gas propano en los dos últimos meses del año propició que el ritmo inflacionario se ubicara ligeramente por debajo de 3.0%.

El resultado del IPC a diciembre de 2014, se explica, de acuerdo a su impacto, por las divisiones de gasto Alimentos y bebidas no alcohólicas; Recreación y cultura; Bienes y servicios diversos; Restaurantes y hoteles; Transporte; y Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, que en conjunto explican el 89.83% de la inflación total observada (gráfica 10).

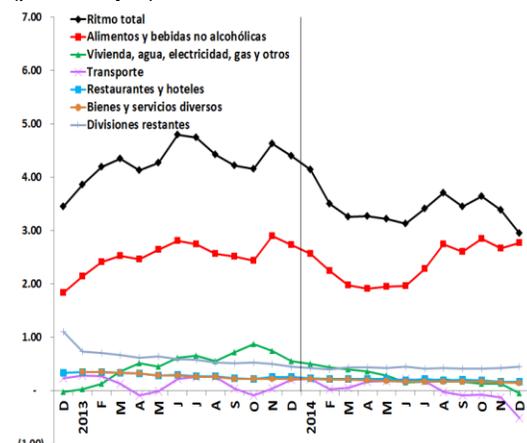
La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) ha registrado históricamente, en promedio, el mayor impacto en el IPC, que registró a diciembre una variación interanual de 8.54%, equivalente a 2.9 veces el ritmo de inflación total (2.95%). Los principales grupos de gasto 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 del Tomate, la Papa, el Frijol, el Güisquil, el Culantro, el Chile pimiento, las Otras legumbres y hortalizas y la Zanahoria, que de acuerdo a información proporcionada por el MAGA, es resultado de una reducción en la oferta en el mercado interno por factores estacionales, así como por el aumento en la demanda externa de países vecinos, principalmente de El Salvador y Honduras.

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 se asocia a que el precio del maíz se mantuvo elevado en algunas regiones afectadas por condiciones climáticas adversas. Por su parte, el precio medio del Pan ha respondido al comportamiento en el precio internacional del trigo, la principal materia prima en el proceso de elaboración, el cual registró un incremento a partir de octubre. Cabe indicar que los precios medios de los Productos de tortillería y del pan fueron afectados, hasta octubre de 2014, por el nivel elevado del precio medio del gas propano, el cual a ese mes fue el más alto en los últimos cuatro años, según el Ministerio de Energía y Minas, pero, como se indicó, en los dos últimos meses del año pasado el precio del gas propano disminuyó.

Con relación a las Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicha división registraron alza en su precio medio, principalmente las Frutas de estación, el Aguacate, la Naranja y la Manzana. En el caso de las Frutas de estación, se registró un incremento en el precio medio de la papaya, la piña, y el limón, debido a factores estacionales y las festividades de fin de año. En el caso de la naranja, el aumento en su precio obedece a que la cosecha se

Gráfica 10

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



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

encuentra en una fase intermedia y la oferta de naranja de la variedad Valencia proveniente de Honduras, ha disminuido. El alza en el precio medio del grupo de gasto Carnes, refleja el incremento en el precio medio de la carne de res, como resultado del ajuste realizado por los expendedores de carne durante marzo, julio y noviembre de 2014, debido a la disminución en la oferta interna ante la reducción en las áreas de pasto y el posible contrabando de ganado en pie hacia México. La carne de pollo y los embutidos, también registraron alzas, en parte, por ser sustitutos, aunque no perfectos, de la carne de res.

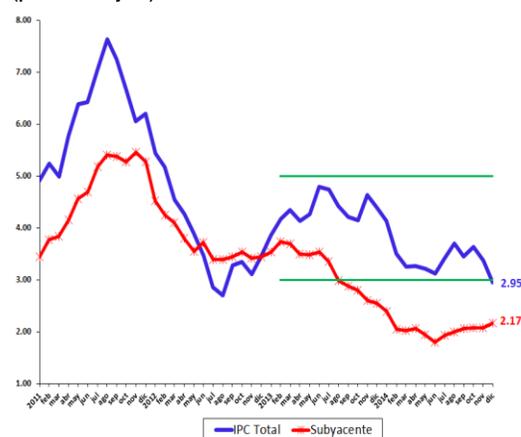
Con relación al incremento en la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, este denota el alza en el precio medio del Seguro (principalmente el de vehículos y el de vida) y el aumento en el precio medio de artículos para el cuidado e higiene personal (Jabón, Champú, Desodorantes y antitranspirantes y Papel higiénico); mientras que, la división de gasto *Restaurantes y hoteles* registró un alza, como resultado del aumento en el precio medio del Almuerzo consumido fuera del hogar, Otras comidas consumidas fuera del hogar y el Desayuno consumido fuera del hogar, todos asociados a los aumentos en el precio de algunos de sus componentes, como carnes, verduras y legumbres, y otros insumos como el gas propano.

La división de gasto *Recreación y cultura* se explica, principalmente, por el incremento en los precios medios del Servicio de viajes todo incluido fuera del país y Servicio de viajes todo incluido dentro del país. Por un lado, en junio y julio se registró un aumento en la demanda de boletos aéreos, debido al desarrollo de la Copa Mundial de Fútbol y, por el otro, a partir de septiembre se observó un crecimiento, en la demanda de boletos aéreos y paquetes turísticos 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.

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 mantuvo estable hasta noviembre para luego registrar una reducción de alrededor de 25% en diciembre, aunque en un nivel superior al observado en similar período de 2013. Por su parte, la disminución en el precio del Servicio de electricidad obedece a la reducción del pliego tarifario trimestral de noviembre 2014 a enero de 2015, tanto para la tarifa social como para la no social. Según el boletín CNEE-008-14 de la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE), la tarifa seguirá registrando leves disminuciones, debido a la contratación de servicios a precios inferiores a los estipulados en contratos de años anteriores y una mayor diversificación de la matriz de generación eléctrica.

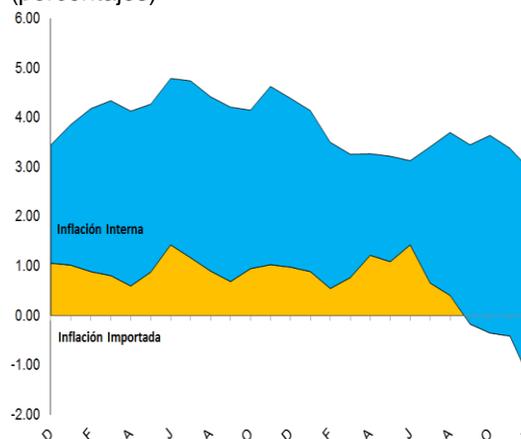
Por su parte, la división de gasto *Transporte* registró una variación negativa, la cual se explica, principalmente, por la reducción en el precio medio de las gasolinas, asociada al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados.

Gráfica 11
Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 12
Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



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

Con relación a la inflación subyacente, esta registró a diciembre una variación interanual de 2.17%, revirtiendo la tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2013. Los rubros asociados a los alimentos y combustibles continúan siendo los productos que registran mayor volatilidad, por lo que, variaciones importantes en estos productos se excluyen de la inflación total (gráfica 11).

La inflación importada durante el primer semestre del año, observó una tendencia al 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, viene registrando una desaceleración impulsada, principalmente, por la reducción observada en el precio internacional del petróleo y sus derivados y la disminución del precio internacional de otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo (gráfica 12).

b) Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos

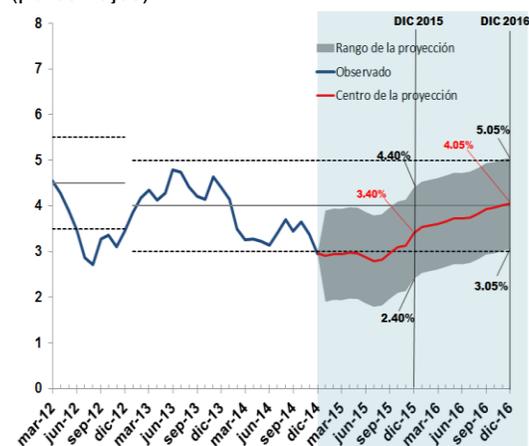
i) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 2.40% y 4.40% y entre 3.05% y 5.05% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, respectivamente. Para 2015, el rango citado se ubica por debajo del límite inferior y superior de la meta de inflación de 4% +/- 1 punto porcentual, mientras que, para 2016, el rango se ubica por encima del límite inferior y superior de la meta, ver gráfica 15. En tanto que, el pronóstico de la inflación subyacente se sitúa entre 1.90% y 3.90% y entre 2.40% y 4.40% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, en su orden; en ambos casos, los referidos límites se ubican por debajo de los límites superior e inferior de la meta de inflación. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

La trayectoria de inflación, según los pronósticos de corto plazo, estaría sujeta a los siguientes factores: un comportamiento moderado en los precios medios de los gastos básicos que conforman el rubro de alimentos, debido al ingreso de nuevas cosechas y a la estacionalidad de algunas verduras y legumbres; reducción en el precio de los combustibles, como resultado del comportamiento del precio internacional del petróleo; se considera que el precio medio del servicio eléctrico no registró alzas importantes, luego de que la Comisión Nacional de Electricidad (CNEE) redujera la tarifa del pliego vigente para el trimestre noviembre 2014 - enero 2015, lo que refleja una mayor diversificación de la matriz energética y la entrada en vigencia de nuevos contratos a menores precios; y no se anticipan alzas en el precio del gas propano, debido a que los inventarios de gas natural a nivel mundial son superiores al promedio de los últimos 5 años.

Gráfica 13

Ritmo Inflacionario Total (porcentajes)

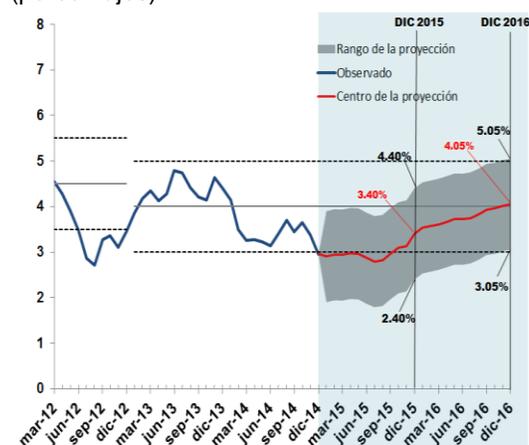


Nota: Información observada a diciembre de 2014 y proyectada a diciembre de 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 14

Ritmo Inflacionario Subyacente (porcentajes)



Nota: Información observada a diciembre de 2014 y proyectada a diciembre de 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

ii) 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, así como los pronósticos de inflación de los principales socios comerciales de Guatemala sugieren presiones inflacionarias moderadas y contenidas, aunque crecientes, en el horizonte de pronóstico; y ii) la estimación de la brecha del producto de Guatemala en el horizonte de pronóstico sugiere que la actividad económica interna se sitúa alrededor de su nivel potencial, por lo que no se anticipan presiones inflacionarias o desinflacionarias sustanciales provenientes de la demanda agregada.

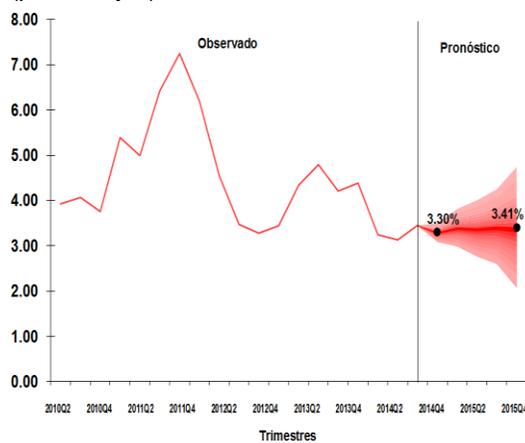
Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en diciembre, con datos a noviembre, indican una trayectoria de inflación con valores que se sitúan dentro del rango establecido como meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se situaría en 3.30% y 3.41% para diciembre de 2014 y de 2015, respectivamente; condicionado a que se cumpla la trayectoria de la tasa de interés líder de la política monetaria, ello con el propósito de mantener la inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor. La trayectoria de la tasa de interés de política monetaria en el mediano plazo sugiere mantenerla en 4.00% hasta el tercer trimestre de 2015, y luego elevarla 25 puntos básicos a 4.25% en el cuarto trimestre de 2015.

iii) Expectativas de inflación

En diciembre de 2014, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, indican que las expectativas de inflación se ubicaron en un rango de entre 2.57% y 4.57% para diciembre de 2014 y entre 3.20% y 5.20% para diciembre de 2015. En 2014, los límites de los citados rangos se ubican por debajo del límite inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la

Gráfica 15

Pronóstico de la Tasa Interanual de Inflación (porcentajes)

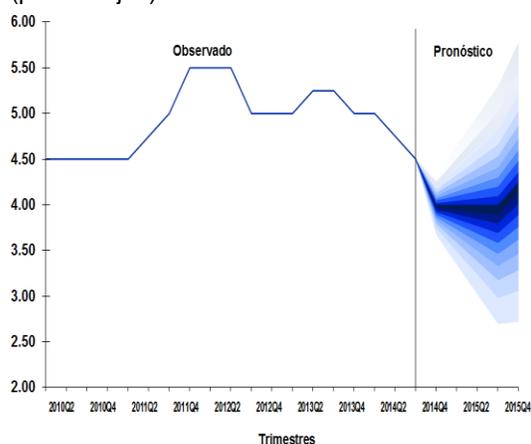


(1) Con información observada a noviembre de 2014 y pronosticada a diciembre de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 16

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

meta de inflación; mientras que, en 2015, los límites se encuentran por encima del límite inferior y superior (gráfica 17). Los principales factores que sustentan dichas expectativas se refieren al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados, a la evolución del precio internacional de las materias primas, al desempeño de la política fiscal y a la percepción de condiciones climáticas menos favorables. Las expectativas de inflación se han moderado y se han mantenido dentro del margen de tolerancia, observándose un mejor anclaje en las mismas.

c) Variables informativas de la política monetaria

i) Agregados monetarios y de crédito

Durante 2014, los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento congruente con el crecimiento económico estimado y la meta de inflación de mediano plazo.

Emisión monetaria

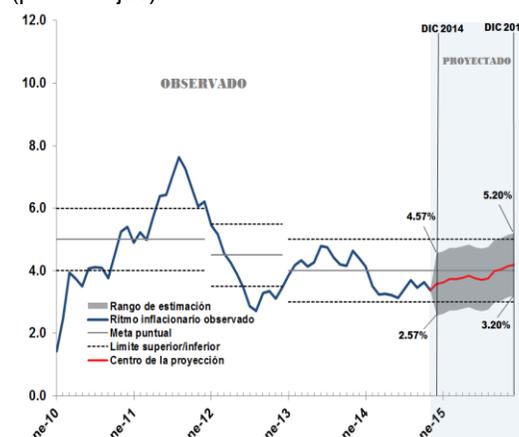
El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. En 2014, la demanda de emisión monetaria fue congruente con las estimaciones de dichos componentes. Cabe indicar que en el transcurso de 2014, en términos generales, el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria mostró una tendencia creciente asociada al mayor dinamismo del numerario en circulación, en tanto que el componente de caja de bancos se mantuvo relativamente estable. En ese sentido, el coeficiente de preferencia de liquidez se estabilizó en niveles que, en promedio del año, se aproximaron a los 18 centavos por cada quetzal de depósitos.

Medios de pago

Los medios de pago, al 31 de diciembre, registraron un crecimiento interanual de 8.7% (7.0% de crecimiento en moneda extranjera y 9.0% en moneda nacional), 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 aproximadamente en 40.0%, la cual se considera adecuada.

Gráfica 17

Expectativas de Inflación (1) (porcentajes)

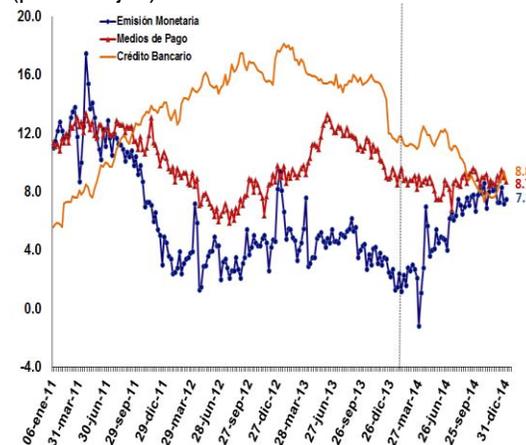


(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 18

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



(1) Variación interanual observada al 31 de diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 31 de diciembre de 2014, registró un crecimiento interanual de 8.8%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (14.6%) como en moneda nacional (5.9%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y por encima del crecimiento del PIB nominal⁴.

Es importante mencionar que el crédito bancario, registra tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7%) y su peso relativo con relación al PIB ha venido creciendo, mientras que la tasa interanual se ha desacelerado desde inicios de 2013. La desaceleración se asocia, entre otras razones, a una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, dado que una parte del sector corporativo del país optó por utilizar fuentes de financiamiento externas en lugar de crédito bancario interno, en virtud de las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales y bajas tasas de interés (ver recuadro 4). La demanda de financiamiento total del sector privado para sus operaciones, denota que en la expansión de la actividad económica han contribuido fuentes de financiamiento adicionales al crédito bancario al sector privado. Asimismo, el efecto de valoración por tipo de cambio nominal en el crédito en moneda extranjera, habría incidido en la tasa de crecimiento interanual.

⁴ El crédito bancario total al sector privado al cerrar 2014 representó 33.6% del PIB, por arriba de lo observado en los últimos años.

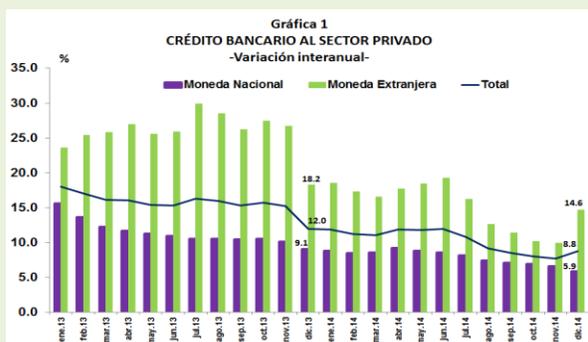
RECUADRO 4

PRINCIPALES CONSIDERACIONES SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

Desde inicios de 2013, el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado ha registrado una desaceleración gradual; no obstante, a partir de noviembre de 2013 se exacerbó. En el transcurso de 2014 dicha tendencia continuó, al pasar de un ritmo de crecimiento de 12.0% en diciembre de 2013 a 8.8% el 31 diciembre de 2014.

A continuación se resumen algunos de los principales factores que incidieron en dicho comportamiento.

Al realizar un análisis considerando el crédito otorgado por moneda, se observa que la desaceleración ha ocurrido tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, aunque en este último caso la reducción ha sido superior. En efecto, el crédito al sector privado en moneda nacional registró un ritmo de crecimiento de 9.1% en diciembre de 2013 y se redujo a 5.9% en diciembre de 2014; por su parte, en moneda extranjera, pasó de 18.2% a 14.6%, en similar período.



Al analizar el crédito por tipo de deudor, se observa que la desaceleración está explicada, principalmente, por el menor dinamismo del crédito denominado “empresarial mayor”, el cual a diciembre de 2013 registraba un ritmo de crecimiento de 14.0%, mientras que al 31 de diciembre de 2014 registró un crecimiento de 7.6%. Cabe indicar que al finalizar el año el crédito empresarial mayor registró una tasa de crecimiento de -2.9% en moneda nacional y de 15.1% en moneda extranjera.

	CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL POR TIPO DE DEUDOR Millones de quetzales y porcentajes								
	31 Dic 2013			31 Dic 2014			Variación Acumulada		
	Saldo	Ritmo	Incidenca	Saldo	Ritmo	Incidenca	Saldo	Ritmo	Incidenca
CONSUMO	32,941.8	14.6	3.4	37,321.5	13.3	3.1	4,379.7	-1.3	-0.2
EMPRESARIAL MENOR	14,259.8	9.4	1.0	15,501.8	8.7	0.9	1,242.1	-0.7	-0.1
HIPOTECARIO	7,662.2	6.4	0.4	7,801.0	1.8	0.1	138.8	-4.5	-0.3
MICROCREDITO	3,001.6	10.2	0.2	2,894.4	-3.6	-0.1	-107.2	-13.8	-0.3
EMPRESARIAL MAYOR	68,427.3	14.0	6.7	73,631.4	7.6	3.7	5,204.1	-6.4	-3.0
OTROS	13,866.2	2.9	0.3	15,305.0	10.4	1.0	1,438.8	7.5	0.7
TOTAL	140,158.8	12.0	12.0	152,455.0	8.8	8.8	12,296.2	-3.2	-3.2

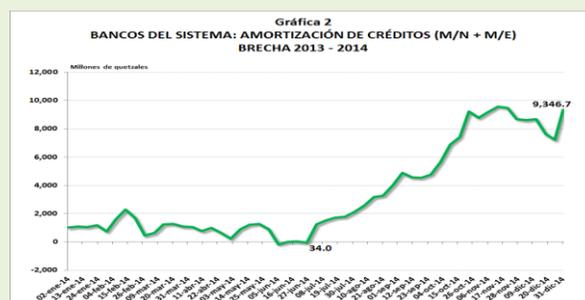
Tomando en consideración el comportamiento descrito, es importante distinguir si dicha reducción obedece a condiciones de oferta o de demanda.

Diferentes análisis realizados por los departamentos

técnicos del Banco de Guatemala, apuntan a que la desaceleración del crédito bancario no se relaciona con restricciones de oferta, al menos de una manera relevante, dado que el sistema pareciera contar con suficientes márgenes que le permitirían satisfacer la demanda de crédito potencial de la economía guatemalteca. Al hacer el análisis por el lado de la demanda, destaca el dinamismo que registra la actividad económica de Guatemala en los últimos dos años (crecimiento de 3.7% en 2013 y estimación de 4.0% en 2014), lo que es indicativo de que las necesidades de financiamiento de la economía se mantienen dinámicas. De esa cuenta, el menor crecimiento del crédito bancario en los últimos dos años puede explicarse por una caída en la demanda, pero no por razones tradicionales, sino más bien porque el sector corporativo ha cubierto parte de sus necesidades de crédito con fuentes externas de financiamiento, como se ha planteado en anteriores informes de política monetaria.

Efectivamente, las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales, en combinación con bajas tasas de interés y una estabilidad de la moneda local frente al dólar estadounidense, han creado condiciones favorables para que parte del sector privado nacional, particularmente el corporativo, encuentre alternativas de financiamiento en mejores condiciones financieras fuera del país.

La sustitución de financiamiento externo por interno, tiene dos dimensiones que afectan el nivel del crédito interno. Por un lado, se contrae la demanda de préstamos nuevos y, por el otro, el más importante en este contexto, abre la posibilidad de contratar un préstamo externo para cancelar un préstamo interno. Este último efecto es bastante evidente al analizar las amortizaciones de préstamos realizadas a diciembre de 2014 y compararlas con las de 2013, al observarse que, especialmente durante el segundo semestre, ha ocurrido una aceleración de estas, excediendo en Q9,346.7 millones a las registradas a la misma fecha del año anterior.



Finalmente, es importante destacar que, en la disminución registrada a diciembre de 2014 existe un efecto adicional causado por la valoración de la cartera crediticia otorgada en moneda extranjera a quetzales, debido al reciente período de apreciación que ha registrado el tipo de cambio nominal, el cual, en términos interanuales, 31 de diciembre es de 1.2 puntos porcentuales, lo que implica que con un comportamiento cambiario similar al del año anterior, el crédito bancario hubiera crecido 10.0% en lugar de 8.8%.

ii) Tasas de interés

De corto plazo

Derivado del diseño operativo para la ejecución de la política monetaria, 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 ubicó consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (alrededor de 16 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 fueron 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 19).

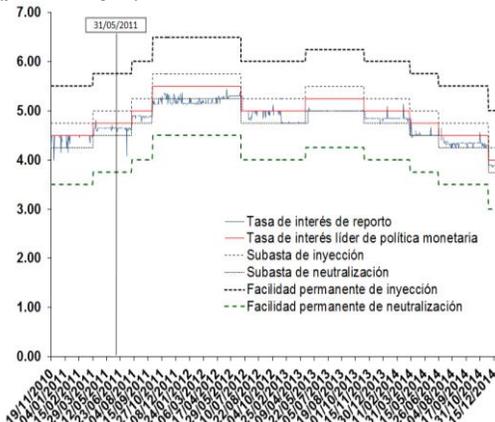
De largo plazo

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 20).

Al 31 de diciembre, la tasa de interés activa en moneda nacional se ubicó en 13.64%, seis puntos básicos por debajo del valor registrado en diciembre de 2013. No obstante, esta variable mostró en el transcurso del año al menos dos episodios en su comportamiento. El primero, entre enero y julio, cuando la referida tasa registró un crecimiento de 18 puntos básicos como resultado, principalmente, del 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 y, el segundo, entre agosto y diciembre, cuando la tasa de interés registró una disminución, hasta ubicarse en niveles inferiores a los de diciembre del año previo, asociado a reducciones en la tasa de interés para consumo y microcréditos en el grupo de bancos pequeños, especializados en ese segmento del mercado. Por otra parte, al analizar los créditos, según tipo de deudor (microcrédito, hipotecario, consumo, empresarial menor y empresarial mayor), se observó que, en términos generales, las tasas evidenciaron reducciones, pero el efecto de la mayor ponderación de la cartera de consumo, cuyas tasas son más altas, incide en que el efecto neto en la tasa de interés promedio ponderado sea una leve reducción. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó, al 31 de diciembre, en 5.46% (gráfica 21), igual al valor registrado en diciembre de 2013.

Gráfica 19

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

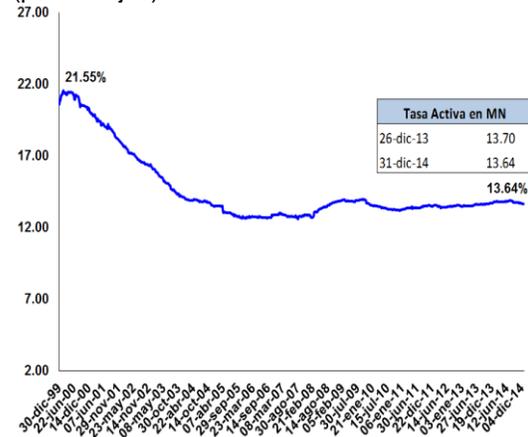


(1) Con información al 31 de diciembre de 2014.

Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 20

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2014.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

iii) Tipo de cambio real

El tipo de cambio real (TCR) es un indicador que mide la relación entre el valor de una determinada canasta de bienes y servicios valuada a los precios de un país y el valor de la misma canasta valuada a los precios de otros países, expresando todos los precios en una misma unidad de cuenta. Dado que el tipo de cambio real constituye un precio relativo, sus cambios tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva del país; sin embargo, este concepto de competitividad en sí mismo es bastante complejo y debe tomar en cuenta varios factores, como los costos de producción, las rigideces en los mercados y los costos de transporte, entre otros. Por su parte, el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) se define como el tipo de cambio real que, para ciertos valores de sus determinantes fundamentales, permite alcanzar simultáneamente tanto el equilibrio interno como externo.

En ese contexto, la dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales. En efecto, las estimaciones del TCRE revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, que la diferencia entre los valores observados y de equilibrio del TCR, es poco relevante). Al tercer trimestre de 2014, los modelos 1 y 2 señalan una leve sobreapreciación de entre 1.52% y 1.79%, respectivamente, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; asimismo el modelo 3 registra una leve sobreapreciación de 1.51%⁵. Adicionalmente, la tendencia a la apreciación observada en el tipo de cambio real se explica, en general, por los diferenciales de inflación del país respecto de sus principales socios comerciales, razón por la que el Banco Central debe enfocar sus esfuerzos en el cumplimiento de su objetivo fundamental, lo cual coadyuva a reducir dichos diferenciales.

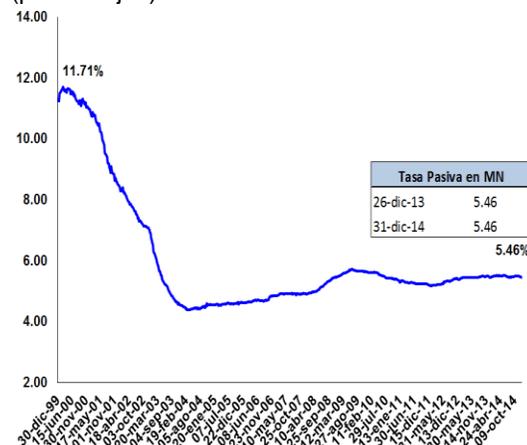
3. Variables del sector externo

De enero a noviembre de 2014, el comercio exterior de bienes de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria, registró un mayor dinamismo respecto a similar período del año anterior, especialmente en el caso de las exportaciones. Dicho comportamiento es consistente, tanto con la recuperación económica de la mayoría de los principales socios comerciales del país, como de la economía mundial. En efecto, el valor FOB de las exportaciones mostró un crecimiento de 7.7%, mientras que el valor CIF de las importaciones creció 3.6%, por lo que la balanza comercial registró un déficit de US\$6,852.3 millones, inferior en US\$129.3 millones (1.9%), respecto a similar período del año anterior y representa 11.7% del PIB.

⁵ El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards, el modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos y el modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico.

Gráfica 21

Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2014.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

El comportamiento de las exportaciones FOB se asocia al mejor desempeño del volumen exportado (22.9%), dado que el precio medio registró una disminución (12.3%). Los productos que registraron los mayores incrementos, en términos de valor, fueron, en su orden: el plomo; la energía eléctrica; el níquel y el banano. En cambio, las reducciones más importantes, también en términos de valor, corresponden a los productos siguientes: las piedras y metales preciosos y semipreciosos; el caucho natural; el café; y el azúcar.

Las ventas al exterior de plomo ascendieron a US\$331.3 millones, significativamente por encima del valor observado a noviembre de 2013 (US\$21.6 millones). Este comportamiento obedece, en buena medida, al inicio de las operaciones de extracción de concentrado de plomo de la Minera San Rafael, S.A., a partir de octubre del año anterior. Dichas exportaciones se intensificaron a partir de enero de 2014, debido al término de la fase de pruebas y ajustes realizados a la planta, que se llevaron a cabo entre octubre y diciembre del año anterior. Las exportaciones de este producto se han destinado a Kazajistán (36.0%), Corea del Sur (24.7%), Canadá (22.5%) y Bélgica (9.3%), que en conjunto representan alrededor del 93.0% del valor exportado.

El valor de las exportaciones de energía eléctrica aumentó US\$95.8 millones respecto a lo acumulado a noviembre de 2013, alcanzando un total de US\$120.5 millones. El mayor dinamismo en el suministro de energía eléctrica, que se comercializa a los países de Centroamérica y Panamá, se atribuye, en buena parte, a las facilidades que ofrece el Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central (SIEPAC), que empezó a operar en junio de 2013, en una coyuntura en la que la capacidad de generación de energía disminuyó en algunos de los países del área, como consecuencia del bajo nivel de lluvias en 2014.

El valor de las exportaciones de níquel mostró un incremento de US\$67.1 millones (231.8%), determinado básicamente por el aumento en el volumen exportado (250.0%), en tanto que el precio medio registró una leve disminución (5.2%). El mayor volumen responde al inicio de las operaciones en la planta FeNix y del Proyecto Montúfar, ubicados en los municipios El Estor y Los Amates, Izabal, ambos desarrollados por la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN). Vale indicar que, los destinos principales de las exportaciones del mineral son Ucrania y Grecia.

El valor exportado de banano registró un incremento de 10.9%, reflejo del aumento en 6.5% del volumen exportado y de 4.1% de su precio medio de exportación (al pasar de US\$14.47 por quintal en 2013 a US\$15.06 por quintal en 2014). Dicho

comportamiento se explica por una mayor demanda proveniente de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 95.0% de la fruta; mientras que la mejora en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a condiciones climáticas adversas que entre otros factores, han mermado la producción bananera de algunos de los principales países exportadores (Ecuador, Costa Rica, Honduras y Colombia).

Las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos presentaron una disminución de 20.9%, influenciadas por la reducción del precio medio de exportación (71.9%), congruente con la evolución observada en los mercados internacionales del oro y de la plata. No obstante, el volumen exportado registró un incremento importante (181.5%) que refleja los mayores niveles de extracción de minerales metálicos.

Las ventas al exterior de caucho natural registraron una disminución de 24.5%, debido a la reducción del precio medio de exportación, el cual disminuyó 26.7%; mientras que el volumen exportado se incrementó 3.1%. Entre los principales mercados demandantes de este producto figuran: México, Estados Unidos de América, Colombia y Chile.

El valor de las exportaciones de café mostró una disminución de 6.7%, asociada al menor volumen exportado (15.2%). La reducción se explica, fundamentalmente, por los daños en las plantaciones del grano ocasionados por la roya; no obstante, se prevé que la producción de la cosecha 2014-2015, que inició en octubre, muestre un crecimiento de 7.8%, como resultado de nuevas áreas de siembra, la recuperación de zonas de poda y resiembra y de la implementación de mejores técnicas de producción. Cabe resaltar que el precio medio de exportación se incrementó 9.3%, ubicándose a noviembre de 2014 en US\$166.8 por quintal, superior al observado en igual período de 2013 (US\$152.6 por quintal). El aumento obedece a la menor oferta mundial del aromático, dadas las condiciones climáticas desfavorables (sequías) en las principales zonas productoras de Brasil.

Finalmente, el valor de las exportaciones de azúcar registró una caída de 3.9%, a pesar de que el volumen exportado aumentó (4.1%), derivado de que su precio medio se redujo de US\$22.57 a US\$20.85 por quintal (7.6%). La disminución registrada en el precio internacional del azúcar se debe a los elevados niveles de inventarios del edulcorante a nivel mundial, especialmente por parte de la India, Tailandia y Brasil, como resultado de la sobreproducción que dichos países han sostenido en los últimos años; simultáneamente ha influido una merma en la demanda mundial, particularmente por parte de Rusia y China, y el fortalecimiento del dólar

estadounidense, respecto de las principales divisas del mundo.

El crecimiento del valor CIF de las importaciones (3.6%), estuvo determinado por el incremento de 8.1% en el volumen importado, efecto que fue parcialmente compensado por la reducción de 3.7% del precio medio de importación. Ese resultado obedece a la mayor demanda de materiales de construcción (10.6%), combustibles y lubricantes (7.1%), bienes de consumo (4.4%) y, en menor medida, de materias primas y productos intermedios (1.5%) y de la adquisición de bienes de capital (1.5%).

Por otra parte, al 31 de diciembre de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$5,544.1 millones, superior en US\$438.9 millones (8.6%) 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, país en el que reside la mayoría de los migrantes guatemaltecos.

El déficit en cuenta corriente, con base en lo anterior, se ubicaría en 2.3% del PIB (2.5% en 2013), el cual sería financiado con flujos de capital privado, particularmente de inversión extranjera directa.

Al 31 de diciembre de 2014, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó en US\$7,333.4 millones, equivalente a un financiamiento de 4.9 meses de importaciones de bienes.

4. 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, previó un déficit fiscal de 2.3% del PIB y posteriormente fue ampliado en dos ocasiones; la primera, mediante el Decreto Número 3-2014 por 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 y, la segunda, mediante Acuerdo Gubernativo Número 419-2014 por Q209.7 millones para atender la solicitud de ampliación presupuestaria de varios ministerios, cuya fuente de financiamiento provendría de donaciones externas, lo que, aunque no modificaría el déficit fiscal de 2.3% del PIB incluido en

el presupuesto vigente, sí ampliaría el techo del presupuesto (a Q68,695.1 millones, 15.2% del PIB)⁶.

Sobre la base indicada, con cifras preliminares del MFP al 31 de diciembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 5.9% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales aumentaron 4.2%, como resultado, el déficit fiscal se situó en Q8,548.7 millones (1.9% del PIB). El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado vigente para 2014, contempla un déficit fiscal de 2.3% del PIB; no obstante, el déficit preliminar fue menor tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria, la evolución de las otras fuentes de financiamiento del presupuesto (bonos del tesoro, endeudamiento externo y utilización de la caja fiscal) y la ejecución del gasto público.

Derivado de dicho resultado presupuestal la deuda pública total se situaría al finalizar 2014 en Q112,077.8 millones equivalente a 24.7% del PIB.

A diciembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.9% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento, como se indicó, de 5.9% que registraron los ingresos tributarios (94.1% de los ingresos totales) y de 5.7% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que respecta al crecimiento de los ingresos tributarios, este se apoyó en la evolución de los impuestos internos, los cuales crecieron 7.0%, destacando el desempeño del ISR, el ISO y el IVA doméstico, los cuales crecieron 11.2%, 9.0% y 8.9%, en su orden; mientras que los impuestos relacionados a las importaciones (IVA importaciones, aranceles e IPRIMA) evolucionaron con un menor dinamismo, registrando un crecimiento de 3.8% respecto al mismo período de 2013.

Cabe agregar que al 31 de diciembre de 2014, los ingresos tributarios crecieron 5.9%, lo que ubicaría la carga tributaria en 10.8% del PIB, menor a la de 2013 (11.0% del PIB).

Por su parte, el gasto público evolucionó con mayor dinamismo hasta agosto del presente año, debido a la colocación de bonos del tesoro en el mercado local durante el primer semestre, comportamiento que se reflejó, en mayor medida, en el gasto de capital. No obstante, el retraso en la aprobación de la emisión de bonos del tesoro para sustituir fuentes de recursos externos, destinada, en parte, al pago del servicio de la deuda pública, obligó al MFP a reorientar recursos de ingresos corrientes

⁶ 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.

para el cumplimiento de las obligaciones de la deuda pública en detrimento del gasto de funcionamiento, el cual a diciembre del 2014 registró una variación acumulada de 4.0%, lo que hizo que el gasto total reflejara una variación de 4.2%.

El déficit fiscal en 2014, como se indicó, se ubicó en 1.9% del PIB. En ese contexto, las razones deuda pública total respecto del PIB y respecto a ingresos totales del gobierno central, se ubicarían al finalizar el año en 24.7% (24.8% en 2013) y 215.7% (214.8% en 2013), en su orden. No obstante, es oportuno señalar que una gestión prudente del déficit fiscal y del endeudamiento público permitirá afianzar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, en beneficio de la estabilidad macroeconómica en general y de la estabilidad de precios, en particular.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2014

1. Tasa de interés líder de política monetaria

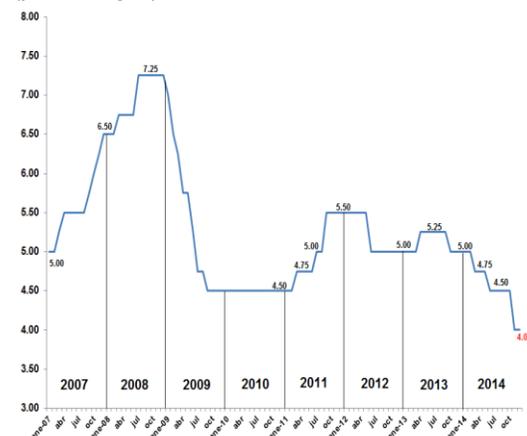
Conforme el calendario previsto para 2014, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido la tasa en 5.00% en su reunión de febrero; la redujo a 4.75% en marzo.

En las reuniones efectuadas en abril y mayo, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 4.75% y en junio, la redujo 25 puntos básicos, ubicándola en 4.50%. En dicha oportunidad, consideró que, en el ámbito externo, las economías avanzadas continuaban creciendo, aunque a un ritmo más moderado de lo previsto y que los precios internacionales de algunas materias primas seguían con una tendencia a la baja y, en el ámbito interno, que la actividad económica continuaba desempeñándose conforme lo esperado, apoyada, entre otros factores, por la evolución del consumo privado, las remesas familiares y el crédito bancario. Posteriormente, en las reuniones efectuadas en agosto y septiembre, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 4.50%, considerando, principalmente, que el balance de riesgos de dichos meses respecto del de junio no mostraba cambios relevantes.

Finalmente, en su reunión de noviembre, la Junta Monetaria decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria de 4.50% a 4.00%. En todas las decisiones se tomó en cuenta el balance de riesgos de inflación, siendo relevante el análisis del ámbito externo, que anticipaba que la economía mundial seguía recuperándose a un ritmo moderado, aunque permanecían los riesgos a la baja, que los precios internacionales del petróleo, el maíz amarillo y el trigo, continuaban mostrando un comportamiento hacia la baja y, en el ámbito interno, enfatizó que el desempeño de la actividad económica en 2014 seguía siendo

Gráfica 22

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



consistente con la estimación anual de crecimiento del PIB y que, tanto los pronósticos como las expectativas de inflación, se mantenían dentro de la meta de mediano plazo.

La Junta Monetaria manifestó, en todas sus reuniones, que continúa dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, a efecto de adoptar las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el propósito de seguir fortaleciendo el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

2. Operaciones de estabilización monetaria

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. Derivado de que en el año se observaron variaciones en los excedentes de liquidez asociados, principalmente, a la disminución en la posición con bancos, al 31 de diciembre, las referidas operaciones registraron una disminución de Q436.9 millones, de la cual el 72.7% corresponde al sector privado y el 27.3% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2013, el 19.8% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 31 de diciembre de 2014 la referida proporción disminuyó a 15.5%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 26.8% en diciembre de 2013 a 30.8% el 31 de diciembre de 2014, lo que dio como resultado que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo aumentara 0.3 puntos porcentuales (de 53.4% en 2013 a 53.7 en 2014). El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual al del año previo.

3. Tipo de cambio nominal

En el Esquema de Metas Explícitas 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. Además, la flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente evitando que los ajustes se trasladen al empleo y a la producción. En Guatemala el régimen cambiario ha venido haciéndose cada vez más flexible y las participaciones del Banco de Guatemala se dan 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.

Al 31 de diciembre de 2014, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos interanuales, registra una apreciación de 3.12% (Q7.84137 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2013). En general, el tipo de cambio nominal mantuvo un comportamiento congruente con sus factores estacionales hasta agosto, cuando cambió la tendencia respecto de la esperada, debido a algunos factores relacionados con la aceleración del ritmo de crecimiento de las remesas familiares, la sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, el dinamismo en la exportación de algunos productos de la industria extractiva y el menor nivel de importaciones observadas respecto de lo previsto. Asimismo, al 31 de diciembre, la participación del Banco Central en el mercado cambiario generó compras netas de divisas por US\$428.0 millones (compras por US\$436.0 millones y ventas por US\$8.0 millones).

SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2015

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

De acuerdo con el FMI, la actividad económica mundial continuaría con el moderado proceso de recuperación, como resultado de un mejor desempeño de las economías avanzadas (principalmente de los Estados Unidos de América y del Reino Unido); mientras que las economías emergentes y países en desarrollo seguirían registrando una ralentización.

En el caso de las economías avanzadas, entre las cuales destaca los Estados Unidos de América, que presenta un mayor dinamismo, el crecimiento se explica por la recuperación de la demanda interna, condiciones financieras favorables, la caída en el precio internacional del petróleo y una moderada consolidación fiscal, excepto en Japón, donde por razones de consolidación fiscal de mediano plazo se dispuso incrementar el impuesto sobre ventas, como se indicó. En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, se ha observado una moderación del ritmo de crecimiento, influenciado por la menor actividad económica de la República Popular China, país que viene implementando reformas estructurales, con el propósito de asegurar un crecimiento sostenible en el mediano y largo plazos; no obstante, dichas economías continuarán contribuyendo en forma importante en el crecimiento económico mundial y se prevé que seguirán creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas.

Según el FMI, los riesgos a la baja en la actividad económica mundial permanecen latentes. En el corto plazo, destacan las tensiones geopolíticas, particularmente por el conflicto entre Ucrania y Rusia, así como por los conflictos en Medio Oriente, que si bien se han moderado, podrían afectar el suministro de petróleo y algunas materias primas. Además, una normalización más rápida respecto de lo previsto de la política monetaria en las economías avanzadas, podría provocar volatilidad en los mercados financieros. En el mediano plazo, los riesgos se focalizan en un estancamiento y un bajo crecimiento potencial de la actividad económica en las economías avanzadas. Respecto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, el principal riesgo sería una disminución de su crecimiento potencial. El FMI considera que en las economías avanzadas será necesario el apoyo de la política monetaria y un menor ajuste fiscal para seguir

impulsando su recuperación; mientras que en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo el margen para implementar políticas de demanda que apoyen la recuperación económica varía entre países y es limitado en aquellos con vulnerabilidades externas y, por tanto, requieren de mayores reformas estructurales para un crecimiento económico sostenido de mediano plazo, mayor al actual. El FMI indica que el riesgo más relevante al alza es un impulso a la actividad económica mundial proveniente de la reducción del precio internacional del petróleo, aunque destaca que la incertidumbre respecto de cuánto puede durar el choque de petróleo, es alta. Además, el impacto de una caída en el precio del petróleo afecta de manera desigual a los países exportadores netos y a los importadores netos.

El FMI estima que en 2014 el crecimiento económico mundial se ubicará en 3.3%, igual al registrado el año previo, mientras que para 2015 prevé que se elevaría ligeramente para situarse en 3.5%. Para las economías avanzadas anticipa un crecimiento de 1.8% en 2014 y de 2.4% en 2015. Para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo la previsión es una tasa de 4.4% en 2014 y de 4.3% para 2015.

En las economías avanzadas, se espera un mayor dinamismo para los Estados Unidos de América, que registraría tasas de crecimiento de 2.4% a finales de 2014 y de 3.4% para 2015, asociado, principalmente, a la mejora prevista en el gasto del consumo privado, en la formación de capital fijo y en la demanda interna. En ese contexto, se estima que el nivel de desempleo continuaría con la tendencia a la baja. Es importante destacar que la vigencia de una política monetaria expansiva seguirá apoyando la recuperación de la actividad económica, luego de la finalización del estímulo cuantitativo (*tapering*).

En cuanto a la Zona del Euro, la estimación de crecimiento económico para el cierre de 2014 es de 0.8%, mientras que la proyección para 2015 es de 1.1%. La región continuará con su proceso de recuperación económica, aunque de forma moderada, pero las perspectivas de crecimiento seguirían siendo heterogéneas entre países. La recuperación estaría apoyada por una postura fiscal

neutral, una política monetaria altamente acomodaticia, menores precios del petróleo, una mejora en las condiciones de crédito, bajas tasas de interés y la reciente depreciación del euro; sin embargo, las hojas de balance de los sectores público y privado continuarían deterioradas, acompañadas de una persistente fragmentación financiera y de elevados niveles de desempleo. A ello se suma un deterioro en las perspectivas de inversión. En términos generales, el crecimiento previsto sería explicado por una mejora en el gasto de consumo privado, aunque se advierte que persisten los riesgos asociados al 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.

En Japón, se estima que la actividad económica haya registrado un crecimiento del PIB de 0.2% en 2014 y que registre un crecimiento de 0.9% en 2015. El FMI anticipa una recuperación en la inversión privada y un modesto incremento en la demanda interna, lo que influiría en la estabilización de la actividad económica en 2015. Es importante señalar que el ajuste fiscal previsto para octubre de 2015⁷, fue suspendido y postergado hasta abril de 2017, luego de la contracción observada en la actividad económica en el segundo y tercer semestres de 2014, como consecuencia, principalmente, de los efectos negativos del incremento en la tasa del impuesto al consumo, vigente desde abril de 2014.

En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, se estima que el crecimiento del PIB en 2014 se situó en 4.4% y se ubique en 4.3% en 2015. Dichas previsiones se sustentan en la evolución de la demanda interna y externa, esta última asociada al mejor desempeño previsto de las economías avanzadas.

En la República Popular China se prevé que el crecimiento económico haya cerrado 2014 en 7.4% y las perspectivas son de un crecimiento de 7.0% para 2015. El menor crecimiento previsto es resultado de la transición hacia una trayectoria de crecimiento más sostenible en el largo plazo, como resultado de las reformas estructurales que vienen implementando las autoridades chinas, que tienen como finalidad corregir algunos desequilibrios internos. En ese contexto, el FMI considera que el riesgo de un aterrizaje forzoso es muy bajo, aunque siguen existiendo riesgos relacionados con el hecho de que el crecimiento económico aún depende en buena medida de la inversión y del crédito.

Para América Latina y el Caribe, la estimación de cierre del crecimiento económico para 2014 es de 1.2%, mientras que para 2015 se proyecta en 1.3%. La previsión de 2014 es inferior a lo observado en 2013 (2.7%), asociado, entre otros factores, al deterioro del sector externo, especialmente, de las economías que comercialmente están más vinculadas con la República Popular China (Brasil, Chile y Perú) y con la Unión Europea (Brasil, Chile, Perú y, en menor medida, Colombia) y a la reducción en el precio de las materias primas; sin embargo, la mejora prevista en algunas de las economías avanzadas, podría moderar el deterioro en las condiciones externas. Con relación a este último factor, algunas economías registraron un crecimiento económico superior en 2014 (Colombia y México); mientras que los países centroamericanos, en conjunto tendrían un crecimiento similar al de 2013, asociado a la recuperación de los Estados Unidos de América, lo que se traduciría en un aumento de la demanda externa.

En Brasil se anticipa un cierre del crecimiento económico de 0.1% en 2014 y una proyección de 0.3% para 2015. La previsión de crecimiento, de acuerdo al FMI, se relaciona con una débil competitividad, una caída en la confianza económica y condiciones financieras más restrictivas, que estarían limitando la inversión. Asimismo, la moderación en el empleo y en el crecimiento del crédito afectaría negativamente el consumo privado.

En Chile se prevé que el crecimiento del PIB para 2014 se haya situado en 2.0% y se ubique en 2015 en 3.3%. En el resultado de 2014 influyó en gran medida la caída en el precio de los metales (cobre), por la menor demanda de la República Popular China. Adicionalmente, de acuerdo con la Unidad de Inteligencia de *The Economist* (EIU, por sus siglas en inglés), también es importante la disminución en la inversión y en el gasto privado. Sin embargo, precios más estables del cobre, medidas de estímulo monetario y fiscal y una mejora reciente en la confianza económica elevan la perspectiva de crecimiento económico para 2015.

Respecto al desempeño económico de Perú, se estima que el PIB en 2014 creció 3.6% y se proyecta un crecimiento de 5.1% para 2015. Cabe señalar que se considera que la caída en los precios de las materias primas, en particular de los metales, haya sido el principal factor que afectó el desempeño económico del país; no obstante, se estima que la inversión en infraestructura que impulsaría el gobierno en 2015 (una nueva línea de metro, un nuevo aeropuerto internacional y un gasoducto), contribuiría a impulsar el crecimiento económico.

En México, se estima que el crecimiento económico haya registrado una tasa de 2.1% en 2014

⁷ Incremento del impuesto al consumo de 8.0% a 10.0%.

y que se eleve a 3.3% en 2015. Dicho desempeño estaría asociado a la mejora en la actividad económica de su principal socio comercial, los Estados Unidos de América, el dinamismo previsto en el sector de la construcción y los resultados iniciales de las reformas energéticas y de telecomunicaciones que se han implementado.

En Colombia, se anticipa que en 2014, el crecimiento económico fue de 4.8%, mientras que para 2015 se proyecta en 4.5%. Dicha proyección se sustenta en el mayor dinamismo de la demanda interna y la recuperación de los Estados Unidos de América. No obstante, la EIU considera que la dependencia de este país en las exportaciones de materias primas y en la inversión extranjera, lo hacen vulnerable a choques externos.

Con relación a la región centroamericana, se estima que registró en 2014 un crecimiento de 3.1%, similar al observado el año previo (3.2%) y de 3.4% para 2015. Dicho resultado se explicaría por la recuperación de la actividad económica de los Estados Unidos de América, que impulsaría las exportaciones de la región y generaría un mayor flujo de remesas familiares y de ingresos de divisas por turismo; sin embargo, la región enfrenta situaciones internas, en cada uno de los países, que afectan su crecimiento. En el caso de Costa Rica, se prevé la reducción en la inversión extranjera directa, debido al cierre de una importante planta de producción manufacturera (Intel), cuyo capital es de origen extranjero.

2. Inflación mundial

De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.9%, tanto para 2014, como para 2015. En las economías avanzadas se anticipa una inflación de 1.4% y 1.0% para 2014 y 2015, respectivamente, mientras que para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo se estima que la misma se sitúe en 5.8% en 2014 y en 6.3% en 2015.

En los Estados Unidos de América, a diciembre de 2014, la inflación observada fue 0.76% y se estima que para finales de 2015 se sitúe en 2.0%. La inflación observada fue inferior al objetivo de largo plazo establecido por la FED de 2.0%; debido, principalmente, a las reducciones recientes en los precios del petróleo y derivados en el segundo semestre del año, pero se anticipa que en 2015 la inflación podría ubicarse en niveles cercanos al objetivo de la FED.

En la Zona del Euro, a diciembre de 2014, la inflación se situó en -0.15%, dada la importante baja observada en diciembre en los precios de los energéticos, en tanto que para 2015 se estima en

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de periodo)		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014 ^{a/}	2015
Principales socios						
Estados Unidos	2.2	2.4	3.4	1.3	0.8	2.0
El Salvador	1.7	1.7	1.8	0.8	0.5	2.0
Honduras	2.6	3.0	3.1	4.9	5.8	5.5
Zona del Euro	-0.5	0.8	1.1	0.8	-0.2	1.0
México	1.4	2.1	3.3	4.0	4.1	3.5
Otros socios						
Colombia	4.7	4.8	4.5	1.9	3.7	3.0
Japón	1.6	0.2	0.9	1.4	2.4	3.0
Brasil	2.5	0.1	0.3	5.9	6.4	6.0
Chile	4.2	2.0	3.3	3.0	4.6	3.0
Perú	5.8	3.6	5.1	2.9	3.2	2.2
Reino Unido	1.7	2.7	2.7	2.1	0.5	1.8
China	7.8	7.4	7.0	2.5	1.5	2.5
Mundial	3.3	3.3	3.5	3.6	3.9	3.9
-Economías avanzadas	1.3	1.8	2.4	1.2	1.4	1.0
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.4	4.3	5.5	5.8	6.3
-América Latina y el Caribe ^{1/}	2.8	1.2	1.3	5.3	5.8	5.4
-América Central	3.2	3.1	3.4	3.9	4.2	4.6
Principales socios	1.8	2.2	3.0	1.8	1.5	2.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014 y actualización a enero de 2015; Consensus Forecasts a enero de 2015 y la Unidad de Inteligencia de The Economist, a diciembre de 2014.

^{a/} Cifras preliminares a diciembre. Japón a noviembre.

^{1/} Para la inflación, no incluye a Argentina y se refiere al promedio simple para el final del periodo de la inflación observada y proyecciones del FMI.

1.0%, pero aún por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (BCE). En general, los bajos niveles de inflación observados y previstos, se explican por una importante reducción en los precios de las materias primas, particularmente de los alimentos y de la energía, en combinación con una débil recuperación económica que provoca que la brecha del producto continúe negativa, reduciendo las presiones inflacionarias, por lo que según el FMI y el BCE, el riesgo de una probable deflación se ha incrementado.

En Japón, la inflación se situó en 2.4% a noviembre de 2014 y se prevé que se ubique en 3.0% en 2015. Dichas tasas estarían asociadas a una política monetaria altamente expansiva; sin embargo, el riesgo de que se desacelere se ha incrementado, ante la recesión técnica iniciada en el segundo trimestre y la caída de los precios de las materias primas.

Con relación a la República Popular China, la inflación al cierre de 2014 fue de 1.5% y se anticipa en 2.5% para 2015. Tanto lo observado como lo proyectado, reflejan la reducción en los precios de las materias primas, principalmente de la energía y de los alimentos; a pesar de ello, según la EIU, un rápido crecimiento de la demanda interna podría provocar presiones inflacionarias, ante una débil expansión de la oferta.

Para América Latina y el Caribe, la inflación se situó en 5.8% en 2014 y se anticipa que se ubique en 5.4% para 2015. En las economías con metas explícitas de inflación, en 2014 la misma estuvo dentro del rango meta establecido por sus respectivas autoridades monetarias en Brasil y Colombia, en tanto que en Chile, México y Perú, esta se situó por arriba del margen superior de sus respectivos rangos meta. Se anticipa que para 2015 dicha variable convergería a sus metas.

En el caso de México el nivel de inflación observado al finalizar 2014 (4.1%), fue levemente superior al registrado en 2013, 4.0%, pero por arriba de la meta del Banco de México; mientras que para 2015 se prevé en 3.5%. En el caso de Brasil, Colombia, Chile y Perú, la inflación observada a diciembre de 2014 se situó en 6.4%, 3.7%, 4.6% y 3.2%, respectivamente, aunque se esperarían ligeras reducciones para 2015. En lo que corresponde a la región centroamericana, la inflación se situó en 4.2% a finales de 2014 y se estima en 4.6% para 2015. En síntesis, la inflación en la región, si bien presenta algunas diferencias, en general, el panorama es relativamente benigno.

B. DEL ENTORNO INTERNO

1. Balanza de pagos

Para 2015, tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un déficit equivalente a 2.2% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por los saldos deficitarios de las balanzas comercial, de servicios y de renta, los cuales serían compensados de manera parcial por el balance superavitario de las transferencias corrientes netas, relacionado principalmente con el crecimiento previsto de 7.5% en las remesas familiares.

De conformidad con lo anterior, se espera que el comportamiento del comercio exterior sea congruente con la aceleración del comercio mundial previsto para 2015 (5.0% según el FMI, 3.8% en 2014). En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,572.5 millones, mayor en 5.5% al estimado para 2014. Dicho resultado estaría determinado por el aumento en el valor de las exportaciones de productos tradicionales de exportación por US\$149.3 millones (5.5%) y de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$446.1 millones (5.5%). En el caso de los productos tradicionales, el desempeño se encuentra asociado a la recuperación de las exportaciones de café y azúcar, así como al crecimiento de las exportaciones de banano y cardamomo, contrarrestados en parte, por la caída prevista en las exportaciones de petróleo, como consecuencia, principalmente, de precios internacionales más bajos. Por su parte, en lo que respecta al desglose de los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo en alrededor de 5.1%, mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando en 5.8%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, estarían registrando en 2015 un crecimiento de 6.0%, resultado congruente con las proyecciones de crecimiento de la actividad económica. En dicha estimación, incidiría el aumento en los rubros de maquinaria, equipo y herramienta (6.4%), materias primas y productos intermedios (6.1%), bienes de consumo (5.8%), materiales de construcción (5.8%), y combustibles y lubricantes (5.5%).

Por su parte, las remesas familiares aumentarían 7.5%, como consecuencia del mantenimiento de las perspectivas de recuperación económica en los Estados Unidos de América, que redundarían en una mejora en los niveles de empleo.

El déficit en cuenta corriente sería financiado por el saldo positivo en la cuenta de capital y financiera, resultado del incremento previsto en la inversión extranjera directa por alrededor de 8.0%, así como por la continuidad de recursos para el financiamiento externo, tanto al sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito) como al sector público (principalmente, desembolsos de empréstitos considerados en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015). Como resultado, se espera una acumulación de Activos de Reserva del Banco de Guatemala por US\$400.0 millones, equivalente al incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN).

2. Actividad económica

El dinamismo mostrado por diferentes indicadores de la actividad económica nacional y, particularmente, el crecimiento extraordinario en la actividad de explotación de minas y canteras, fundamentan que el crecimiento de la actividad económica registre al final 2014 una tasa de 4.0%. En cuanto a las perspectivas para 2015, de conformidad con la última información disponible y tomando en consideración las proyecciones de crecimiento económico de los principales entes y organismos financieros internacionales para la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala) y las condiciones económicas internas, se prevé que el crecimiento del PIB para 2015 se ubique en un rango de entre 3.5% y 4.1%.

Por el lado de la demanda interna, se estima que continuaría siendo dinámica, impulsada por un aumento del gasto de consumo final, mientras que, por el lado de los sectores productivos, se estiman tasas de crecimiento positivas y superiores a 3% en todas las actividades económicas, particularmente en el Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios Privados; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican 60.0% de la tasa de crecimiento PIB real previsto para 2015. A continuación se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2015.

a) Actividad sectorial

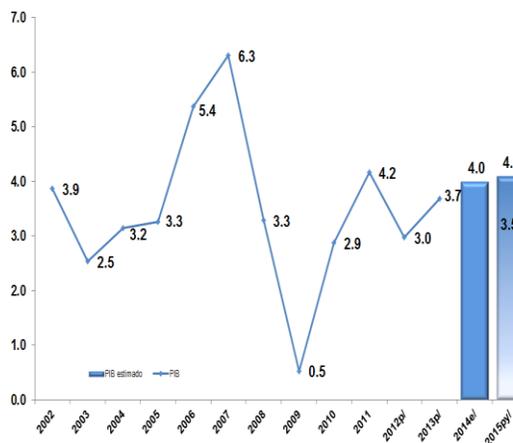
El comercio al por mayor y al por menor (que representa 11.5% del PIB) se espera que crezca 3.5% en 2015, superior en 0.2% respecto a la estimación para el año anterior, producto de expectativas favorables de crecimiento en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno y a un mayor volumen de importaciones de bienes.

En el sector industrias manufactureras (con una participación de 17.7% en el PIB), se prevé crezca 3.5% (3.2% esperado para 2014), explicado por el mayor dinamismo previsto en la actividad de fabricación de textiles y prendas de vestir, asociada a una mayor demanda externa y de las actividades relacionadas con papel, edición e impresión; productos de caucho y plásticos; y productos metálicos, este último, influenciado por el aumento previsto en la capacidad productiva de la Compañía Procesadora de Níquel de Izabal (Pronico).

En cuanto a los servicios privados (15.9% en el PIB), se estima un crecimiento de 3.9% (3.2% para 2014), congruente con el incremento esperado del turismo interno y externo y de mejores expectativas de gasto en el consumo privado; así como del componente en servicios relacionados con el proceso electoral.

Gráfica 23

Producto Interno Bruto
(variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas.

pp/ Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

La administración pública y defensa (7.9% del PIB) registraría una tasa de crecimiento de 5.6%, mayor a la de 2014 (0.8%), resultado del dinamismo esperado en el pago de remuneraciones, prestaciones a la seguridad social y transferencias corrientes del Gobierno Central.

Con relación al sector de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (13.6% del PIB), registraría una tasa de variación de 3.7% (3.2% en 2014), tomando en cuenta la recuperación esperada en la producción de café, producto de las labores orientadas a eliminar los efectos ocasionados por la roya en dicho cultivo. También se prevé mayor dinamismo para el conjunto de los cultivos tradicionales, principalmente de la producción de banano y cardamomo y de los cultivos no tradicionales, principalmente de cereales, frijol, hortalizas y frutas.

Respecto a la actividad de intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (5.6% del PIB) se prevé crezca 8.7% (superior en 7.8% al estimado para 2014), congruente con las expectativas de crecimiento del crédito al sector privado y del de las actividades de seguros y emisores de tarjetas de crédito.

El alquiler de vivienda (9.9% en el PIB) registraría un crecimiento de 3.1% (3.0% en 2014), asociado al comportamiento estable en el número de viviendas terminadas, como consecuencia de la evolución del rubro de edificaciones de la actividad construcción.

En cuanto al sector transporte, almacenamiento y comunicaciones (10.3% del PIB) crecería 3.1% (2.8% en 2014), resultado del crecimiento esperado en la demanda de transporte de carga y pasajeros, así como de la actividad de telecomunicaciones, derivado de la innovación de servicios asociados a la comunicación celular, como acceso a tecnología 4G.

El sector de electricidad y captación de agua (2.9% del PIB), crecería 5.5%, mayor al 0.3% de 2014, asociado al incremento esperado en la demanda para uso intermedio y final de energía eléctrica por el mejor desempeño previsto en las demás actividades económicas y en el gasto de consumo final. Cabe resaltar que para 2015 se prevé un incremento en la generación de energía eléctrica con recursos renovables, producto del inicio de operaciones de una planta eólica y nuevas plantas hidráulicas en el país.

El sector construcción (2.8% del PIB), crecería 3.2% (menor al 4.6% de 2014), asociado al crecimiento de las edificaciones privadas para uso residencial y no residencial cuyo impulso sería

moderado, en parte, por la disminución en la ejecución de obras del gobierno central.

Por último, la actividad económica de explotación de minas y canteras (0.8% en el PIB) se prevé crezca 4.9%, muy por debajo de la estimación de 2014 (47.5%) ante la normalización del ritmo de crecimiento esperado para la actividad de extracción de minerales metálicos (especialmente, plata, plomo y cinc).

Cuadro 6

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS: 2014 - 2015

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación		Contribución al PIB	
	2014 ^{e/}	2015 ^{py/}	2014 ^{e/}	2015 ^{py/}	2014 ^{e/}	2015 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.6	13.6	3.2	3.7	0.35	0.39
2. Explotación de minas y canteras	0.8	0.8	47.5	4.9	1.03	0.13
3. Industrias manufactureras	17.8	17.7	3.2	3.5	0.62	0.67
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	2.9	5.2	5.5	0.12	0.13
5. Construcción	2.8	2.8	4.6	3.2	0.19	0.13
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.5	11.5	3.3	3.5	0.62	0.69
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	10.3	2.8	3.1	0.22	0.23
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.3	5.6	7.8	8.7	0.28	0.31
9. Alquiler de vivienda	10.0	9.9	3.0	3.1	0.24	0.24
10. Servicios privados	15.8	15.9	3.2	3.9	0.44	0.53
11. Administración pública y defensa	7.7	7.9	0.8	5.6	0.06	0.40
PRODUCTO INTERNO BRUTO			4.0	3.5 - 4.1		

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

b) Demanda agregada

Para la demanda interna, integrada por el gasto de consumo final (privado y público) y la formación bruta de capital, se prevé una tasa de crecimiento de 4.4% en 2015, superior al estimado de 2014 (3.5%). Este dinamismo estaría siendo impulsado por el gasto de consumo público, al pasar de un ritmo de crecimiento de 0.7% en 2014 a 9.6% en 2015, comportamiento asociado a mayores niveles de remuneraciones, en términos reales, por la administración central; así como, por el incremento esperado en la compra de bienes y servicios. En cuanto al gasto de consumo privado, se prevé que crezca 3.9%, como resultado del comportamiento favorable esperado en el ingreso de divisas por remesas familiares, de mejores condiciones de empleo e ingresos de los hogares y de condiciones favorables de acceso al crédito bancario; así como de la estabilidad en el nivel general de precios. Para la formación bruta de capital fijo se prevé un crecimiento de 3.4% (3.0% en 2014), derivado del mayor dinamismo previsto en la inversión en bienes de

capital de origen importado y en la construcción de edificaciones privadas.

Respecto a la demanda externa, se estima que las exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, crezcan 4.0% en 2015, derivado, principalmente, del aumento esperado en la demanda de los principales socios comerciales del país y a la apertura de nuevos mercados de productos agropecuarios e industriales. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios, estarían creciendo 5.8%, en congruencia con las necesidades de la economía interna, en términos de la adquisición de bienes de consumo final y de uso intermedio y de capital.

Cuadro 7

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS: 2014 - 2015**

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2014 ^{e/}	2015 ^{py/}	2014 ^{e/}	2015 ^{py/}
1. DEMANDA INTERNA			3.5	4.4
GASTO DE CONSUMO FINAL	95.7	96.3	3.6	4.5
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	84.7	84.8	4.0	3.9
Gastos en consumo del gobierno general	11.0	11.7	0.7	9.6
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.4	14.4	3.0	3.4
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	-0.2	-0.3		
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	26.8	26.8	7.1	4.0
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	37.0	37.7	4.6	5.8
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)			4.0	3.5 - 4.1

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

3. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, fue aprobado por el Congreso de la República, según Decreto Número 22-2014. En dicho presupuesto los ingresos y donaciones ascenderían a Q58,314.0 millones, mayores en Q6,142.9 (11.8%) respecto a cifras preliminares de cierre de 2014, en tanto que por el lado del gasto se prevé ejecutar Q68,299.3 millones, monto superior en Q7,579.5 millones (12.5%) con relación al referido cierre. Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q9,985.3 millones, equivalente a 2.0% del PIB, porcentaje ligeramente superior al cierre de 2014 (1.9% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q3,631.9 millones, resultado de la colocación de bonos del tesoro en el mercado interno por Q4,000.0 millones y amortizaciones por Q368.1 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q6,220.7 millones, resultado de desembolsos por Q8,153.2 millones y amortizaciones por Q1,932.5 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q132.8 millones.

Cuadro 8
GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2014 - 2015
(millones de quetzales)

Concepto	2014 ^{pl}	2015 ^{py}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	52,171.1	58,314.0	6,142.9	11.8
A. Ingresos (1+2)	51,993.4	57,529.5	5,536.1	10.6
1. Ingresos Corrientes	51,986.3	57,509.4	5,523.1	10.6
a. Tributarios	49,081.9	54,701.2	5,619.3	11.4
b. No Tributarios	2,904.4	2,808.2	-96.2	-3.3
2. Ingresos de Capital	7.1	20.1	13.0	183.1
B. Donaciones	177.7	784.5	606.8	341.5
II. Total de Gastos	60,719.8	68,299.3	7,579.5	12.5
A. De Funcionamiento	47,372.4	54,380.3	7,007.9	14.8
B. De Capital	13,347.4	13,919.0	571.6	4.3
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-8,548.7	-9,985.3	-1,436.6	16.8
IV. Financiamiento Total	8,548.7	9,985.3	1,436.6	16.8
A. Interno	8,223.1	3,631.9	-4,591.3	-55.8
B. Externo	122.5	6,220.7	6,098.2	4,978.1
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	203.1	132.8	-70.3	-34.6
Carga tributaria	10.8	11.2		
Déficit/PIB	-1.9	-2.0		

^{pl}/ Cifras preliminares.

^{py}/ Cifras proyectadas, según presupuesto aprobado 2015.

4. Sector monetario

La evaluación y seguimiento de los agregados monetarios y de crédito en un esquema de política monetaria, basado en metas explícitas de inflación, continúa aportando información relevante y complementaria para el análisis de la inflación y de la evolución de la actividad económica, a pesar de que los referidos agregados ya no están sujetos a metas de crecimiento, como ocurría en el pasado.

Es oportuno señalar que, en los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción particularmente en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la expansión y a las innovaciones financieras del sistema bancario nacional, que han facilitado el acceso de más guatemaltecos a servicios financieros a un menor costo y, por tanto, afectado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Derivado de lo anterior, dentro de las estimaciones de emisión monetaria y de los medios de pago también se prevén esos cambios en los patrones de comportamiento. En efecto, en los últimos meses el público ha evidenciado un ligero incremento en su tenencia de dinero en efectivo, reflejado en un aumento del numerario en circulación y en la relativa estabilidad de la demanda de caja por parte de los bancos del sistema. En una visión de largo plazo, el comportamiento de dichas variables induce a considerar el aumento actual de la emisión monetaria, como un fenómeno temporal. Derivado de lo anterior, se estima que la variación interanual de la emisión monetaria se ubique en un rango entre 6.0% y 8.0% para diciembre de 2015, congruente con las estimaciones de crecimiento económico y de inflación.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, han mantenido un comportamiento dinámico, asociado al incremento sostenido del multiplicador bancario, el cual es reflejo de un adecuado proceso de creación secundaria de dinero y, por ende, del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional. De conformidad con la información observada a diciembre de 2014 y con las estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la variación relativa interanual de los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) prevista para finales de 2015 podría situarse entre 9.0% y 11.0%.

Por otra parte, el crédito bancario al sector privado continúa creciendo a un ritmo compatible con su tendencia de largo plazo, con el crecimiento de la actividad económica y con el crecimiento de las captaciones. Dicha tendencia se mantiene, a pesar

de que durante 2014 se observó una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado, asociada entre otros factores, a la preferencia de una parte del sector corporativo del país a utilizar fuentes de financiamiento externas, dadas las condiciones de liquidez y de tasas de interés en los mercados financieros internacionales. En ese contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 8.0% y 11.0% para diciembre de 2015. Conviene destacar que para 2015 se utiliza un rango de +/- 1.5 puntos porcentuales, derivado de la incertidumbre existente en los mercados internacionales relativos a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América y su efecto en las condiciones de liquidez internacional.

Las estimaciones anteriores están contenidas en el programa monetario, en el que, como se indicó, en un marco de política monetaria basado en un esquema de metas explícitas de inflación, los agregados monetarios no están sujetos al cumplimiento de metas de crecimiento. Sin embargo, dicho programa monetario, contribuye a la toma de decisiones, dado que brinda una visión global y respeta la consistencia de las principales interrelaciones económicas, ayudando a identificar desviaciones en las diferentes variables de la economía, respecto de niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos.

En ese contexto, tomando en cuenta el cierre de las finanzas públicas en 2014 y el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, se elaboró el programa monetario y fiscal para 2015, el cual es congruente con la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el crecimiento previsto del PIB real y con las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2015 evolucionarían de la manera siguiente: a) aumento de la demanda de emisión monetaria por Q2,032.0 millones; b) incremento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$400.0 millones, equivalente a aproximadamente Q3,280.0 millones; c) disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q133.0 millones; d) aumento del encaje de los bancos del sistema por Q2,916.0 millones; y e) aumento en las operaciones de estabilización monetaria (OEM) por Q769.0 millones.

Cuadro 9
PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2015
(millones de quetzales)

Concepto	Total
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	58,314
Egresos	68,299
Corrientes	54,380
Capital	13,919
Déficit	9,985
(% del PIB)	2.0
Financiamiento externo neto	6,221
Financiamiento interno neto	3,632
Variación de Caja	133
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	3,280
En US\$	400
II. Activos Internos Netos	-479
1. Gobierno Central	133
2. Resto del sector público	-278
3. Posición con bancos	-2,916
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-2,916
4. Otros Activos Netos	2,581
Gastos y productos	1,701
Otros	881
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	2,801
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	2,032
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-769
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-769

II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

La mayoría de bancos centrales en el mundo y particularmente aquéllos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, determinan su política monetaria sin un periodo de vigencia definido, por lo que ésta es ajustada cuando ocurren cambios en el entorno macroeconómico externo o interno que la afectan. Ello refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria y da certeza a los agentes económicos respecto al compromiso de la autoridad monetaria de cumplir con el objetivo de su política monetaria.

En el caso de Guatemala, según lo dispuesto en los artículos 133 de la Constitución Política de la República y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, una de las atribuciones de la Junta Monetaria es determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional.

En ese contexto, desde 2012 se adoptó una política monetaria, cambiaria y crediticia sin vigencia definida, contenida en la resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013 y JM-133-2014 (Anexos del 1 al 5). Dentro de dicha normativa, entre otros aspectos, se determinó una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual y se previó que la referida política se revise por lo menos una vez al año y, de ser el caso, el Banco Central proponga a la Junta Monetaria las modificaciones que considere convenientes, tomando en consideración la coyuntura tanto interna como externa.

En el esquema de metas explícitas de inflación, vigente desde 2005, la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos. Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento al Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo a un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria. También se establece que se dará seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, crediticio, cambiario y fiscal, entre otras. La mayoría de esas variables se sustentan en el uso de herramientas cuantitativas de pronóstico con el propósito de que exista un balance integral y con suficientes elementos que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la tendencia de la inflación y tomar oportunamente las decisiones que se considere

pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria, a fin de brindar certeza a los agentes económicos. En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se efectuó a la misma es resultado del esfuerzo que han venido realizando los departamentos técnicos del Banco Central por contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento. Por ello se hizo una revisión al índice sintético de las variables indicativas y se adicionó el seguimiento de dos variables informativas que evalúan la postura de la política monetaria (tasa de interés neutral e índice de condiciones monetarias).

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación moderada. En ese sentido vale traer a cuenta que un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad hace que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos. En Guatemala se ha considerado conveniente la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, siendo este uno de los elementos que han sustentado dicha participación. Sin embargo, también existen otros motivos por los cuales un banco central suele participar en el mercado cambiario, por ejemplo, para fortalecer la posición externa del país, mediante incrementos en el nivel de reservas monetarias internacionales que le permitan moderar las vulnerabilidades externas.

En ese contexto y tomando en cuenta que el país estaría sujeto a enfrentar posibles volatilidades futuras ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, la Junta Monetaria facultó al Banco de Guatemala para participar en el mercado comprando divisas para elevar el nivel de reservas monetarias internacionales, como ha sido la experiencia en otros bancos centrales de América Latina que utilizan el mismo esquema monetario que Guatemala (en particular, Chile, México, Colombia y Perú).

La Junta Monetaria luego de haber evaluado la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, haber conocido las perspectivas relativas al entorno económico externo e interno y analizar la revisión presentada por parte de los departamentos técnicos del Banco Central, resolvió efectuar algunas modificaciones a dicha política, las cuales fueron incluidas en la resolución JM-133-2014 (Anexo 5).

ANEXOS

ANEXO 1

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-171-2011

Inserta en el Punto Primero del Acta 50-2011, correspondiente a la sesión extraordinaria celebrada por la Junta Monetaria el 22 de diciembre de 2011.

PUNTO PRIMERO: Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

RESOLUCIÓN JM-171-2011. Conocidos los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en los que se presentan la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2011 y la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, respectivamente.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2011 se llevó a cabo en un escenario en el que el crecimiento económico mundial evolucionó favorablemente, aunque a dos velocidades: economías avanzadas con lenta evolución y economías emergentes con crecimientos altos; **CONSIDERANDO:** Que en el ámbito interno, la economía nacional continuó con la recuperación económica, al crecer el PIB 3.8% y que se ha materializado en la recuperación de los ingresos tributarios, del comercio exterior, de las remesas familiares, así como del crédito bancario al sector privado; **CONSIDERANDO:** Que el ritmo inflacionario a noviembre se situó en 6.05%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual; **CONSIDERANDO:** Que mediante la política monetaria se logró abatir parcialmente las expectativas inflacionarias, fortalecer las reservas monetarias internacionales y la liquidez del sistema bancario, y se moderó la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia; **CONSIDERANDO:** Que la coordinación de las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para el sostenimiento de la estabilidad macroeconómica, aspecto que permitió impulsar el proceso de recuperación económica; **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2012, la economía mundial estaba creciendo, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro; **CONSIDERANDO:** Que ante las perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que la política fiscal continuará con el proceso de consolidación y fortalecimiento de las expectativas de los agentes económicos, se proyecta que para 2012 el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, registre un crecimiento de entre 2.9% y 3.3%; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se sustentan en las últimas estimaciones disponibles, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales por el FMI y otros organismos financieros internacionales, las cuales, podrían ser revisadas a la baja dada la incertidumbre que todavía prevalece en el ámbito mundial; **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2012 un ritmo inflacionario de 6.13%, por arriba del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna, a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación; **CONSIDERANDO:** Que la continuación del proceso de consolidación fiscal de mediano plazo sirve de apoyo permanente a la conducción de la política monetaria y facilita la consecución de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual en el horizonte de mediano plazo; **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala; **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno macroeconómico incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambiario que brinden mayor efectividad al Banco Central; **CONSIDERANDO:** Que el Banco Central, en el ámbito de su competencia, adopte acciones encaminadas a la modernización, desarrollo y profundización del mercado secundario de valores, en virtud de que dicho desarrollo mejora el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, por ende, aumenta su efectividad; **CONSIDERANDO:** Que para el propósito indicado en el considerando anterior, las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo se realizan al plazo de 1 día (*overnight*); **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe velar porque la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que en la mayoría de bancos centrales en el mundo, particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, su política monetaria no tiene período de vigencia definido, lo cual refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente determinar dicha política en los términos propuestos.

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala,

RESUELVE:

- I. TENER POR EVALUADA LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DE 2011.
 - II. DETERMINAR LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, DE LA MANERA SIGUIENTE:
- A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

1. Objetivo fundamental

Congruente con el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, relativo a contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia está determinada para alcanzar dicho objetivo.

En apoyo al logro del objetivo fundamental y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación interna converja a la meta, la ejecución de la política monetaria se complementa con acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la consolidación de las finanzas públicas, en el marco de una política económica integral y sostenible que propicie la competitividad y la eficiencia del sector productivo.

2. Meta de política

En un esquema de metas explícitas de inflación, cobra particular relevancia definir una trayectoria para la meta de inflación que permita anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, en el corto, mediano y largo plazos, en niveles consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios. La fijación de metas facilita que las referidas expectativas se anclen a la citada trayectoria, por lo que la meta de mediano plazo a partir de 2013, se establece en 4.0% +/- 1 punto porcentual. Para diciembre de 2012 se establece una meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual.

B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas para la toma de decisiones de política monetaria, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo.

1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Las expectativas de inflación que para un cierto período se formen los agentes económicos pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. En adición, con fines informativos, se continuarán reportando las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

4. Tasa de interés parámetro

Con el propósito de que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con la tasa de interés parámetro, dentro de un corredor.

5. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

La tasa de interés recomendada por el MMS reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere la trayectoria que debiera tener la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en el corto y mediano plazos. La tasa de interés líder de la política monetaria se estará comparando con la tasa de interés recomendada por el MMS dentro de un corredor.

C. VARIABLES INFORMATIVAS

1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria y enfatizar el enfoque prospectivo de las variables informativas, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación (sobredespreciación) del tipo de cambio real.

5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

6. Tasas de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día.

D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

A fin de contribuir a la consecución del objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, se considera conveniente explicitar el enfoque que orientará la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el Mercado Institucional de Divisas (mercado cambiario).

1. Objetivo fundamental

En congruencia con el esquema de metas explícitas de inflación, la participación del Banco de Guatemala en los mercados monetario y cambiario se realizará privilegiando la consecución de su objetivo fundamental.

2. Operaciones de estabilización monetaria

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituye la realización de Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo (neutralización de liquidez), las operaciones de inyección de liquidez, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero y público, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

3. Flexibilidad cambiaria

Si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre oferentes y demandantes de divisas en el mercado, existen razones para justificar la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, cuando dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

1. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de la política monetaria

La tasa de interés líder es la tasa de interés de referencia para las operaciones al plazo de 1 día (*overnight*), la que seguirá siendo utilizada por el Banco Central para dar a conocer la postura de la política monetaria.

b) Operaciones de estabilización monetaria

Las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, en virtud de que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Se continuará participando en el mercado mediante los mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de Depósitos a Plazo (DP), siendo éstos:

i) Operaciones de neutralización de liquidez

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

• Subasta

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país con cupos determinados, y en forma directa con entidades públicas sin cupos, utilizando subastas de derechos de constitución de depósitos a plazo por fechas de vencimiento.

• Ventanilla

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo con entidades del sector público.

ii) Operaciones de inyección de liquidez

El Banco de Guatemala realizará operaciones de inyección de liquidez con los bancos del sistema y sociedades financieras, aceptando como garantía depósitos a plazo en el Banco Central y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, mediante los mecanismos siguientes:

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

Los Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala y los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, que el Banco Central acepte como garantía en las operaciones de inyección de liquidez serán valorizados, conforme a la metodología que apruebe el Comité de Ejecución.

iii) Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año

El Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, y en coordinación con la política fiscal, podrá realizar operaciones de estabilización monetaria cuyos vencimientos sean mayores a un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero y mejore el manejo de sus pasivos, mediante la extensión de esos vencimientos.

iv) Operaciones de mercado abierto

El Banco de Guatemala podrá realizar operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, mediante la negociación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, para cuyo efecto los mismos se definen elegibles, de conformidad con lo establecido en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

e) Encaje bancario

14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

2. Política cambiaria

a) Regla de participación

El Banco de Guatemala continuará participando en el mercado cambiario, con el fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, de acuerdo con la regla de participación cambiaria contenida en el Anexo I de esta resolución.

b) Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América

El Banco de Guatemala continuará disponiendo de un instrumento que le permita regular liquidez en moneda extranjera, mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, de conformidad con lo dispuesto en la resolución JM-99-2004.

3. Política crediticia

a) Prestamista de última instancia

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005.

F. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Eliminación del mecanismo de recepción de Depósitos a Plazo con el sector privado no financiero, por medio de la ventanilla

A partir del 1 de enero de 2012, el Banco de Guatemala ya no realizará la recepción de Depósitos a Plazo del sector privado no financiero, mediante el mecanismo de ventanilla.

2. Información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Los bancos del sistema y las sociedades financieras deberán informar diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, o sus Certificados Representativos, en el mercado bursátil y extrabursátil, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (*overnight*)

Se instruye al Banco de Guatemala para que realice las acciones necesarias con el propósito de contar diariamente con información, en línea y en tiempo real, de las operaciones interbancarias de reporto al plazo de 1 día (*overnight*).

4. Información sobre liquidez bancaria

Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre su posición de liquidez.

5. Información de las operaciones en el mercado cambiario

Se instruye a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre las operaciones realizadas en el mercado cambiario.

6. Información del mercado de divisas a plazo

Se instruye a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de los contratos adelantados (*forward*) negociados y liquidados, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central. Una vez consolidada dicha información, éste la pondrá a disposición de los participantes, en su sitio de Internet.

7. Coordinación con la política fiscal

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones, que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro del objetivo fundamental del Banco Central. Asimismo, a efecto de brindar certeza en los agentes económicos

para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que esta Junta adoptará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Se instruye al Banco de Guatemala para que, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, revise y, de ser el caso, proponga las modificaciones que se consideren necesarias a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

III. MANTENER VIGENTES LAS DEMÁS DISPOSICIONES DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA QUE NO SE OPONGAN A LAS CONTENIDAS EN LA PRESENTE RESOLUCIÓN.

IV. AUTORIZAR A LA SECRETARÍA DE ESTA JUNTA PARA QUE PUBLIQUE LA PRESENTE RESOLUCIÓN, LA QUE ENTRARÁ EN VIGENCIA EL 1 DE ENERO DE 2012.



Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

ANEXO I

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

• Criterios para la Compra

La regla para la compra estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.

• Criterios para la Venta

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

• Participación por volatilidad inusual

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

• Liquidación

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

ANEXO 2

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012

FECHA
15 DE FEBRERO
28 DE MARZO
25 DE ABRIL
27 DE JUNIO
25 DE JULIO
26 DE SEPTIEMBRE
31 DE OCTUBRE
28 DE NOVIEMBRE

ANEXO 2

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-139-2012

Inserta en el Punto Segundo del Acta 49-2012, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 26 de diciembre de 2012.

PUNTO SEGUNDO: Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

RESOLUCIÓN JM-139-2012. Conocido el documento del Banco de Guatemala, en el que se presenta la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2013, la economía mundial estaría creciendo más, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana y financiera en la Zona del Euro; **CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que para 2013 el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, registre un crecimiento de entre 3.5% y 3.9%; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales del FMI y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisión, dada la incertidumbre y volatilidad que todavía prevalece en el ámbito mundial; **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2013 un ritmo inflacionario de 4.91%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna, a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación; **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, el déficit fiscal respecto del PIB se ubicaría en 2.5%, lo que interrumpiría el proceso de consolidación fiscal; **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala; **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno global incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambiario que brinden mayor efectividad al Banco Central; **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe propiciar que la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que la política monetaria, cambiaria y crediticia, a partir de 2012, no tiene período de vigencia definido, aspecto que provee la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que, en congruencia con el considerando anterior, la evaluación y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2012, sugieren modificaciones mínimas, que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente introducir las modificaciones a dicha política,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012,

RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**
La regla para la compra estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.65%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
- **Criterios para la Venta**
La regla para la venta estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor

al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.65%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

- **Participación por volatilidad inusual**
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.
 - **Liquidación**
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.
2. Modificar el Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2013

FECHA
20 DE FEBRERO
20 DE MARZO
24 DE ABRIL
26 DE JUNIO
31 DE JULIO
25 DE SEPTIEMBRE
30 DE OCTUBRE
27 DE NOVIEMBRE

3. Modificar los numerales 3 y 7 de la literal F, MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 3 siguiente:

ANEXO 3

- “3. **Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (overnight)**

Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en línea y en tiempo real, por los medios que éste indique, sobre la totalidad de las operaciones interbancarias de reporto que realicen al plazo de 1 día (overnight).”

- “7. **Coordinación con la política fiscal**

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

Adicionalmente, el Banco de Guatemala deberá informar oportunamente a la Junta Monetaria sobre las decisiones que se adopten en materia de política fiscal.”

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2013.


 Armando Felipe García Salas Alvarado
 Secretario
 Junta Monetaria



ANEXO 3

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-62-2013

Inserta en el Punto Sexto b) del Acta 22-2013, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 19 de junio de 2013.

PUNTO SEXTO b): Solicitud a la Junta Monetaria para que modifique el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011.

RESOLUCIÓN JM-62-2013. Conocido el Dictamen Conjunto BG-SB 1/2013, del Banco de Guatemala y de la Superintendencia de Bancos, del 29 de mayo de 2013, mediante el cual se solicita a esta Junta que modifique el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que en resolución JM-171-2011, del 22 de diciembre de 2011, determinó la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, consignando en el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, que el Banco de Guatemala, en su calidad de prestamista de última instancia, proveerá asistencia crediticia a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005; **CONSIDERANDO:** Que esta Junta, mediante resolución JM-61-2013, del 19 de junio de 2013, emitió el Reglamento para el Otorgamiento de Crédito a los Bancos del Sistema, de conformidad con el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y derogó la resolución JM-50-2005, del 2 de marzo de 2005, por lo que se estima pertinente, en aras de mantener la certeza jurídica, modificar el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala; así como tomando en cuenta el Dictamen Conjunto BG-SB 1/2013 del Banco de Guatemala y de la Superintendencia de Bancos, del 29 de mayo de 2013,

RESUELVE:

1. Modificar el numeral 3 de la literal E, INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos que se refiere el Anexo 4 siguiente:

ANEXO 4

"3. Política crediticia. Prestamista de última instancia.

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, de acuerdo con el Reglamento para el Otorgamiento de Crédito a los Bancos del Sistema, de conformidad con el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, emitido mediante resolución JM-61-2013."

2. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el día de su publicación.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria



ANEXO 4

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-121-2013

Inserta en el Punto Tercero b) del Acta 48-2013, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 18 de diciembre de 2013.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013.

RESOLUCIÓN JM-121-2013. Conocido el documento del Banco de Guatemala, en el que se presenta la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013, y Perspectivas Económicas para 2014.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que, para 2014, la economía mundial crecerá 3.6% (2.9% en 2013); **CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.3% y 3.9% para 2014, apoyado por el dinamismo previsto en el consumo privado, en las remesas familiares y en el crédito bancario al sector privado; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del FMI y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisión, dado que las perspectivas económicas globales continúan acoradas por la presencia de algunos riesgos, aunque los mismos parecerían estar más balanceados; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 será el vigente para el ejercicio fiscal 2013, razón por la cual no se tiene certeza sobre las fuentes de financiamiento de dicho presupuesto; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuye a que la economía absorba choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que en economías pequeñas, como en el caso de Guatemala, se justifica la participación del banco central en el mercado cambiario por razones de asimetrías de información y baja profundidad de los mercados financieros, por lo que se considera prudente darle mayor flexibilidad al mercado cambiario de manera gradual y progresiva; **CONSIDERANDO:** Que a partir de 2012 la política monetaria, cambiaria y crediticia tiene vigencia permanente, aspecto positivo que provee la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2013, esta Junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma.

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013, y Perspectivas Económicas para 2014.

RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**
La regla para la compra estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.70%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
 - **Criterios para la Venta**
La regla para la venta estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.70%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.
 - **Participación por volatilidad inusual**
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.
 - **Liquidación**
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.
2. Modificar el Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

- a. Para el 2014 el calendario es el siguiente:

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2014

FECHA
26 DE FEBRERO
26 DE MARZO
30 DE ABRIL
28 DE MAYO
25 DE JUNIO
27 DE AGOSTO
24 DE SEPTIEMBRE
26 DE NOVIEMBRE

- b. La Junta Monetaria, luego de conocer la evaluación y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia en diciembre de cada año, dará a conocer el calendario de sesiones en las cuales tomará decisión respecto de la tasa de interés líder.
3. Modificar la literal B, VARIABLES INDICATIVAS, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 5 siguiente:

ANEXO 5

"B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo. Se dará seguimiento, entre otras, a las variables indicativas siguientes:

1. **Ritmo inflacionario total proyectado**
Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado y se comparará con las metas de inflación para los períodos establecidos. Adicionalmente, con fines informativos, se presentarán los pronósticos de esta variable con horizontes móviles.
2. **Ritmo inflacionario subyacente proyectado**
Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado y se comparará con las metas de inflación para los períodos establecidos. Adicionalmente, con fines informativos, se presentarán los pronósticos de esta variable con horizontes móviles.
3. **Expectativas de inflación del panel de analistas privados**
Estas expectativas de inflación pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas y se comparará con las metas de inflación para los períodos establecidos. En adición, con fines informativos, se presentarán las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles.
4. **Tasa de interés parámetro**
Se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con dicha tasa, dentro de un corredor.
5. **Tasa de interés de política monetaria de los modelos macroeconómicos**
La tasa de interés recomendada por los modelos macroeconómicos reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere trayectorias de la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en determinado plazo, por lo cual se dará seguimiento al promedio aritmético de las tasas de interés de política recomendadas por los modelos macroeconómicos."
4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2014.


 Armando Felipe García Salas Alvarado
 Secretario
 Junta Monetaria



ANEXO 5

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-133-2014

Inserta en el Punto Tercero b) del Acta 51-2014, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 17 de diciembre de 2014.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014.

RESOLUCIÓN JM-133-2014. Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015, del 15 de diciembre de 2014.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.5% y 4.1% para 2015, apoyado por el dinamismo previsto en el consumo privado, en las remesas familiares y en el comercio exterior; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que dichas perspectivas continúan acotadas por la presencia de algunos riesgos a la baja, que parecieran estar equilibrados en algunos socios comerciales del país; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, aprobado por el Congreso de la República, prevé un déficit fiscal de 2.0% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuye a que la economía absorba choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios y que en economías pequeñas y abiertas, se justifica la participación del Banco Central en el mercado cambiario, para acumular reservas monetarias internacionales, que permita enfrentar vulnerabilidades de origen externo; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2014, esta Junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015, del 15 de diciembre de 2014,

RESUELVE:

1. Modificar el inciso a, del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

- a. Para 2015 el calendario es el siguiente:

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2015

FECHA
25 DE FEBRERO
25 DE MARZO
29 DE ABRIL
27 DE MAYO
24 DE JUNIO
26 DE AGOSTO
30 DE SEPTIEMBRE
25 DE NOVIEMBRE

2. Modificar la literal C, VARIABLES INFORMATIVAS, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 6 siguiente:

ANEXO 6

"C. VARIABLES INFORMATIVAS

Las variables informativas, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten mejorar la comprensión de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, así como de su postura. Se dará seguimiento, entre otras, a las variables informativas siguientes:

1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los periodos establecidos. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los periodos establecidos. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los periodos establecidos. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación o el valor de sobredepreciación del tipo de cambio real.

5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

6. Tasa de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día.

7. Tasa de interés neutral

Se dará seguimiento a la estimación de la tasa de interés neutral a efecto de determinar la postura de la política monetaria (neutral, restrictiva o acomodaticia).

8. Índice de Condiciones Monetarias (ICM)

Se dará seguimiento al cálculo del Índice de Condiciones Monetarias, también para determinar la postura de la política monetaria."

3. Modificar el numeral 2, de la literal E, INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en el sentido de adicionar el inciso c, en los términos a que se refiere el Anexo 7 siguiente:

ANEXO 7

2. Política cambiaria

"c) Acumulación de reservas monetarias internacionales

Se autoriza al Banco de Guatemala para participar en el mercado cambiario con el propósito de acumular reservas monetarias internacionales, para cuyo efecto deberá tomar en cuenta la evolución de los mercados monetario y cambiario, de manera que no se ponga en riesgo el objetivo fundamental del Banco Central ni se introduzcan distorsiones en variables macroeconómicas relevantes."

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2015.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

