



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

JULIO DE 2012



CONTENIDO¹

ANTECEDENTES	1
SÍNTESIS EVALUATIVA	2
I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL	8
A. COYUNTURA RECIENTE	8
1. Actividad económica	8
2. Mercados financieros internacionales	18
3. Precios internacionales de algunas materias primas	20
4. Inflación y política monetaria	27
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	28
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	32
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	32
1. Actividad sectorial	32
2. Demanda agregada	35
B. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2012	37
1. Evolución reciente de la inflación	37
2. Proyecciones y expectativas de inflación total para el corto y mediano plazos	42
3. Variables informativas de la política monetaria	44
4. Respuesta de política	50

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 12 de julio de 2012.

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

ANTECEDENTES

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Presidente del Banco de Guatemala debe comparecer ante el Honorable Congreso de la República a rendir informe circunstanciado, durante los meses de enero y julio de cada año. De acuerdo con el artículo citado, en el mes de julio, debe dar cuenta de la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en el ejercicio corriente.

Para dar cumplimiento al mandato legal señalado, el Presidente del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a julio de 2012. Como marco del citado informe, se considera importante hacer énfasis ante el Honorable Congreso 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. Concentrar sus esfuerzos en la consecución de la estabilidad de precios es la mejor contribución que el Banco Central puede ofrecer al logro del desarrollo económico del país.

Para tal propósito, Junta Monetaria en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en la cual estableció una meta de inflación que facilitará anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, en el corto, mediano y largo plazos, a niveles consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios. Para diciembre de 2012 determinó una meta inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual. En el referido instrumento legal también determinó una meta de inflación de mediano plazo, a partir de 2013, en 4.0% +/- 1 punto porcentual.

SÍNTESIS EVALUATIVA

En el entorno externo, durante el año, la actividad económica mundial ha mostrado signos de ralentización que han afectado el comportamiento de los mercados financieros; si bien se observa un mejor desempeño tanto de la producción industrial como del comercio global, prevalecen importantes diferencias entre países y regiones, dado que las economías emergentes continuaron apoyando el proceso de recuperación; no obstante, a partir de mayo los nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros generados por la intensificación en la crisis de deuda en la Zona del Euro, la moderación en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, han afectado la confianza de los consumidores y empresarios, lo que ha incrementado los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial previsto para finales de 2012.

Adicionalmente, prevalecen amplios márgenes de incertidumbre, particularmente en las economías avanzadas, ante la falta de un consenso político respecto de las medidas para una consolidación fiscal en el mediano y largo plazos que podría llevar a un ajuste desordenado en las cuentas fiscales y provocar una desaceleración más allá de la prevista en el crecimiento económico, con efectos negativos a nivel mundial. Estas economías han mostrado un desempeño heterogéneo. En los Estados Unidos de América, los resultados son mixtos, el crecimiento en el empleo se ha ralentizado, reflejándose en tasas de desempleo que permanecen en niveles históricamente altas, aunado a ello, el gasto de los hogares ha mostrado un menor ritmo de crecimiento que el observado durante los primeros meses del año y la inflación se ha reducido, lo cual apunta a que el proceso de recuperación económica se ha moderado. No obstante, en el mercado inmobiliario, aunque permanece débil, se han evidenciado algunos signos de mejora, en particular en lo relativo a las ventas de vivienda tanto nuevas como existentes, así como una mejora en la confianza de los constructores. En esa línea, ha aumentado el financiamiento mediante hipotecas, resultado de que la tasa de interés de largo plazo se mantiene en niveles históricamente bajos. El desempleo continúa siendo un fuerte factor de riesgo para el crecimiento económico de dicho país dado que, de acuerdo con varios analistas, esta economía necesitaría crear alrededor de 250,000 empleos al mes, al menos durante dos años, para que la tasa de desempleo regrese a su nivel previo a la

recesión (alrededor del 6%). La Reserva Federal ha manifestado que está preparada para adoptar las acciones necesarias que permitan promover la recuperación económica y mejorar las condiciones del mercado laboral y ha extendido la vigencia de su “Operación Twist” hasta finales de 2012 por un monto de US\$267.0 millardos. Dicha operación consiste en comprar bonos del tesoro de largo plazo y vender bonos de corto plazo con el objetivo de presionar a la baja las tasas de interés de largo plazo y flexibilizar las condiciones crediticias.

La actividad económica de la Zona del Euro continuó siendo afectada por la intensificación de los problemas económicos, políticos y financieros en algunos de sus países miembros, particularmente en Grecia y España. Un análisis desagregado por países evidencia una amplia dispersión, dado que las economías más vulnerables de la región, entre ellas Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia han registrado un importante deterioro de su actividad económica, evidenciándose en débiles indicadores de corto plazo, reducción de la confianza del consumidor y del productor, altos niveles de desempleo y marcados déficits comerciales y fiscales. Además la incertidumbre prevaleció sobre el panorama de Grecia, debido a la posibilidad de una eventual salida de la Zona del Euro si el nuevo gobierno no ratificaba los acuerdos de austeridad fiscal pactados por ese país bajo el marco del segundo paquete de ayuda financiera otorgado por la *Troika*², así como los potenciales efectos negativos hacia otras economías, principalmente España, cuyo sistema bancario ha evidenciado fuertes vulnerabilidades. La situación en España derivó en una solicitud de un paquete de ayuda financiera de hasta €100.0 millardos al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera para recapitalizar su sistema bancario, lo cual a criterio de la agencia calificadora *Moody's* podría agravar la posición fiscal del país, dado que dicha ayuda aumentaría el nivel de deuda como porcentaje del PIB, lo cual limitaría aún más el acceso del país a los mercados financieros internacionales y por ello dicha agencia revisó a la baja la calificación crediticia de su deuda soberana.

En Japón, el crecimiento económico ha sido revisado al alza tanto para 2012 como para 2013, fortalecido por una mayor inversión pública asociada a la recuperación de la demanda interna y a las inversiones gubernamentales para la reconstrucción de las zonas afectadas por el

² Ente conformado por el Fondo Monetario Internacional, la Unión Europea y el Banco Central Europeo.

terremoto y el *tsunami* ocurridos en marzo de 2011 y por la reciente depreciación del yen respecto del dólar de los Estados Unidos de América, lo que ha mejorado las perspectivas de sus exportaciones, las cuales también seguirán apoyadas por las operaciones que las empresas nacionales mantienen con países de rápido crecimiento como en el caso de la República Popular China. Por su parte, las economías emergentes aunque continúan creciendo a tasas superiores a las de las avanzadas han evidenciado una moderada desaceleración, debido en parte a un menor estímulo externo e interno. En el caso particular de la República Popular China, explicado por la ralentización observada en el sector externo, por la evolución económica a nivel mundial. En adición, los resultados recientes de los principales indicadores de actividad económica (confianza del consumidor, producción industrial y crédito bancario al sector privado) confirman ese comportamiento y podría repuntar levemente a partir de la segunda parte del año, impulsado por un mayor consumo privado y por el anuncio de la implementación de políticas monetaria y fiscal más flexibles.

En los mercados financieros internacionales, la menor volatilidad en la primera parte del año reflejó la moderación en la incertidumbre sobre la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, luego de la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera para Grecia, así como de las medidas de política implementadas por las autoridades de la Unión Europea para mitigar el posible contagio de la crisis de deuda. Sin embargo, a partir de mayo se acrecentó la incertidumbre y la volatilidad ante la intensificación de las tensiones financieras de algunos de los países de la Zona del Euro, particularmente en Grecia y España. En ese contexto, el deterioro de la situación económica y financiera de España aumentó la expectativa de que la crisis podría extenderse a otras economías más grandes, como Italia.

En el caso de las materias primas, desde inicios del segundo trimestre del año el precio internacional del petróleo registró una importante reducción, la cual fue más evidente a partir de la segunda semana de mayo asociada, en parte, a una moderación en la actividad económica de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, a la agudización de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro y al incremento en la producción e inventarios de petróleo en América del Norte y Oriente Medio. Por su parte, el precio internacional

del maíz amarillo en la Bolsa de Chicago registró una moderada reducción en el trimestre de abril a junio de 2012, derivado de mejores resultados en la producción mundial del grano, así como por el efecto que la agudización de la crisis de deuda europea tuvo en los mercados bursátiles y de materias primas. En cuanto al precio internacional del trigo en los contratos a futuro de la Bolsa de Chicago, éste continuó registrando un comportamiento variable durante el segundo trimestre de 2012, observando a finales de junio una importante alza asociada a la expectativa de daños a la producción en Europa y a las sequías que han afectado las siembras en los países de Europa del Este, América del Sur y Australia.

En ese escenario, los bancos centrales de los países desarrollados mantuvieron una política monetaria expansiva y con tasas de interés en niveles históricamente bajos. En este sentido, los bancos centrales de Japón, Reino Unido y la Zona del Euro continuaron proveyendo recursos a sus sistemas financieros con el fin de disminuir las restricciones de liquidez e impulsar el crédito local. Por su parte, en el primer semestre del año, las autoridades monetarias de la mayoría de países emergentes han mantenido una política más cautelosa, manteniendo sin cambios su tasa de interés de política, debido, principalmente, a la incertidumbre que aún persiste respecto de la crisis política y de deuda en Europa.

En el ámbito interno, el Producto Interno Bruto del primer trimestre de 2012 registró un crecimiento de 3.4%, levemente menor al observado en el mismo trimestre del año previo, pero superior al esperado por el panel de analistas privados en la encuesta de expectativas económicas de junio del presente año. Este comportamiento estuvo asociado al moderado crecimiento del consumo interno y de las exportaciones de bienes y servicios, lo cual es consistente con la estimación anual para finales de 2012 cuando se prevé que se sitúe entre 2.9% y 3.3% resultado, principalmente, de la desaceleración prevista en la actividad económica mundial. El comportamiento de la inflación durante el primer semestre fue determinado principalmente por la evolución de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas y transporte. Además, otras divisiones de gasto relacionadas a los alimentos y combustibles también incidieron en la inflación total, siendo estas la división de gasto de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y restaurantes y hoteles. Por su parte, en el

comportamiento de otras medidas de inflación, como la inflación subyacente, mostró por cuarto mes consecutivo una desaceleración en su tendencia. La inflación importada presentó una tendencia a la baja desde julio del año anterior, debido a las menores presiones en los precios internacionales del maíz y del trigo y, aunque en febrero del presente año mostró un incremento, impulsado por el alza en las gasolinas y en el diésel, en marzo se había estabilizado. Los pronósticos de inflación para el corto plazo indican que dicha variable se estaría ubicando dentro de la meta de inflación para 2012, manteniendo una tendencia a la baja, la cual empezaría a revertirse a finales del tercer trimestre hasta situarse alrededor del 4.4% en diciembre de 2012. Los pronósticos de inflación de mediano plazo (pronósticos activos, es decir, incorporando medidas de política monetaria) señalan una ligera reducción en la trayectoria de la inflación para 2012 y para 2013, en comparación con los pronósticos del trimestre anterior; sin embargo, en ambos casos, se encuentran condicionados a incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria en lo que resta de 2012. Por su parte, la brecha del producto, se encuentra cercana a cero para 2012 y 2013 y ligeramente positiva para 2014.

Las encuestas de expectativas económicas efectuadas al panel de analistas privados durante el primer semestre, aunque en los últimos meses reflejan una moderación, aún evidencian que para diciembre del presente año la inflación interanual se situaría por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia. Entre los factores que han incidido en la reducción de las expectativas de inflación del panel de analistas, se pueden mencionar una menor incidencia del precio internacional del petróleo, materias primas y combustibles, dados los acontecimientos recientes a nivel internacional.

En el contexto descrito, la política monetaria mantuvo una postura neutral durante los primeros cinco meses del año, manteniendo en 5.50% el nivel de la tasa de interés líder. A partir del incremento en la incertidumbre en Europa y tomando en cuenta los riesgos a la baja en el crecimiento de la actividad económica mundial, en junio decidió reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés líder (de 5.50% a 5.00%). La Junta Monetaria continúa dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquellos

indicadores que generan más incertidumbre, a fin de que, si se materializan algunos de los riesgos previstos, se adopten las acciones oportunas que eviten que los pronósticos de inflación se alejen de su trayectoria de mediano plazo, en perjuicio del anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Actividad económica

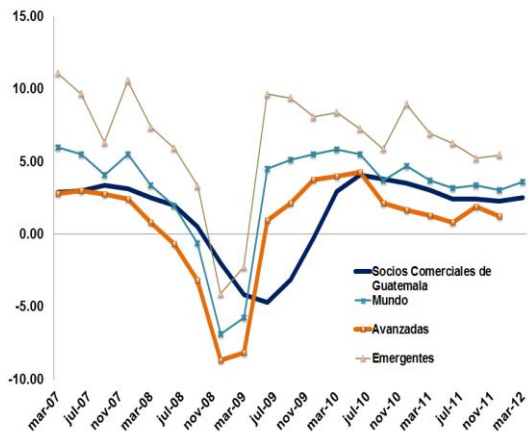
La actividad económica a nivel mundial, durante el primer cuatrimestre del año, mostró signos de estabilización que mejoraron notablemente la percepción de los mercados financieros sobre el crecimiento económico mundial, lo cual se evidenció en un mejor desempeño tanto de la producción industrial como del comercio global, aunque con fuertes diferencias entre países y regiones, dado que las economías en desarrollo continuaron apoyando el proceso de recuperación.

No obstante, a partir de mayo de 2012 los nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros generados por la intensificación en la crisis de deuda de la Zona del Euro y la moderación en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América y de China, han afectado la confianza de los consumidores y empresarios aumentando los riesgos a baja en el crecimiento económico mundial.

Las economías avanzadas han mostrado un desempeño heterogéneo, en el caso de los Estados Unidos de América algunos de los indicadores han evidenciado recientemente resultados mixtos, por un lado, el crecimiento en el empleo se ha ralentizado, reflejándose en tasas de desempleo altas, aunado a ello, el gasto de los hogares ha mostrado un menor ritmo de crecimiento que el observado durante los primeros meses del año y la inflación se ha reducido. Mientras que los últimos resultados de los índices anticipados de producción industrial y de servicios, aún continúan ubicándose en zona de expansión (arriba de 50 puntos) con un incremento en los nuevos pedidos, principalmente en el sector automotriz. Como resultado, la segunda estimación preliminar sobre la actividad económica, realizada por el Departamento de Comercio de los Estados Unidos, revela un crecimiento anualizado de 1.9% para el primer trimestre del año, menor al previsto con anterioridad (2.2%), pero alrededor del rango estimado por la Reserva Federal en su revisión de junio sobre perspectivas económicas para 2012 (1.9% - 2.4%). Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por una reducción en la inversión privada y en el gasto del gobierno, éste último como parte del proceso de

Gráfica 1

Crecimiento Económico Trimestral (1) (2)
(porcentajes)



(1) El crecimiento económico de los socios comerciales se calcula de acuerdo a su participación en el comercio con Guatemala y representan alrededor del 70.0% del total. Está conformado por los Estados Unidos de América, México, China, Zona del Euro, El Salvador y Honduras.

(2) Variación interanual.

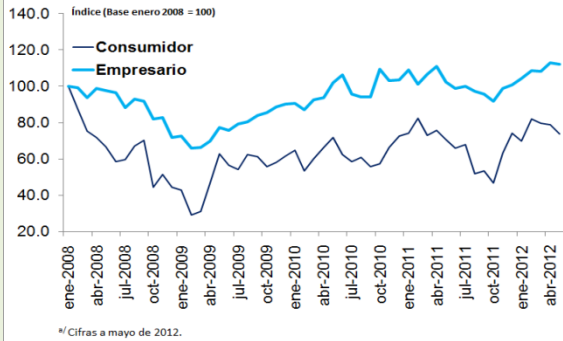
Fuente: Fondo Monetario Internacional y Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.

consolidación fiscal; sin embargo, el consumo privado, la inversión residencial y las exportaciones continuaron creciendo, lo que significa un aspecto positivo que permite anticipar el reemplazo de la demanda pública por la privada y confirma el avance, aunque gradual, del proceso de recuperación. Empero, continúa enfrentando algunos desafíos que reducen el dinamismo en la actividad económica, como la debilidad que aún persiste en el mercado inmobiliario, aun cuando se han observado algunos signos de mejora; factor que en las crisis anteriores impulsó el proceso de recuperación. Adicionalmente, prevalecen amplios márgenes de incertidumbre, dado que la falta de un consenso político respecto a las medidas para una consolidación fiscal en el mediano y largo plazos, podría llevar a un ajuste desordenado en las cuentas fiscales³ y provocar una desaceleración en el crecimiento económico, más allá de la previsto, con efectos negativos a nivel mundial, dada la importancia sistémica del referido país. Como se indicó, el desempleo constituye un importante factor de riesgo para el crecimiento económico y la percepción de varios analistas, dado que dicho país necesita crear alrededor de 250,000 empleos al mes, al menos durante dos años, para que la tasa de desempleo regrese a su nivel previo a la recesión (alrededor del 6%). Ante ello, la Reserva Federal en su última reunión de política manifestó que está preparada para adoptar las acciones necesarias a efecto de promover la recuperación económica y mejorar las condiciones del mercado laboral. En dichas acciones decidió extender la vigencia de su “*Operación Twist*” hasta finales de 2012, por un monto de US\$267.0 millardos.

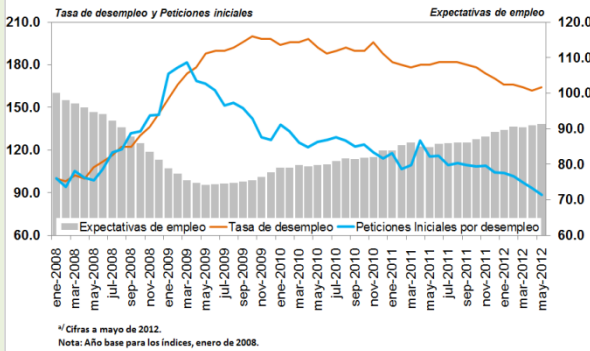
³ Vale recordar que varios estímulos fiscales otorgados bajo la gestión del presidente George W. Bush empezarán a expirar en 2013, incluyendo recortes de impuestos, los cuales al revertirse automáticamente (como está previsto) ocasionarían un ajuste fiscal que podría afectar la recuperación económica, en particular si no se logra un acuerdo político para evitar ese ajuste.

RECUADRO 1 ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: DESEMPEÑO ECONÓMICO RECIENTE

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y DEL EMPRESARIO 2008 - 2012^{a/}



ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: ÍNDICES DEL MERCADO LABORAL 2008 - 2012^{a/}



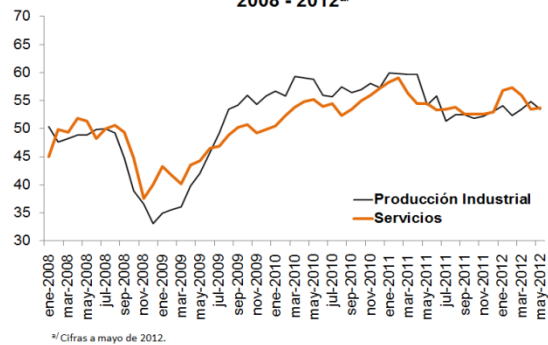
En lo que ha transcurrido de 2012, algunos indicadores económicos claves de la economía de los Estados Unidos de América han evidenciado un moderado proceso de recuperación, recientemente con algunos resultados mixtos. Entre ellos destaca la mejora observada en el mercado laboral, la producción industrial y el mercado inmobiliario, este último en menor medida, lo cual ha mantenido estables la confianza del empresario y del consumidor, aunque éste se ha reducido recientemente.

A partir del segundo trimestre de 2012, se evidencian algunos resultados mixtos. En ese sentido, se observa una recuperación sostenida de la confianza de los empresarios, la cual ha estado asociada al aumento en los nuevos pedidos y al crecimiento de la demanda interna. Por su parte, la confianza de los consumidores ha disminuido recientemente, debido a la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial derivado de la intensificación de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, así como por la incertidumbre política en los Estados Unidos de América por el resultado de la próxima contienda electoral y sus posibles efectos en el desempeño de la actividad económica interna.

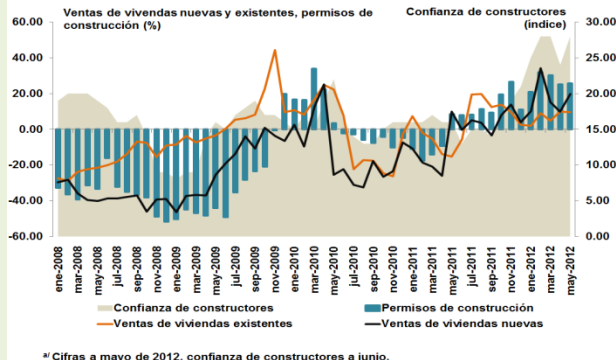
Por su parte, los mercados laboral e inmobiliario han evidenciado resultados más optimistas que los observados en 2010 y en 2011. En el caso del mercado laboral, su recuperación ha sido moderada ante la cautela de los empresarios por la incertidumbre sobre el desempeño de la actividad económica mundial y, en lo que respecta al mercado

inmobiliario, por el mantenimiento de tasas de interés históricamente bajas, lo cual ha fortalecido la demanda y fomentado la construcción de nuevos proyectos habitacionales. No obstante, la recuperación del sector inmobiliario aún es lenta y continuará dependiendo de la flexibilización en las condiciones crediticias.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: ÍNDICES ANTICIPADOS DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y DE SERVICIOS 2008 - 2012^{a/}



ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: MERCADO INMOBILIARIO 2008 - 2012^{a/}



En adición, los índices anticipados de producción industrial y de servicios se mantienen en zona de expansión (arriba de los 50 puntos), lo cual anticipa una expansión de la actividad económica para los próximos seis meses.

En la Zona del Euro la actividad económica continuó siendo afectada por la intensificación de los problemas económicos, políticos y financieros en algunos de sus países miembros, particularmente en Grecia y España y, recientemente, en Chipre. Al respecto, durante el primer trimestre del año la actividad económica registró una tasa de crecimiento anualizada de cero, lo cual, de acuerdo a la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea, *Eurostat*, se asocia a los recortes realizados en el gasto por parte de las empresas a efecto de enfrentar la crisis de deuda soberana de la zona. Ello incrementó los riesgos de una recesión más profunda y acentuó las diferencias entre las economías más grandes y las de la periferia. En adición, los indicadores recientes de actividad manufacturera y de servicios, así como los índices de confianza empresarial y de los consumidores denotan una mayor debilidad para el segundo trimestre del año, lo cual refleja el deterioro de las condiciones financieras observadas desde mayo, que de mantenerse podría conllevar una contracción en el segundo trimestre del año. Por su parte, el aumento en la tasa de desempleo⁴ y la escasez de crédito, influenciada por el proceso de desapalancamiento de los bancos para alcanzar el nuevo nivel de capital mínimo requerido por las autoridades bancarias en Europa⁵ ha impactado negativamente en el consumo privado. En efecto, las ventas minoristas y la confianza de los consumidores han continuado registrando un fuerte deterioro; en adición, el consumo del gobierno también ha influido negativamente en el comportamiento de la demanda interna, debido a los procesos de consolidación fiscal implementados recientemente.

Un análisis desagregado por países evidencia una amplia dispersión, dado que las economías más vulnerables de la región, entre ellas Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia han registrado un importante deterioro de su actividad económica, evidenciándose en altos niveles de desempleo y marcados déficits comerciales y fiscales, aunado a la incertidumbre que prevaleció sobre el panorama de Grecia, debido a la posibilidad de una eventual salida de la Zona del Euro si el nuevo gobierno no ratificaba los acuerdos de austeridad

⁴ De acuerdo con la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea, *Eurostat*, la tasa de desempleo se ubicó en 11.0% en abril de 2012, alcanzando el mayor nivel en los últimos 15 años.

⁵ El sistema financiero de la Zona del Euro tendrá una exigencia de capital de 9.0% (actualmente 5.0%) sobre los activos ponderados por riesgo, normativa que entró en vigencia el 30 de junio de 2012.

fiscal pactados con ese país bajo el marco del segundo paquete de ayuda financiera otorgado por la *Troika*, así como a los potenciales efectos negativos hacia otras economías, principalmente España, cuyo sistema bancario ha denotado fuertes vulnerabilidades, situación que llevó a dicho país a requerir de un paquete de ayuda financiera de hasta €100.0 millardos para recapitalizar su sistema bancario.⁶ A criterio de la agencia calificadora *Moody's* ese apoyo financiero podría agravar la posición fiscal del país, dado que dicha ayuda aumentaría el nivel de deuda como porcentaje del PIB a 90.0% para finales de 2012, lo cual limitaría aún más el acceso a los mercados financieros. Estos factores contribuyeron a que dicha agencia revisará a la baja la calificación crediticia de la deuda soberana de España.

En contraste, el desempeño observado en las economías de Alemania y Francia ha sido mejor al previsto, aunque con el nuevo gobierno existe la probabilidad de que las medidas y políticas fiscales acordadas no logren completarse y de que existan desacuerdos políticos con Alemania. El crecimiento de la economía alemana fue revisado al alza para 2012, aun cuando dicha economía está enfrentando un entorno económico difícil, debido a la reducción en la demanda de sus productos dentro de la Zona del Euro, como consecuencia de la recesión por la que atraviesan varias de las economías de dicha zona. Pero se prevé una mejora en el desempeño del mercado laboral y en las condiciones de financiamiento, siempre y cuando la crisis de deuda soberana de la Zona del Euro no se intensifique más.

Con el propósito de enfrentar la crisis de la mejor manera posible, las autoridades de la Zona del Euro y de la Unión Europea han implementado varias medidas monetarias y fiscales. Por una parte, el Banco Central Europeo acordó la extensión del monto y del plazo de vigencia de las líneas de provisión de liquidez en dólares y la oferta de préstamos a mediano plazo a las entidades financieras, referidas a las operaciones de liquidez a tres años dentro del marco de su programa de medidas monetarias no convencionales, destacando

⁶ Los fondos de la asistencia financiera procederán del fondo denominado Mecanismo Europeo de Estabilidad y serán canalizados mediante el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, una institución pública que otorgará dichos fondos al sistema bancario vía ampliaciones de capital o préstamos, a efecto de utilizarlos para la recapitalización de las entidades financieras españolas que lo requieran. De acuerdo con la auditoría externa realizada por la consultora alemana *Roland Berger* y la estadounidense *Oliver Wyman*, el 90% del sistema bancario necesita entre €51.0 y €62.0 millardos para afrontar el hipotético escenario económico adverso hasta 2014.

que se mantendrán dichas operaciones el tiempo que sea necesario siempre y cuando no se afecte la estabilidad de precios; estableciendo también un aumento en los requerimientos de capital para el sistema bancario de la región. La Unión Europea acordó la unificación de criterios fiscales más estrictos, entre ellos, un límite de déficit fiscal estructural para cada país de 0.5% del PIB, cuyo incumplimiento conllevaría una penalidad de hasta 0.1% del PIB; dichos criterios también requieren mantener un nivel de deuda con relación al PIB que no supere el 60.0%.

Adicionalmente, con el propósito de fortalecer la red de seguridad bancaria, las autoridades de la Unión Europea acordaron incrementar la capacidad de préstamo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y la puesta en marcha en el segundo semestre de 2012 del Mecanismo de Estabilidad Europea. Asimismo, decidieron aumentar en US\$240.1 millardos el capital del Fondo Monetario Internacional con el objetivo que dicho ente pueda brindar un mayor apoyo de asistencia crediticia adicional a sus miembros. Cabe destacar que los miembros de la Zona del Euro que participaron en la reunión del G-20 en los Cabos, México, se comprometieron a implementar todas aquellas medidas para fortalecer la recuperación económica y moderar las tensiones en los mercados financieros. En ese sentido, los líderes de las cuatro economías principales de dicha zona (Alemania, España, Italia y Francia) convinieron recientemente un paquete de medidas para apoyar el crecimiento económico a nivel europeo por €130.0 millardos, equivalente al 1.0% del PIB de la Unión Europea.

Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional, luego de concluir la Consulta del Artículo IV con la Zona del Euro, se refirió a la necesidad de una mayor consolidación de la unión económica y monetaria para detener el deterioro en la confianza de los mercados financieros; en particular, una mayor integración en el ámbito fiscal, con una mejor gestión de los gobiernos nacionales y una unión bancaria que establezca un mecanismo de garantía de depósitos a escala regional que permita eliminar los vínculos entre los bancos internos y sus entidades soberanas de forma que se fortalezca la confianza de los depositantes.

De acuerdo con diversos organismos internacionales, se prevé que la actividad económica de la Zona del Euro permanezca débil durante el segundo semestre de 2012 y con mucha divergencia. La perspectiva económica para Grecia, Portugal, Italia y España es de una recesión más profunda y de un proceso de recuperación que podría iniciar hasta 2013, debido a los ajustes fiscales acelerados que han implementado con el objetivo de estabilizar los diferenciales en los rendimientos de la deuda y la confianza del mercado.

En Japón, el crecimiento económico se ha visto fortalecido por una mayor inversión pública asociada a la recuperación de la demanda interna y a las inversiones gubernamentales para la reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto y el *tsunami* ocurridos en marzo de 2011, y por la reciente depreciación del yen respecto al dólar de los Estados Unidos de América que ha mejorado las perspectivas de las exportaciones japonesas, las cuales también seguirán apoyadas por las operaciones que las empresas nacionales mantienen con países de crecimiento elevado como China. Las economías emergentes continuaron creciendo a tasas más dinámicas que las de las economías avanzadas, aunque evidencian una moderada desaceleración, debido en parte a un menor estímulo externo e interno. En el caso particular de la República Popular China, su menor ritmo de crecimiento refleja la ralentización del sector externo, debido a la evolución económica mundial y que se refleja en los principales indicadores (confianza del consumidor, producción industrial y crédito bancario al sector privado), pero podría revertirse, levemente a partir de la segunda parte del año, impulsado por un mayor consumo privado y por políticas monetaria y fiscal más flexibles. En efecto, el Banco Popular de China, en junio redujo su tasa de interés de referencia en 20 puntos básicos, ubicándola en 6.31%, luego de haberla mantenido en 6.51% desde 2008, con el propósito de impulsar la demanda interna ante la reducción en la demanda externa como consecuencia de la moderación en el crecimiento económico de las principales economías avanzadas, así como del aumento en la volatilidad de los mercados financieros; previo a ello, ya había anunciado la reducción en el coeficiente de reservas obligatorias a los bancos del sistema en 50 puntos básicos, para situarlo en 20.0% para las entidades

bancarias grandes y 16.5% para las entidades medianas y pequeñas.

Adicionalmente, el gobierno de China ha implementado varias medidas de carácter fiscal para estimular el consumo y la inversión, con énfasis en el ahorro de energía y del medio ambiente, entre las que destacan, subsidios para electrodomésticos ahorradores de energía, así como la aprobación de grandes proyectos de inversión de infraestructura, salud, tecnología, medio ambiente y energía. El crecimiento económico de dicho país se prevé que podría ubicarse alrededor de 8.0% tanto para 2012 como para 2013.

En América Latina, los indicadores mensuales de actividad y de producción industrial continúan evidenciando un comportamiento a la baja, tendencia que inició en el segundo semestre de 2011, cuando el desempeño económico mundial comenzó a deteriorarse y el aumento de la aversión al riesgo generó una salida de capitales de algunos de éstos países. Países como Perú, México y Chile continúan evidenciando un sólido crecimiento económico apoyado principalmente en la fortaleza de su demanda interna, mientras que Brasil y Colombia han observado un ritmo de crecimiento menor al registrado en 2011.

De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), el crecimiento económico en la región ha estado asociado al dinamismo del consumo privado, debido al crecimiento del empleo, el aumento de los sueldos reales, la continúa expansión del crédito bancario al sector privado y la recuperación en las remesas familiares, principalmente, de las que provienen de los Estados Unidos de América. El aporte de la inversión al crecimiento ha sido significativo y se ha reflejado en el incremento de las importaciones de maquinaria y equipo y en la mejora del sector construcción. En adición, México y algunos países de Centroamérica y el Caribe se han beneficiado por la moderada expansión de la actividad económica en los Estados Unidos de América, lo cual se refleja en el aumento de las exportaciones hacia ese país y en las remesas familiares y turismo.

En México, la actividad económica ha mejorado respecto a 2011, debido a la recuperación del sector manufacturero y al comportamiento observado en la demanda interna. Algunos analistas consideran que el cambio de gobierno no implicará cambios radicales

en el modelo económico, por tanto, prevén que la economía continuará evolucionando favorablemente.

El Salvador continúa mostrando un débil crecimiento y el incumplimiento de la meta del déficit del sector público no financiero acordada con el Fondo Monetario Internacional ha demorado la cuarta revisión del acuerdo *Stand-By*, originalmente programada para mediados de marzo. Esta situación ha dificultado el acceso al financiamiento y ha obligado al gobierno a moderar el gasto corriente, no obstante el incremento registrado en los ingresos fiscales. En Honduras el aumento en el ingreso de divisas por remesas familiares y la gradual recuperación de las exportaciones, en particular las del sector de maquila, han contribuido a mejorar las expectativas de crecimiento para 2012, contrarrestando la disminución en el gasto de gobierno, como resultado de los avances para la consolidación fiscal.

Diversos organismos financieros internacionales, (*Banco Mundial, CEPAL y FMI*) prevén que el crecimiento económico de la región continuará siendo positivo durante 2012; no obstante, se encuentra condicionado a que se efectúe una solución ordenada de la crisis de deuda soberana en Europa, a que la desaceleración de la República Popular China sea moderada y a que los Estados Unidos de América continúe con un desempeño económico favorable. Empero, si Europa sufre una mayor recesión durante 2012 y 2013 los efectos en América Latina y el Caribe serían más profundos y persistentes. Por otra parte, la agencia calificadora *Fitch Ratings* estima que América Latina, como región, podría sobrellevar de mejor manera los choques externos que se derivarían de una intensificación de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, dado que la región está mejor preparada para enfrentar una crisis que en 2008.

RECUADRO 2

EL CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA EN EL LARGO PLAZO ¿HECHO EN CHINA?

Durante los últimos 10 años, América Latina y el Caribe tuvieron un desempeño exitoso. En este periodo se consolidó una estructura macro-financiera estable y resistente, tasas de crecimiento relativamente altas, así como avances en materia de equidad en la distribución del ingreso. Ello se evidenció especialmente en América del Sur, en el contexto de la crisis global reciente. Sin embargo, después de crecer a tasas de aproximadamente 6.0% en la fase de recuperación de 2010, se estima que el crecimiento del PIB para el 2012 se desacelere, dado que la demanda interna, impulsada por los inlfujos de capitales y los altos precios de los materias primas, empiezan a encontrarse con las restricciones de capacidad de las economías de la región.

Actualmente, la región latinoamericana enfrenta incertidumbre y la mayor parte de los riesgos provienen del exterior, debido a una combinación de tasas de crecimiento bajas y por debajo de su potencial en los países desarrollados, así como de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales y de la deuda pública, particularmente en Europa.

Dentro de este contexto, la mayoría de bancos centrales de la región ha suspendido el ciclo de incrementos de la tasa de interés como medida de precaución, ante la posibilidad de que el complejo panorama que enfrentan Europa y los Estados Unidos de América y la volatilidad de los mercados financieros, lleven a una nueva recesión mundial.

El aumento de las tasas de política monetaria en los países de la región con metas de inflación les brinda a sus autoridades monetarias la habilidad de implementar políticas monetarias anticíclicas en caso de ser necesario. En ese sentido, ante una posible materialización de un escenario desfavorable para la región, estos países podrían recurrir a una reducción de las tasas de interés, a la flexibilidad del tipo de cambio y a la utilización de las reservas internacionales como primera línea de defensa. Sin embargo, la capacidad de absorber los choques externos varía considerablemente entre los diferentes países de la región, lo cual implica que un escenario global negativo puede tener efectos perniciosos sobre algunos países, especialmente en Centroamérica y el Caribe, que carecen de capacidad para implementar políticas macroeconómicas contra-cíclicas y buenas redes de protección social. A pesar que la mayoría de los escenarios se presentan relativamente positivos para la región, las autoridades macroeconómicas están actuando con prudencia y no descartan escenarios menos favorables.

Cabe indicar que el crecimiento de China se mantendría a tasas elevadas, aunque ligeramente inferiores a las observadas en 2010, mientras que los precios de las materias primas experimentarían una leve reducción. En consecuencia, los países de la región con un marco de política macroeconómica más sólido y mayores vínculos con China, podrían mantener el desacoplamiento de su actividad económica respecto a la de los países desarrollados.

El desempeño de los países latinoamericanos antes, durante y después de la recesión ha sido heterogéneo. En particular el desempeño de México y de los países de Centroamérica y el Caribe ha estado por debajo del alcanzado por otros países de la región. Esta heterogeneidad está vinculada a la profundidad de las relaciones económicas con China.

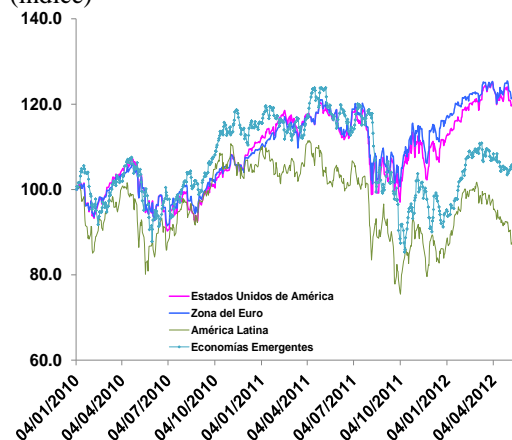
El robusto crecimiento observado en la región en los últimos diez años es un reflejo importante de la conexión con China. El impacto de dicha economía sobre la actividad económica de América Latina, ya sea de manera directa (por medio del comercio internacional así como la inversión directa extranjera -IED-) e indirecta (mediante el efecto de China en los precios de las materias primas) no es nada trivial. Asimismo, la productividad de la región ha aumentado a medida que los vínculos económicos con China se han ido fortaleciendo. La intensificación de las relaciones comerciales y económicas con China podría tener repercusiones en el crecimiento sostenido de la región a medida que el mismo se traduzca en una mayor acumulación de factores (capital, físico y humano) y mejoras en la productividad, asociadas particularmente a efectos de derrame tecnológico y de aprendizaje. Cabe indicar que hasta ahora la conexión con China se ha basado primordialmente en la abundancia de recursos naturales de la región por medio de la producción de bienes intensivos en mano de obra no calificada que poseen un bajo contenido de tecnología avanzada; sin embargo, aún no hay evidencia concreta de que esta conexión haya traído consigo difusión tecnológica y un efecto derrame de conocimiento.

En conclusión, el principal problema en materia de crecimiento económico que enfrenta América Latina es aprovechar las oportunidades que ofrecen vínculos más profundos y amplios con la economía global en general y con China en particular.

Fuente: "Crecimiento a largo plazo de América Latina y El Caribe. ¿Hecho en China?". Banco Mundial LAC. Septiembre de 2011.

Gráfica 2

Principales Índices Accionarios (1) (2)
(índice)



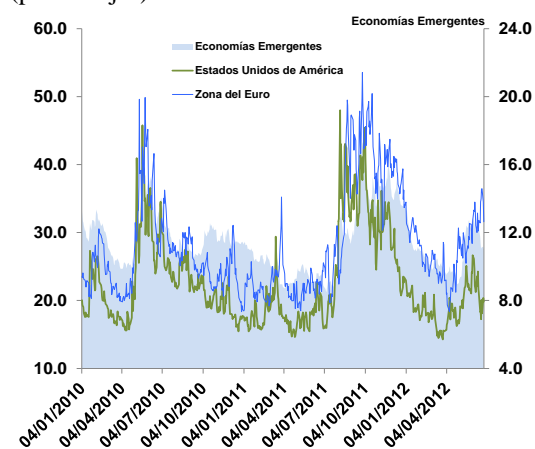
(1) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al Euro Stoxx 50; en los Estados Unidos de América, Standard & Poor's 500; Japón, Nikkei; para las economías emergentes y América Latina, MSCI.

(2) Base Enero 2010 = 100.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

Volatilidad de los Principales Índices
Accionarios (1) (2)
(porcentajes)



(1) Los índices de volatilidad corresponden al VIX del Euro Stoxx 50 y del Standard & Poor's 500. Para las economías emergentes, el índice de volatilidad implícita de JP Morgan.

(2) Índice que mide la volatilidad esperada a 30 días a partir de los precios observados de las acciones.

Fuente: Bloomberg.

2. Mercados financieros internacionales

La evolución de los mercados financieros en los primeros meses del año estuvo caracterizada por una menor volatilidad ante la moderación en la incertidumbre sobre la crisis de deuda en la Zona de Euro, luego de la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera para Grecia, así como de las medidas de política implementadas por las autoridades de la Unión Europea para mitigar el posible contagio de la crisis de deuda. Sin embargo, a partir de mayo la incertidumbre y ante la volatilidad se acrecentó ante la intensificación en las tensiones financieras de algunos de los países de la Zona del Euro, particularmente en Grecia y España. En efecto, el deterioro de la situación económica y financiera de España ha aumentado la expectativa de que la crisis se extendería a otras economías más grandes, como Italia. El reciente incremento de la aversión al riesgo revirtió la evolución positiva observada hasta finales de abril en los mercados de deuda soberana, de dinero, cambiarios y bursátiles, incluso en algunos de esos mercados se revirtieron totalmente las ganancias observadas respecto a diciembre de 2011.

La volatilidad de los mercados de deuda soberana estuvo asociada a los eventos políticos en Grecia y a la delicada posición de la banca española, tanto por los resultados de las elecciones como por el retraso en la implementación de medidas concretas para fortalecer el sistema financiero español, lo cual ha incrementado los temores sobre la posibilidad que Portugal e Irlanda soliciten un segundo programa de ayuda financiera. De igual forma, las primas de incumplimiento del deudor (*CDS* por sus siglas en inglés) aumentaron significativamente alcanzando un nivel históricamente elevado, incluso la de la deuda soberana de Grecia, que luego de su restructuración en marzo se había reducido sustancialmente. No obstante, los mercados soberanos de los Estados Unidos de América, el Reino Unido y Alemania se vieron beneficiados como consecuencia de la decisión de los inversionistas de tener posiciones en activos menos riesgosos.

Las autoridades europeas y otras a nivel mundial, en respuesta a la inestabilidad que se observa en los mercados financieros, han continuado sus esfuerzos para contener los efectos de la crisis de deuda y restablecer la confianza de los inversionistas. Al respecto, luego de Cumbre de Líderes del G-20 celebrada en los Cabos, México,

37 países se comprometieron a aportar recursos adicionales al Fondo Monetario Internacional por un monto superior a los US\$456 millones, lo cual duplicaría la capacidad crediticia del FMI y le permitiría apoyar a sus 188 países miembros en caso necesitaran asistencia crediticia. De acuerdo con lo indicado por la directora gerente del FMI, las reformas relativas al aumento de la cuota de los países miembros del Fondo y a una mejora en la gobernanza son cruciales para la legitimidad, relevancia y eficacia de dicha institución, por lo que en esa línea los países miembros del G-20 se han comprometido a trabajar conjuntamente con dicho organismo, a efecto que se logren cumplir los requerimientos internos de los países para poder implementar dichas reformas.

Con relación a los mercados de deuda en países con economías emergentes, la mayor aversión al riesgo a nivel mundial también ha aumentado el diferencial del índice global de mercados emergentes (*EMBI*), ha generado salidas de los flujos de capital y caídas en los mercados bursátiles. No obstante, ante este escenario, la región de América Latina ha mantenido un rápido acceso a los mercados internacionales, sin ser afectada por alzas significativas en el costo del financiamiento externo.

Otro factor que aumentó recientemente la volatilidad en los mercados financieros fue la decisión de la agencia calificadora *Moody's Investors Service* de revisar a la baja la calificación crediticia de 15 de las principales instituciones bancarias a nivel mundial, como consecuencia de los altos niveles de incertidumbre sobre la estabilidad del sistema financiero global y su significativa exposición a la volatilidad y al riesgo de fuertes pérdidas en los mercados de capitales.

La mayor volatilidad de los mercados financieros europeos asociada a la subestimación del riesgo, a una débil conducción de la política macroeconómica durante años y a la debilidad observada en las políticas macroprudenciales, también han incidido en menores rendimientos de los valores financieros en los Estados Unidos de América. Cabe indicar que, las consecuencias económicas de una crisis financiera en Europa pueden tener impactos significativos en la economía mundial, por lo que la Reserva Federal ha implementado políticas que han contribuido a la protección de las instituciones

financieras estadounidenses, así como de las empresas y los consumidores.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, los desafíos fundamentales que enfrentan los gobiernos de la Zona del Euro, así como los gobiernos de otras economías avanzadas, continúan siendo significativos. La mayoría de ellos han enfocado sus esfuerzos para encauzar la sostenibilidad de sus cuentas fiscales; sin embargo, dicho proceso tomará varios años, por ello, cobra relevancia el compromiso del G-20 de implementar las medidas de política que sean necesarias para salvaguardar la integridad y la estabilidad de dicha zona.

3. Precios internacionales de algunas materias primas

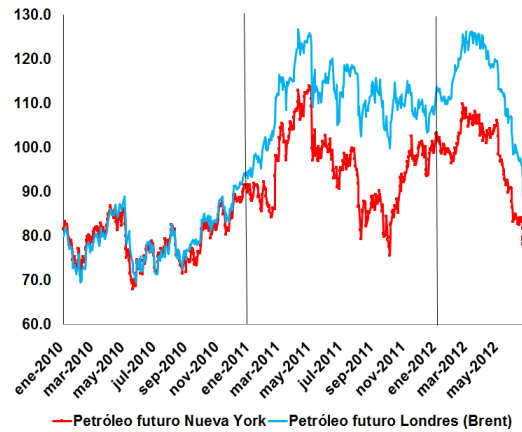
a) Petróleo y gasolinas

El precio internacional del petróleo luego de incrementos importantes en el primer trimestre del año, en el segundo trimestre registró una importante reducción, la cual fue más evidente a partir de la segunda semana de mayo asociada, principalmente, a la moderación en la actividad económica de los Estados Unidos de América y de la República Popular China, a la agudización de la crisis de deuda en la Zona Euro y al incremento en la producción e inventarios de petróleo en América del Norte y Oriente Medio. Se prevé que la demanda registre una baja ante la desaceleración económica de varias economías industrializadas. Sin embargo, de acuerdo con la Agencia Internacional de Energía (AIE), se considera que la reducción en el precio internacional del petróleo sería de carácter temporal, ya que la demanda de los países emergentes continúa sólida, aun cuando se haya corregido a la baja la proyección de crecimiento de China, país que consume aproximadamente el 11% de la demanda diaria mundial. En contraste, la demanda de petróleo y refinados por parte de Japón, derivado de la modificación de su matriz energética luego del terremoto y *tsunami* en 2011, ha sido un factor que ha dado soporte al mercado para evitar una mayor caída en el precio internacional del petróleo.

Por su parte, IHS Cambridge Energy Research Associates (*IHS CERA*) no ha modificado sus proyecciones sobre la demanda mundial de petróleo, por lo que ésta continúa considerando que la región de América del Norte y Europa registrarán una

Gráfica 4

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

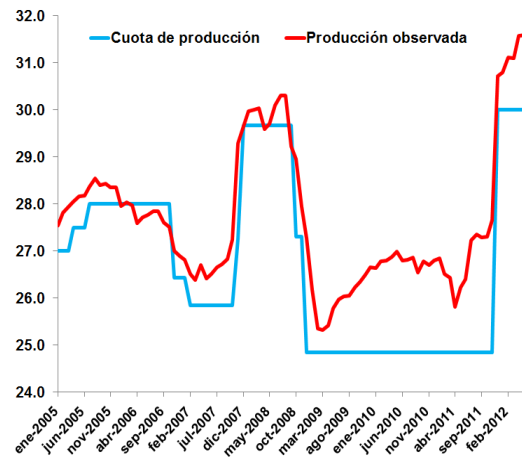


(1) Cotización en la primera posición a futuro en las Bolsas de Mercancías de Nueva York y Londres.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

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



Fuente: Bloomberg.

disminución para lo que resta del año, mientras que la de la República Popular China continuará siendo importante.

Cuadro 1

Demanda Mundial de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)

Región	2011	2012	Variación
América del Norte	23.5	23.4	-0.1
Europa	15.1	14.8	-0.3
Países OECD Asia Pacífico	7.8	7.9	0.1
Países no miembros OECD Asia Pacífico	10.6	10.8	0.2
China	9.5	9.7	0.2
Latinoamérica	6.5	6.6	0.1
Medio Oriente	8.0	8.2	0.2
Euroasia	4.6	4.7	0.1
África	3.4	3.5	0.1
TOTAL	89.0	89.6	0.6

Fuente: IHSCERA

(1) Variación interanual.

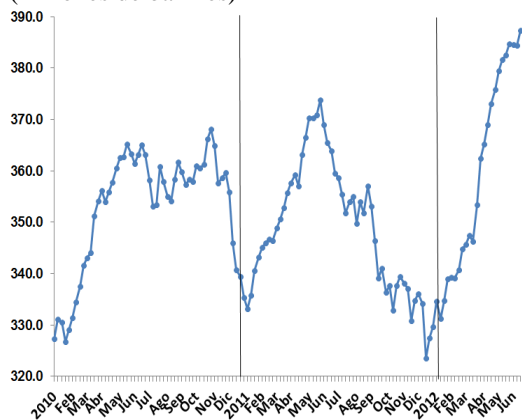
Fuente: IHS Cambridge Energy Research Associates.

Por el lado de la oferta, la producción mundial de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), responsable de aproximadamente el 40.0% del suministro global de crudo, aumentó. Además se incrementó la producción de Libia e Irak, países que habían sido afectados por la violencia interna la cual dañó la infraestructura petrolera. El 15 de junio de 2012, la OPEP informó que mantendría invariable la cuota de producción establecida en diciembre anterior y que se ubica en 30.0 millones de barriles diarios.

En América del Norte, particularmente en Canadá y en los Estados Unidos de América, se ha registrado un incremento, por lo que las importaciones de petróleo de éste último, procedentes de Europa y Oriente Medio se han reducido y sus niveles de inventarios se han incrementado a máximos históricos desde la década de 1990. Dicha situación estaría explicando la existencia una amplia brecha entre las cotizaciones de petróleo de variedad Brent, producida en

Gráfica 6

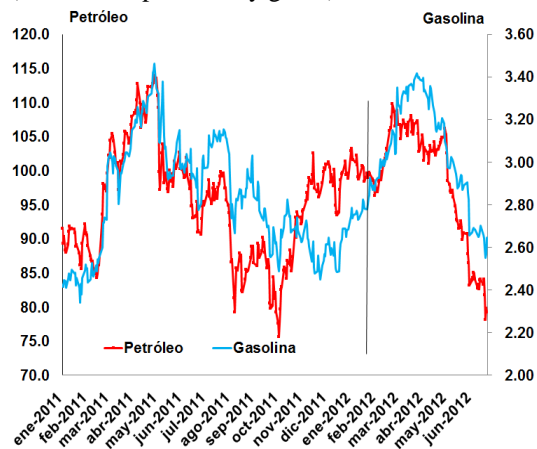
Inventarios de Petróleo en los Estados Unidos de América
(millones de barriles)



Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

Gráfica 7

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York.

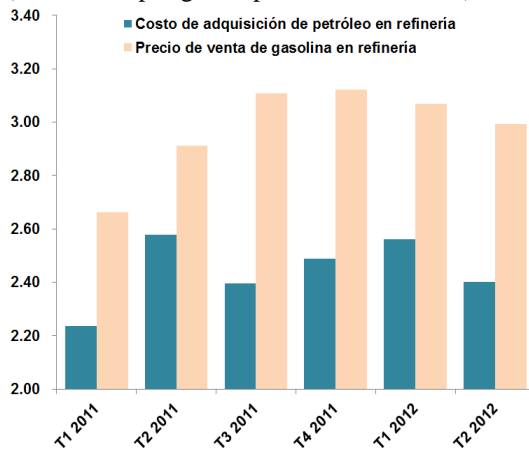
Fuente: Bloomberg.

Europa, y las cotizaciones del petróleo WTI, producido en los Estados Unidos de América. Mientras que, la producción de crudo en el Mar del Norte (Europa) se normalizó luego que, durante el primer trimestre del presente año, registrara una baja importante posterior a los mantenimientos no planificados en las plataformas petroleras. Los problemas políticos internos registrados en Sudán (África) continúan afectando al suministro de petróleo de dicho país, aunque de momento su incidencia no es un factor importante en el mercado petrolero. Rusia (el mayor productor mundial) se encuentra en su mayor nivel de extracción, muy cercano a los niveles de producción históricos de la antigua Unión Soviética.

No obstante, es importante indicar que continúa latente en el mercado de petróleo la implementación de las sanciones impuestas contra Irán por parte de la Unión Europea, luego que dicho país impidiera las inspecciones por parte de la Agencia Internacional de Energía Atómica (AIEA) a su programa nuclear. Como se indicó, la disminución registrada en el precio internacional del petróleo impactó a su vez en el precio de los productos refinados, principalmente en el precio de la gasolina, la cual presentó una reducción en sus cotizaciones desde finales de marzo de 2012. Lo anterior contrarrestó el impacto derivado de los problemas registrados durante el primer trimestre del año que afectaron al mercado de gasolina, lo que derivó en aumentos en el costo de refinamiento debido al mantenimiento no programado de muchas refinerías a nivel mundial, situación sigue vigente. El costo de refinamiento para el segundo trimestre de 2012 observó una reducción respecto del trimestre previo, aunque este no se ha reflejado en el precio de venta de la gasolina de manera significativa. De acuerdo con IHS CERA, en el mediano y largo plazos, el proceso de refinamiento será vital para determinar el precio de los combustibles, derivado que actualmente las inversiones en nuevas refinerías se realizan únicamente en la región asiática, en países como Corea del Sur, los cuales geográficamente son cercanos a las economías emergentes, mientras que en los países industrializados como los Estados Unidos de América y Europa, las inversiones se han estancado ya que las refinerías ubicadas en éstas regiones no son tan eficientes como sus pares asiáticas. Asimismo, indica que la reducción en los precios de los combustibles podría ser temporal, derivado que

Gráfica 8

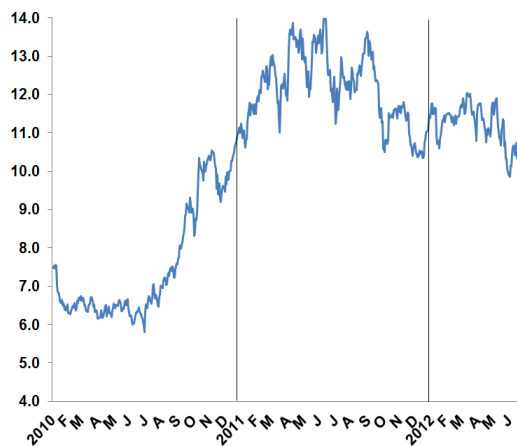
Costo de Adquisición del Petróleo y Precio de Venta de Gasolina en Refinería
(US dólares por galón, promedio trimestral)



Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

Gráfica 9

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago.

Fuente: Bloomberg.

durante el segundo semestre de 2012 se esperaría un aumento en la demanda de gasolina por el inicio del periodo de vacaciones en los Estados Unidos de América y del verano en el hemisferio norte.

b) Maíz

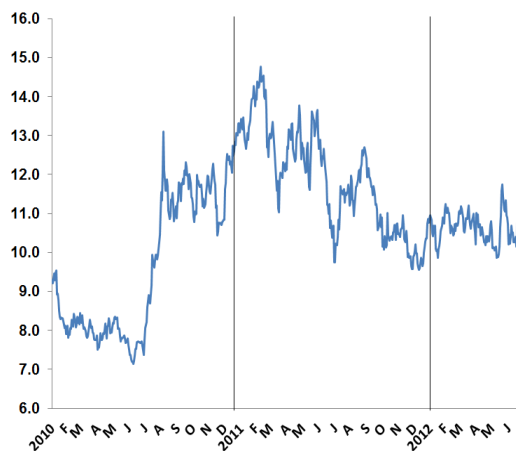
El precio internacional del maíz amarillo en la Bolsa de Chicago registró una moderada reducción en el trimestre de abril a junio de 2012, como resultado de mejores informes en la producción mundial del grano, así como por el efecto que la agudización de la crisis de deuda europea tuvo en los mercados bursátiles y de materias primas. De acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), derivado de los altos precios observados el año previo, las áreas de siembra destinadas al cultivo de maíz se incrementaron, por lo que el volumen de producción e inventarios registraría un aumento. Asimismo, las condiciones climáticas continuarán siendo un factor importante en la evolución de las siembras del grano, ya que en algunas regiones a nivel mundial se están presentando problemas asociados con la sequía.

Con base en las estadísticas del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA por sus siglas en inglés), para la cosecha 2012/2013 el volumen de la producción mundial de maíz amarillo se situaría en 949.9 millones de toneladas, constituyéndose en una cosecha récord y registraría un incremento de 8.8% respecto de la cosecha previa (873.0 millones de toneladas), resultado del aumento en el volumen de producción en Estados Unidos de América (19.7% respecto de la cosecha anterior). Otros importantes productores que también podrían registrar incrementos son: Argentina, la República Popular China, México y Canadá.

La demanda mundial, se situaría en 923.4 millones de toneladas, 6.4% mayor que en la cosecha previa (868.1 millones de toneladas resultado del mayor consumo esperado en la República Popular China (6.9%), la Unión Europea (3.7%) y Brasil (3.7%); sin embargo, dado el nivel de la producción prevista, se estaría observando un superávit por segunda cosecha consecutiva.

Gráfica 10

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago.
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz (1)
(millones de toneladas)

Rubro	2010/2011	2011/2012	2012/2013	Variación	
				2011/2012	2012/2013
Producción	829.1	873.0	949.9	5.3	8.8
Consumo	848.7	868.1	921.0	2.3	6.1
Déficit / Superávit	-19.6	4.9	28.9	-----	-----

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2012.

(1) Variación porcentual.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América.

c) Trigo

El precio internacional del trigo en los contratos a futuro de la Bolsa de Chicago registró un comportamiento variable durante el primer semestre de 2012, observando a finales de junio una importante alza asociada a la expectativa de daños a la producción en Europa y a las sequías que han afectado las siembras en los países de la antigua Unión Soviética, América del Sur y Australia. Dicha expectativa se materializó con la baja en la producción de dicho grano. De acuerdo a la FAO, un factor que influyó fue la sustitución de cultivos, derivado de la reducción en la siembra del trigo destinado a la alimentación de ganado, ante el incremento en la producción de los denominados cereales secundarios, entre los que destaca el maíz amarillo, y que también son utilizados para dicho fin. Con relación al precio promedio en el primer semestre éste no ha presentado alzas significativas debido a que el consumo mundial ha registrado una disminución.

De acuerdo al USDA, el volumen previsto para la producción de la cosecha 2012/2013 se situaría en 672.1 millones de toneladas, inferior en 3.2% respecto de lo observado en la cosecha previa (694.2 millones de toneladas). Respecto de la demanda mundial de trigo, se prevé que ésta se situó en 681.9 millones de toneladas, 2.0% menos respecto de la cosecha anterior. Derivado de ello se esperaba un una reducción en los inventarios mundiales.

Cuadro 3

Producción y Consumo Mundial de Trigo (1)
(millones de toneladas)

Rubro	2010/2011	2011/2012	2012/2013	Variación	
				2011/2012	2012/2013
Producción	651.1	694.2	672.1	6.6	-3.2
Consumo	654.5	695.8	681.9	6.3	-2.0
Déficit / Superávit	-3.4	-1.6	-9.8	-----	-----

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2012.

(1) Variación porcentual.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América.

RECUADRO 3 PETRÓLEO Y DINERO

De acuerdo con el informe de *The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation* (HSBC) de febrero de 2012, existen dos fuentes que podrían estar influyendo en los precios del petróleo: el impacto directo de una actividad especulativa (este impacto es muy limitado) y el *Quantitative Easing* (QE, por sus siglas en inglés), el cual está impulsando el crecimiento de las economías emergentes (EM) lo que ha aumentado la demanda del combustible y, consecuentemente, ha repercutido en el incremento en el precio del petróleo.

A criterio del HSBC, en los últimos años el crecimiento económico de las EM ha sido más alto que en los países avanzados, lo cual ha incidido en que la demanda de petróleo se haya trasladado de los países avanzados hacia estas economías. En efecto, la demanda de combustible en los países de la OECD disminuyó 7.0% entre 2005 y 2010; sin embargo, el consumo global aumentó en 4.0% durante el mismo periodo, impulsado, principalmente, por un aumento en el consumo de los países en desarrollo (20.0%), quienes además ahora representan más del 50% de la demanda mundial de petróleo.

Se indica que este fuerte crecimiento económico de las EM continuará impulsando el precio del petróleo en el mediano plazo; no obstante que, desde la perspectiva macroeconómica, cuando se examina el comportamiento de los precios, lo que interesa es la volatilidad y no los niveles. Adicionalmente, se subraya que la volatilidad observada recientemente ha generado incertidumbre entre los agentes económicos para llevar a cabo sus planes financieros futuros.

Asimismo, el referido ente subraya que lo que más preocupa en la actualidad son las consecuencias sobre el crecimiento y sobre la inflación asociadas con el incremento de los precios del petróleo, en virtud de que el impacto es diferente para los países con economías avanzadas respecto de los países con economías emergentes. Para los países avanzados, la desaceleración económica es fuente de mayor preocupación que los riesgos inflacionarios; mientras que en las EM, la amenaza más alta continúa siendo la inflación.

Ante el cuestionamiento sobre si el aumento en los precios del petróleo es temporal o permanente, el HSBC indica que cuando los choques de precios son consecuencia de una guerra o de desastres naturales, éstos se consideran temporales (choques de oferta). En este caso, sólo es cuestión de tiempo para que la recuperación de la oferta agregada incida en que los precios se ajusten a la baja. En este sentido, se sugiere que la política monetaria se mantenga acomodaticia, tanto en los países avanzados como en las EM.

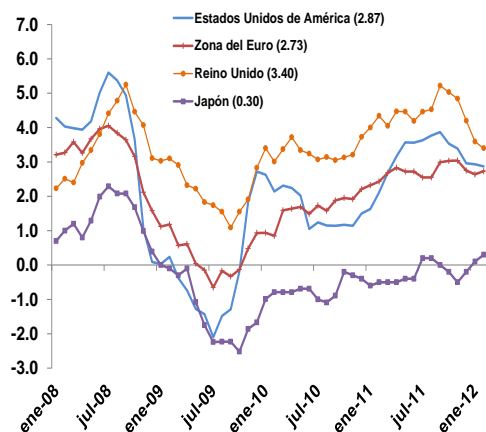
Pero ¿qué sucede cuando el precio del petróleo aumenta como consecuencia de un aumento de la demanda global? y ¿qué sucede cuando la política monetaria impulsa indirectamente esta alza de precios? De acuerdo con el informe, en la actualidad los bancos centrales están encontrando muchas dificultades para responder correctamente a estas preguntas. Por ejemplo, en los países avanzados, las acciones de política están colaborando a que se deteriore el balance entre crecimiento e inflación; además, los bancos centrales de estos países, continuarán enfocándose en el crecimiento económico, lo cual implica continuar con una política monetaria acomodaticia en el mediano plazo, particularmente, en aquellos países en los que la tasa de interés está muy cerca de cero, lo que significará seguir con el *Quantitative Easing*. Consecuentemente, esto se traduce en más dinero hacia las EM.

A criterio del HSBC, la respuesta de política económica debiera ser una combinación de política fiscal expansiva y de política monetaria restrictiva. Considerando el rápido efecto que tienen los combustibles en la inflación, la política monetaria debe ser restrictiva para evitar efectos de segunda vuelta; mientras que la política fiscal podría enfocarse en proporcionar asistencia a los sectores más pobres de la sociedad.

Fuente: "Oil and Money: QE, EM and Monetary Policy" HSBC, Global Research. Febrero de 2012.

Gráfica 11

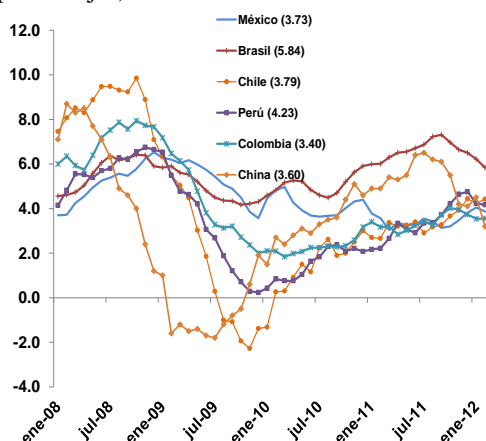
Ritmo Inflacionario Total de Economías Avanzadas (porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de Economías de Mercados Emergentes (porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.

4. Inflación y política monetaria

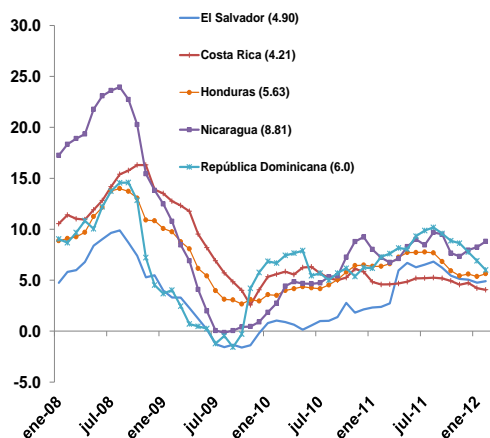
Durante el primer semestre del año las presiones inflacionarias a nivel global han disminuido, en parte por la desaceleración de la actividad económica, lo cual se ha reflejado en una disminución de los precios de la energía, los alimentos y de algunas materias primas, particularmente, el petróleo, que como se indicó subieron en la primera parte del año y luego se redujeron significativamente.

Como se indicó, en ese escenario, los bancos centrales de los países desarrollados mantuvieron una política monetaria expansiva y con tasas de interés en niveles históricamente bajos. En efecto, en Japón, Reino Unido y la Zona del Euro además de tasas bajas se continuó proveyendo liquidez a sus sistemas financieros con el fin de impulsar el crédito local. En los Estados Unidos de América, la Reserva Federal reafirmó intención de mantener la tasa de interés de referencia entre el rango de 0.0% - 0.25% hasta 2014, dado que la economía se ha expandido moderadamente y el crecimiento del empleo se ha desacelerado. En ese sentido, aunque el gasto de los hogares y la inversión fija de las empresas continúan mejorando, la inflación está contenida. Por su parte, en el primer semestre del año, en la mayoría de países emergentes de América Latina las tasas de interés de política, se mantuvieron sin cambios, principalmente, por el relajamiento de las presiones inflacionarias y por la incertidumbre que aún persiste respecto de la crisis de deuda en Europa. En contraste, el Banco Central de Brasil redujo su tasa de política monetaria en 250 puntos básicos debido a que los riesgos de inflación siguen siendo limitados y persiste la fragilidad de la economía mundial, la cual ha contribuido a desacelerar su crecimiento económico. El Banco Central de Chile redujo su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos y el Banco de la Republica de Colombia la incrementó en 50 puntos básicos derivado del aumento en las presiones inflacionarias, como consecuencia de un alto nivel de consumo e inversión por parte del sector privado, propiciado por una expansión en el crédito, particularmente el de consumo.

En China, el Banco Popular de China decidió reducir su tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos luego de haberla

Gráfica 13

Ritmo Inflacionario Total de Economías de Centroamérica y República Dominicana (porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.

mantenido en 6.56% desde 2008, con el propósito de impulsar la demanda interna mediante la flexibilización de las condiciones crediticias, ante el impacto de la reducción en la demanda externa ante la moderación en el crecimiento económico de las principales economías avanzadas y por el aumento en la volatilidad de los mercados financieros; en adición, también redujo los requerimientos de reserva de las instituciones financieras.

En Centroamérica, particularmente en El Salvador y Honduras, la inflación se ha moderado como consecuencia de una reducción en los precios de los alimentos y de los combustibles, lo cual redujo las presiones en los precios del rubro de transporte.

De acuerdo con las últimas revisiones de algunos organismos y agencias de información económica, la moderación en el comportamiento de la inflación en el transcurso del segundo semestre del año permitiría que la inflación converja hacia las metas oficiales de los respectivos países; no obstante, dicho comportamiento podría tener un impacto diferente en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, fundamentalmente, porque se espera una mayor estabilidad en los precios de los alimentos y en el precio internacional del petróleo, así como una menor demanda agregada debido a la ralentización de la actividad económica mundial. Sin embargo, se prevé que choques externos, tales como fenómenos climatológicos extremos o una alta volatilidad en la cotización de las monedas, puedan suponer riesgos al alza en la inflación mundial.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

Existe consenso en la mayoría de organismos internacionales y agencias de información económica acerca de una desaceleración en el desempeño de la economía mundial durante 2012 y de una posible estabilización durante 2013, lo cual es indicativo de que a pesar de la intensificación de la crisis en la Zona del Euro que ocurrió entre mayo y junio, las estimaciones no anticipan una desaceleración abrupta en la actividad económica mundial. Se espera que la crisis de deuda en Europa continúe durante el segundo semestre del año, a pesar de que se han observado medidas más profundas y coordinadas a nivel internacional. Sin embargo, los

pronósticos de crecimiento económico para dicha Zona continúan reflejando una contracción derivado de las políticas de austeridad fiscal adoptadas y por mayores tensiones en los mercados financieros globales, asociadas, por una parte, al retraso en la implementación de medidas concretas para fortalecer el sistema financiero español. Ante este panorama, los riesgos a la baja en el crecimiento global se mantienen, por lo que para finales de 2012 se espera un crecimiento económico mundial de 3.5%, menor al que se observó en 2011 (3.9%), mientras que para 2013 de 4.1%. Las economías emergentes crecerían 5.7% y las avanzadas 1.4%, en 2012.

Los Estados Unidos de América podrían crecer 2.1% en 2012, nivel mayor al registrado el año anterior (1.7%), y para 2013 se espera un aumento a 2.4%. Con relación a la inflación, la Reserva Federal revisó a la baja su estimación, situándola por debajo de 2.0% debido a una menor presión esperada en los precios de los alimentos y de los combustibles. Vale indicar que la Oficina del Presupuesto del Congreso estadounidense indicó recientemente que existe el riesgo de que la economía de los Estados Unidos de América entre en un periodo de recesión en la primera mitad de 2013, de no alcanzarse acuerdos en el Congreso Federal para elevar el nivel de deuda pública y así evitar la entrada en vigencia de un aumento de impuestos en 2013 y recortes del gasto público pactados el pasado año.

Para el caso de la Zona del Euro, el crecimiento económico continuaría siendo débil al ubicarse en 2012 y en 2013 en -0.3% y 0.9%, respectivamente. Asimismo, se espera que los efectos de la austeridad fiscal, los desajustes en los mercados financieros y la disminución de la confianza en general, continúen durante el resto del año, lo cual podría generar una menor actividad industrial, así como una mayor contracción en la demanda interna. Al respecto, el desempeño económico en el corto y mediano plazos de la Zona del Euro estará determinado, principalmente, por el alcance que tengan los acuerdos de estabilización financiera de las instituciones regionales en las expectativas de los agentes económicos, sobre todo en el mercado laboral. Ante ese escenario, se esperan niveles bajos y estables en la inflación de 2.0% para 2012 y de 1.6% para 2013.

Para las economías asiáticas, los recientes pronósticos para Japón y la República Popular de China, indican que en 2012 podrían crecer a una tasa de 2.0% y 8.2%, respectivamente. En el caso de Japón, estará determinado, en parte, por los trabajos de reconstrucción del terremoto y posterior *tsunami*, eventos ocurridos en marzo de 2011. Por otra parte, de acuerdo al comportamiento en la actividad económica observado durante los primeros cuatro meses del año, se espera que el proceso deflacionario, que había caracterizado a esta economía, se revierta en 2012. Para la República Popular China, la desaceleración esperada resulta de una menor demanda externa sobre todo la proveniente de Europa y de una ralentización de la demanda interna, por lo que se situaría en 2012 en 8.2% y 8.8% en 2013. La inflación en China podría moderarse y finalizar el año con un incremento de 3.3%, derivado de una reducción en los precios de los alimentos.

Para América Latina y el Caribe se espera para 2012 una moderación en el crecimiento al situarse en 3.7%, menor a lo observado en 2011 (4.5%). En dicha región, la recesión en la Zona del Euro y un crecimiento más moderado en los Estados Unidos de América, podría impactar negativamente sus exportaciones, aunque la demanda de China por materias primas continuará beneficiando sobre todo a los países exportadores netos de América del Sur. La tasa de inflación en 2012 podría ubicarse en 6.4% y en 5.9% en 2013.

Aunque el escenario descrito confirma la existencia de importantes riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial, a corto y mediano plazos dichas perspectivas siguen siendo positivas y no anticipan una desaceleración abrupta en la actividad económica mundial.

Cuadro 4**Proyecciones de Crecimiento de los Socios Comerciales
(porcentajes)**

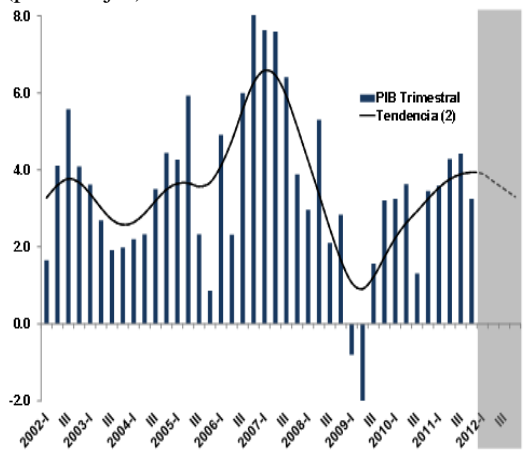
	PIB			INFLACIÓN			DESEMPLEO		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Principales socios									
Estados Unidos	1.7	2.1	2.4	3.1	2.1	1.9	9.0	8.2	7.9
México	4.0	3.6	3.7	3.4	3.9	3.0	5.2	4.8	4.6
El Salvador	1.4	2.0	2.5	3.6	4.5	3.4			
Zona del Euro	1.4	-0.3	0.9	2.7	2.0	1.6	10.1	10.9	10.8
China	9.2	8.2	8.8	5.4	3.3	3.0	4.0	4.0	4.0
Honduras	3.6	3.5	3.5	6.8	5.2	6.4			
Otros socios									
Colombia	5.9	4.7	4.4	3.4	3.5	3.1	10.8	11.0	10.5
Japón	-0.7	2.0	1.7	-0.3	0.0	0.0	4.5	4.5	4.4
Brasil	2.7	3.0	4.1	6.6	5.2	5.0	6.0	6.0	6.5
Chile	5.9	4.3	4.5	3.3	3.8	3.0	7.1	6.6	6.9
Perú	6.9	5.5	6.0	3.4	3.3	2.6	7.5	7.5	7.5
Reino Unido	0.7	0.8	2.0	4.5	2.4	2.0	8.0	8.3	8.2
Economías avanzadas									
América Latina y el Caribe	1.6	1.4	2.0	2.7	1.9	1.7	7.9	7.9	7.8
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.5	3.7	4.1	6.6	6.4	5.9			
Mundial	6.2	5.7	6.0						
Principales socios	3.9	3.5	4.1						
	2.5	2.5	2.9	3.5	2.8	2.5			

Fuentes: Banco de Guatemala, con base en una muestra de bancos de inversión, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, *Consensus Forecasts* y Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

Gráfica 14

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



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

(2) La tendencia fue proyectada utilizando el filtro de *Hodrick-Prescott*.

Fuente: Banco de Guatemala.

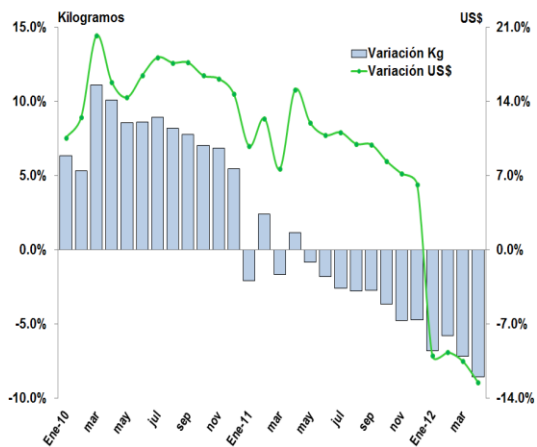
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Con base en los resultados del Producto Interno Bruto Trimestral, en el primer trimestre de 2012 (última información disponible), la actividad económica continuó mostrando una tasa de crecimiento positiva. En efecto, el crecimiento interanual de 3.4%, levemente menor al registrado en el mismo trimestre del año previo (3.6%); fue mayor al esperado por el panel de analistas privados en la encuesta de expectativas económicas de junio (2.9%). El referido crecimiento estuvo asociado, en parte, a un menor ritmo de crecimiento en el gasto público y a una desaceleración de la exportaciones de bienes y servicios, resultado de una menor demanda externa por parte de los principales socios comerciales del país y se mantuvo dinámico por el aumento de las importaciones de bienes y servicios en términos reales, ante un crecimiento en la demanda interna de productos importados para el consumo final.

En ese contexto, el resultado del primer trimestre del año, continúa en línea con las previsiones de crecimiento económico para 2012, las cuales anticipan una moderación en el ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) respecto del año anterior (en un rango entre 2.9% y 3.3%, comparado con el crecimiento de 3.9% registrado en 2011), como resultado, principalmente, de la desaceleración prevista en la actividad económica mundial.

Gráfica 15

Exportación de Textiles (1) (2)
(porcentajes)



(1) Incluye prendas de vestir y artículos de cuero.

(2) Variación interanual acumulada de las exportaciones de productos textiles en kilogramos y en US dólares.

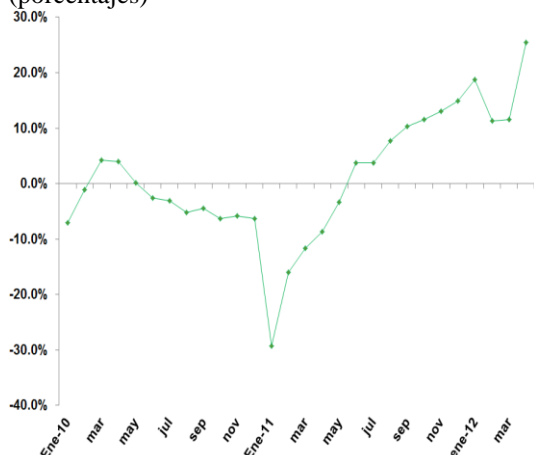
Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

1. Actividad sectorial

El PIB trimestral, medido por el origen de la producción, mostró que las actividades que registraron un menor dinamismo, respecto al primer trimestre de 2011, fueron la industria manufacturera; la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; la explotación de minas y canteras; y la construcción. Entre las actividades que mostraron una mejora en el ritmo de crecimiento destacan: la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; el comercio al por mayor y menor; los

Gráfica 16

Exportación de Productos Tradicionales (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada del volumen.

Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

servicios privados; y el transporte, almacenamiento y comunicaciones. El comportamiento de las actividades anteriores, explicó alrededor del 70% del crecimiento del PIB registrado en el primer trimestre de 2012.

Cuadro 5

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

Actividades Económicas	Ponderación 2011	2010	2011				2012
		IV	I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.2	-1.9	-1.3	4.8	5.5	5.6	4.9
Explotación de Minas y Canteras	0.7	13.2	20.4	14.3	34.3	15.5	-15.4
Industria Manufacturera	18.1	3.1	3.3	4.5	3.2	1.8	1.1
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.6	2.1	3.7	7.4	4.8	7.0	4.3
Construcción	3.0	-6.5	0.6	1.5	1.8	2.1	-4.7
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	4.0	2.6	4.3	4.4	1.3	4.2
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.5	3.4	2.4	2.6	4.7	9.6	6.4
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.3	10.0	11.8	5.5	4.7	5.2	1.8
Alquiler de Vivienda	10.2	2.9	3.1	2.9	2.8	2.7	3.1
Servicios Privados	16.0	4.9	2.6	4.2	4.1	3.4	3.6
Administración Pública y Defensa	7.6	10.4	5.4	7.8	5.6	2.5	6.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	3.6	4.4	4.3	3.3	3.4

(1) Medido por el origen de la producción.

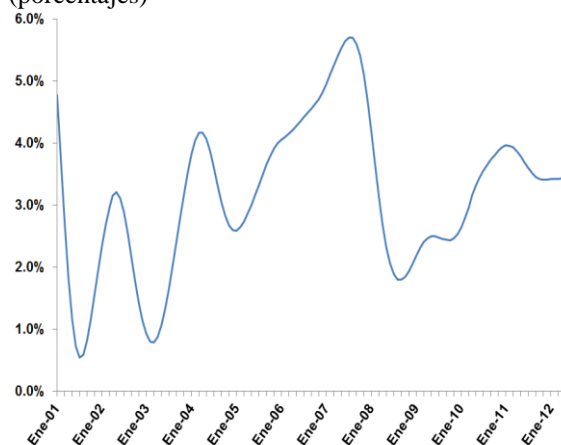
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

Fuente: Banco de Guatemala.

En la evolución de la industria manufacturera influyó la caída registrada en las actividades de fabricación de productos de tabaco; textiles y prendas de vestir; artículos de cuero y calzado; aserrado y productos de madera; así como productos metálicos, maquinaria y equipo. Cabe resaltar que la reducción en la elaboración de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado se ha observado desde el segundo semestre de 2010, comportamiento que se acentuó en los primeros meses de 2012,

Gráfica 17

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



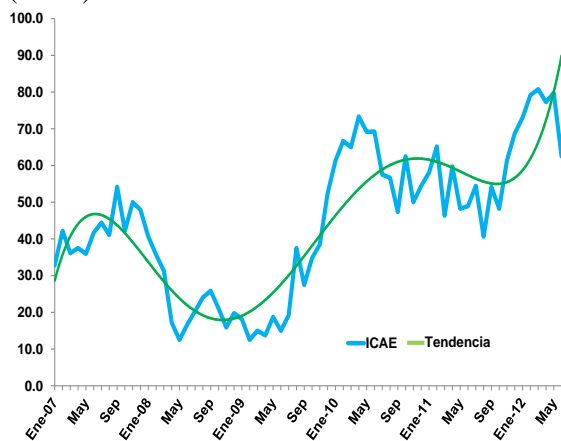
(1) Base 2001 = 100.

(2) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 18

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



Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

asociado a la menor demanda externa, en particular de los Estados Unidos de América. El comportamiento de la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares, se explica por el menor ritmo de crecimiento observado en la actividad de bancos y financieras y por la caída reportada en las primas de seguros de vida y de caución percibidas por las compañías aseguradoras; comportamiento que fue contrarrestado, en parte, por el dinamismo de las actividades auxiliares, dentro de las que se incluyen las operaciones con tarjetas de crédito. En lo que respecta a la explotación de minas y canteras, se observó, una caída, principalmente, en las actividades de extracción de petróleo y de minerales metálicos y en la actividad construcción, su evolución se asocia, a la menor ejecución presupuestaria del gasto de inversión por parte del gobierno central.

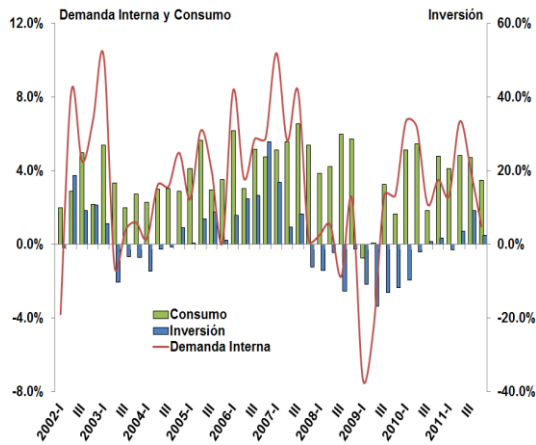
El dinamismo en el crecimiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, se explica por el mayor volumen de producción en los cultivos de café, banano, caña de azúcar y frutas, como consecuencia de la obtención de mejores rendimientos, así como por el incremento en la demanda externa de dichos productos; cabe resaltar, que el banano y cardamomo y algunos productos no tradicionales, registraron un crecimiento importante, éstos últimos influenciados principalmente por la producción de hortalizas y frutas. El crecimiento que mostró el comercio al por mayor y al por menor, refleja el mayor flujo de bienes comercializados en la economía, debido a un crecimiento en el volumen de los bienes producidos por la actividad agropecuaria, situación que también explica el crecimiento que registraron las actividades de transporte por vía terrestre.

El desempeño reciente de la actividad económica se confirma por la evolución que muestra la tendencia ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), la cual venía desacelerándose levemente desde 2011 hasta diciembre de dicho año, cuando se estabilizó y se ha mantenido alrededor del 3.35% hasta mayo de 2012, comportamiento congruente con la desaceleración esperada en el ritmo de actividad económica.

El desempeño descrito de los principales indicadores de la actividad económica se encuentran en línea con la percepción de

Gráfica 19

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

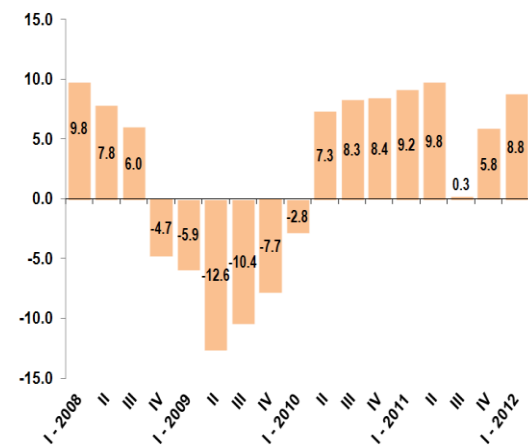


(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 20

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



(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

los analistas privados, quienes esperan una desaceleración en el ritmo de crecimiento para 2012 (3.0%). En adición, las expectativas por parte de los agentes económicos sobre el desenvolvimiento de la actividad económica han sido positivas a partir de noviembre de 2011 y continúan siendo favorables. No obstante, como lo evidencia el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), la confianza de los agentes económicos se ha moderado, ya que se ubicó en 62.50% a junio luego de haberse situado arriba de 80% en marzo del presente año.

2. Demanda agregada

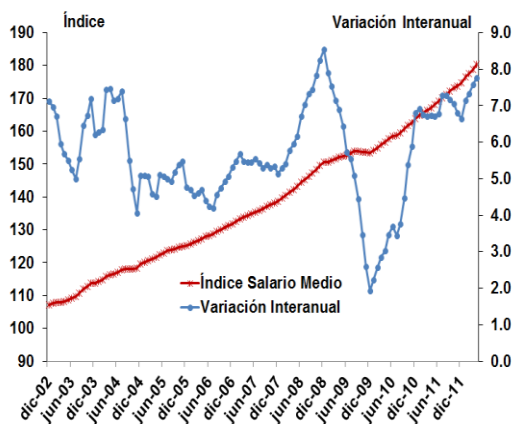
El gasto de consumo privado (principal componente de la demanda interna) mostró un tasa de crecimiento de 5.1%, la cual fue más dinámica que la observada en el primer trimestre de 2011 (4.0%). Este mayor impulso en el consumo privado se asocia, principalmente, al crecimiento observado en el volumen de las importaciones de bienes de consumo semi-duraderos y se explica, en parte, por el crecimiento en el ingreso de divisas por remesas familiares, el cual en marzo registró un aumento de 8.8%. Otro elemento que incidió en dicho comportamiento fue el ritmo de crecimiento de los salarios medios de los afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS), registrados en los primeros meses de 2012.

En cuanto al gasto de consumo del gobierno central, éste registró en el primer trimestre de 2012 una variación de 3.9%, menor a la observada en el primer trimestre de 2011 (4.8%), lo cual se explica fundamentalmente por la caída en la compra de bienes y servicios por parte del gobierno central, como consecuencia de la menor ejecución presupuestaria en los primeros meses de 2012.

En el caso de la inversión, ésta registró un crecimiento de 1.2% en el primer trimestre de 2012, situación que contrasta con la caída que registró en igual periodo del año previo (-1.3%); no obstante, al comparar este resultado con los trimestres previos, se observa una moderación reflejo de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de capital,

Gráfica 21

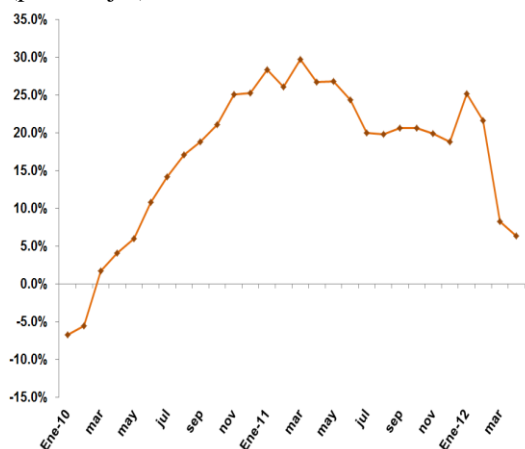
Salario Medio de los Afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (1) (2) (índice y porcentajes)



(1) Índice: Diciembre 2001 = 100.
(2) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala e IGSS.

Gráfica 22

Importación de Bienes de Capital (1) (porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada de las importaciones (CIF) de bienes de capital total, en US dólares.
Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

principalmente de maquinaria y equipo destinada para la actividad agrícola.

Cuadro 6

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

Destino del Gasto	Ponderación 2011	2010	2011				2012
		IV	I	II	III	IV	I
Demanda Interna		3.4	2.7	7.1	4.8	1.8	5.3
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	85.1	4.5	4.0	3.9	4.5	3.0	5.1
Gasto de Gobierno Central	10.9	6.7	4.8	8.9	2.5	3.1	3.9
Formación Bruta de Capital Fijo	14.3	1.7	-1.3	3.6	13.2	6.8	1.2
Exportaciones de bienes y servicios	25.8	1.1	4.1	5.6	9.6	2.3	2.6
(-) Importaciones de bienes y servicios	-35.8	7.3	3.6	7.8	11.0	-1.1	8.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	3.6	4.4	4.3	3.3	3.4

(1) Medido por el destino del gasto.
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.
(3) ISFLSH: Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares.
Fuente: Banco de Guatemala.

Con relación al comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios, éstas mostraron en el primer trimestre de 2012 un crecimiento de 2.6%, inferior al registrado en el mismo periodo del año previo (4.1%). Dicho comportamiento es explicado por un menor dinamismo en exportaciones de productos como café, azúcar; así como por la caída de las exportaciones de tejidos, prendas de vestir y minerales metálicos.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios, mostraron una variación de 8.2%, superior al registrado en el primer trimestre de 2011 (3.6%), comportamiento que se asocia al mayor dinamismo en la demanda interna por productos importados, como combustibles, lubricantes y otros bienes para consumo final.

B. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2012

1. Evolución reciente de la inflación

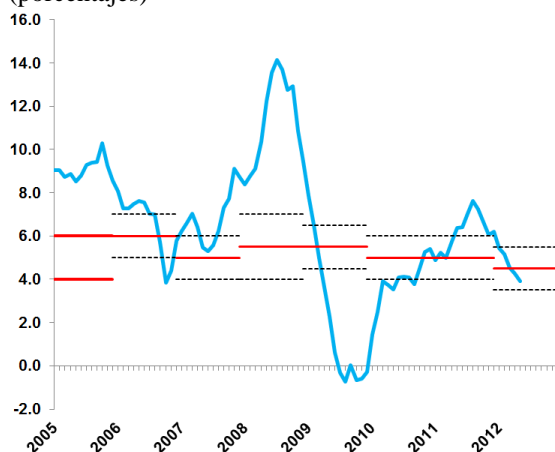
A junio del presente año, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 3.47%, ligeramente por debajo del valor puntual de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para el presente año (4.5% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento de la inflación continuó determinado principalmente por la evolución de las divisiones de gasto de *alimentos y bebidas no alcohólicas*; y *transporte*. Además, otras divisiones de gasto relacionadas a los alimentos y combustibles también incidieron en la inflación total, siendo estas la división de gasto de *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *restaurantes y hoteles*.

La división de gasto de *alimentos y bebidas no alcohólicas* registró en agosto de 2011 su variación interanual máxima de los últimos dos años (15.68%), a partir de septiembre de ese año comenzó a evidenciar una desaceleración hasta junio del presente año y aunque se sitúa en 6.69%, dicha variación supera significativamente a la inflación total. El principal rubro que explica el alza y la posterior reducción de ésta división lo constituye el grupo de gasto de pan y cereales, el cual a su vez fue afectado por la evolución en el precio medio del pan, el maíz blanco y los productos de tortillería. Asimismo, el grupo de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, desde diciembre de 2011 muestra una significativa participación siendo más evidente en el segundo trimestre de 2012 como resultado del incremento en el precio medio del tomate, la cebolla y la papa. Por su parte, a partir de marzo del presente año el grupo de gasto carnes muestra una participación importante en la inflación de la división de alimentos.

El alza en el precio medio del pan se asocia principalmente al incremento en sus costos de producción, particularmente de la harina de trigo⁷.

Gráfica 23

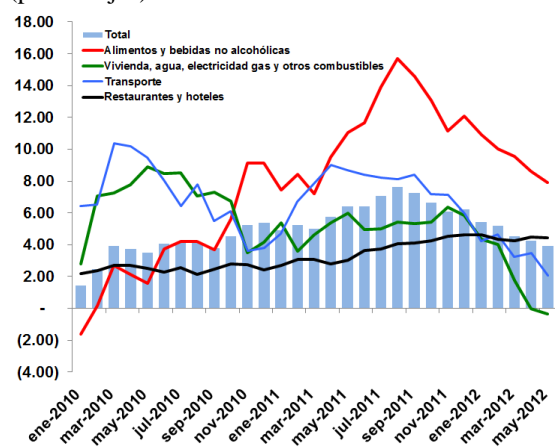
Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 24

Ritmo Inflacionario Total y por División de Gasto (1)
(porcentajes)

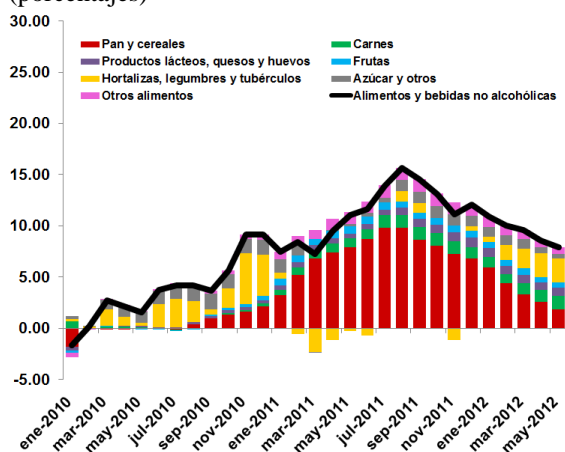


(1) Variación interanual.
Fuente: INE.

⁷ Para la producción de pan en Guatemala se importa trigo principalmente en grano, el cual es procesado en el país para la producción de harina de trigo. Según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación, el precio promedio de la harina de trigo para el primer semestre de 2012 se situó en Q296.57 por quintal, mientras que para el mismo periodo de 2011 se ubicó en Q286.04 por quintal.

Gráfica 25

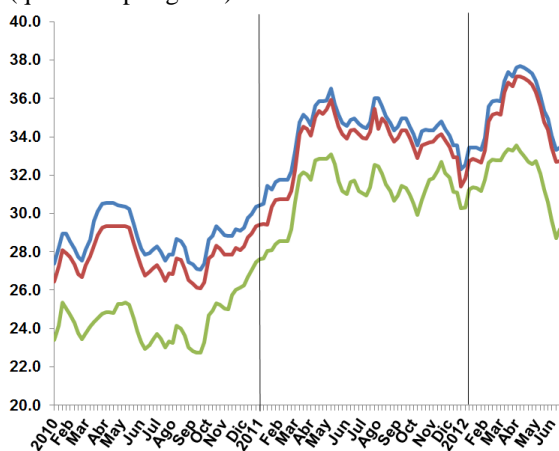
División de Gasto Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual e impactos por grupo de gasto.
Fuente: Cálculos propios con información del INE.

Gráfica 26

Precios de los combustibles en el área metropolitana de Guatemala
(quetzales por galón)



Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

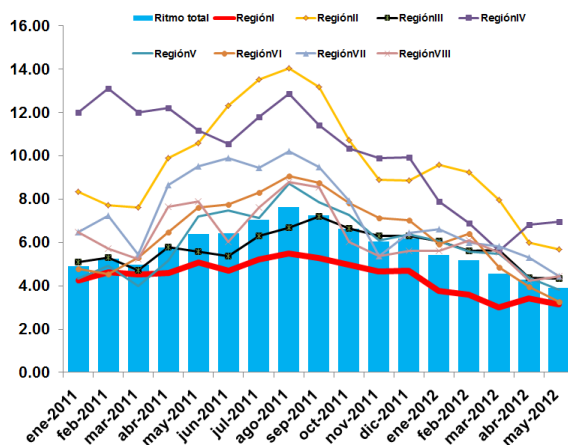
En lo referente al precio del maíz blanco, luego de registrar importantes alzas en el trimestre previo, comenzó a desacelerarse en el segundo trimestre, explicado en parte por el adecuado abastecimiento del grano en el mercado local. En lo referente a los productos de tortillería, las reducciones observadas en el precio del maíz blanco en meses previos, el gas propano y la leña han permitido que este producto presente también una disminución en su precio medio.

En lo que respecta a las carnes, el alza de dicho grupo de gasto se explica principalmente por el incremento observado en el precio medio de la carne de pollo y de la carne de res, este último observado a principios de año a nivel de productores y que se amplió a nivel de intermediarios. Se infiere que el alza en el precio de la carne de res provocó un efecto sustitución, dado que se incrementó la demanda de la carne de pollo, lo que explicaría el alza observada en el precio de la misma.

En la división de gasto *transporte*, el principal rubro que explica su comportamiento es el grupo de gasto de combustibles y lubricantes, particularmente por la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, los cuales durante el segundo trimestre del presente año registraron importantes reducciones acorde a lo observado en el mercado internacional, luego de que en el primer trimestre del presente año se observaran máximos históricos, particularmente en el precio de la gasolina superior y regular. Vale indicar que el alza en los combustibles estaría afectando no sólo la división de gasto transporte, sino también a otras divisiones, principalmente alimentos y bebidas no alcohólicas. En la división de gasto de *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, los principales rubros que explican el comportamiento de dicha división de gasto lo constituyen los grupos de gasto de la electricidad, el gas, los otros combustibles de uso doméstico, integrado por los gastos básicos carbón y leña, y el alquiler de vivienda. Durante el segundo trimestre de 2012, la tarifa del servicio de energía eléctrica registró un incremento, asociado al alza en los costos de generación del servicio. Por su parte, la reducción observada en el precio medio del gas propano en febrero y marzo anterior,

Gráfica 27

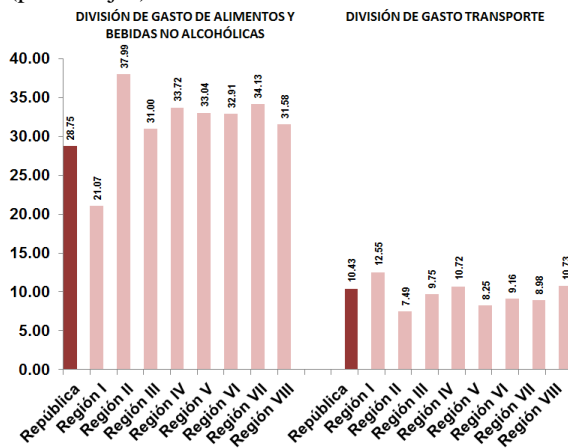
Ritmo Inflacionario Total y por Regiones (porcentajes)



Fuente: INE.

Gráfica 28

Ponderaciones por División de Gasto y Región (porcentajes)



Fuente: INE.

provocó que la variación interanual de la división de gasto registrara tasas negativas en abril y mayo, este comportamiento poco usual habría sido influenciado por la reducción en el precio internacional del gas natural⁸.

Por otra parte, a junio de 2012, el comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁹ presenta, en algunos casos, niveles superiores a la inflación a nivel república. Destacan la Región II (Norte) y la Región IV (Suroriente) las cuales presentan niveles consistentemente superiores a lo observado en otras regiones del país, lo cual se explica, en parte, por el hecho de que a nivel de divisiones de gasto, éstas presentan ponderaciones diferentes en rubros como los alimentos y los combustibles, por lo cual las variaciones en los precios de los diferentes gastos básicos tienen un impacto distinto.

En el comportamiento de otras medidas de inflación, destaca la inflación subyacente, la cual a junio 2012 presentó una variación interanual de 3.72%, mostrando un ligero incremento respecto de la variación observada el mes previo, pero que en términos de tendencia continúa a la baja y es congruente con lo observado en la inflación total. En lo que respecta a la inflación importada¹⁰, ésta presenta una tendencia a la baja desde julio del año anterior, influida por la disminución en la inflación importada directa y por la reducción en el componente indirecto, que a junio del presente año presenta un valor negativo y su tendencia a la baja se atribuye a menores presiones, en términos interanuales, en los precios internacionales de los combustibles, del maíz y del trigo. Otra medición para el análisis de la inflación es la que se refiere a la de los bienes y servicios transables y no

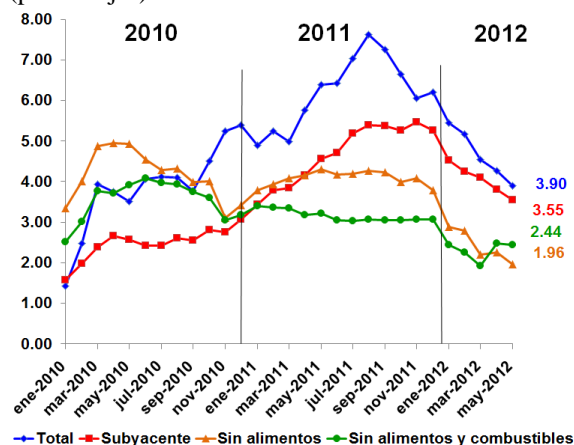
⁸ La baja en el precio internacional del gas propano obedece a que la mayor parte de su producción a nivel mundial proviene de la extracción de gas natural; por lo que, desde el segundo semestre de 2011 el precio internacional del gas natural registró una tendencia a la baja que se mantuvo hasta finales de abril de 2012. A partir de mayo y hasta la fecha se registra un incremento en el referido precio internacional.

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

¹⁰ La inflación importada directa es aquella que afecta al proceso productivo del país por la variación del precio internacional del petróleo. La inflación importada indirecta es aquella que se genera por el efecto de la inflación de los países socios; el efecto del precio internacional del petróleo en el servicio de electricidad, en el precio de la gasolina y en el precio del diésel en el mercado local; el efecto del tipo de cambio nominal y el efecto del precio internacional del maíz y del trigo.

Gráfica 29

Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



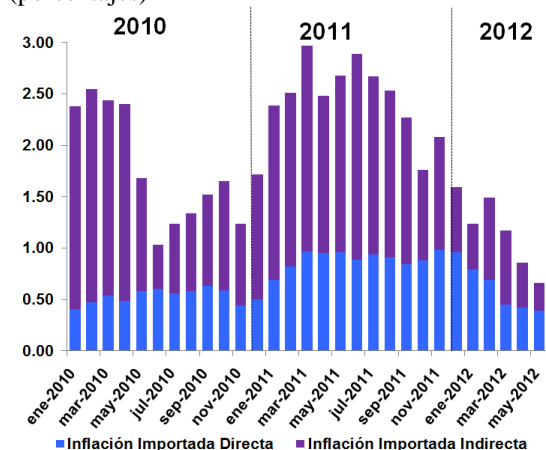
(1) Total, Subyacente, Sin alimentos y Sin alimentos y combustibles.

Fuente: INE y Banco de Guatemala.

transables¹¹, dado que éstos últimos, en teoría, no se ven afectados por choques de oferta externos, por lo que su comportamiento refleja, en alguna medida, las presiones inflacionarias que se generan por el lado de la demanda interna; en tanto que, los primeros reflejan básicamente los cambios en precios relativos, derivados de los citados choques de oferta. En ese sentido, durante el año previo, la inflación de no transables mostró un comportamiento estable y en los primeros tres meses del presente año, ha evidenciado una reducción; sin embargo, en abril presentó un incremento importante, asociado al alza en el precio medio de los servicios de transporte aéreo y los servicios de viajes todo incluido tanto dentro como fuera del país, mientras que en mayo y junio presenta nuevamente una disminución.

Gráfica 30

Composición de la Inflación Importada (1)
(porcentajes)



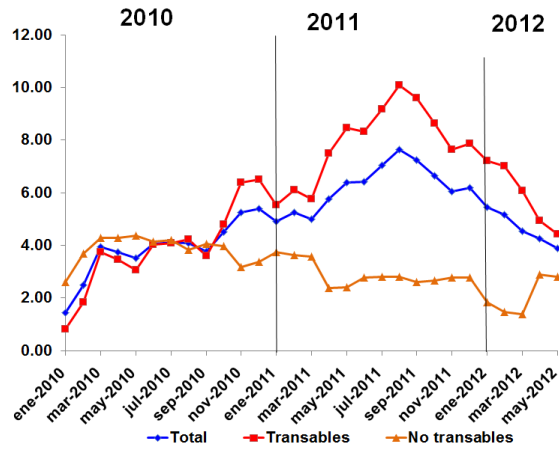
(1) Variación interanual.

Fuente: INE y Banco de Guatemala.

¹¹ Para el cálculo de la inflación de bienes y servicios no transables el Banco de Guatemala utiliza dos consideraciones: i) bienes y servicios sin posibilidades de importaciones o exportaciones netas, la oferta y la demanda locales tienden a equilibrarse; ii) bienes y servicios sin intercambio internacional, una caída en la demanda interna no puede compensarse con un incremento en las exportaciones netas y los precios internos pueden ser distintos de los precios externos sin que esto provoque un desplazamiento de la demanda internacional. En ese sentido, de la canasta del Índice de Precios al Consumidor se excluyen 69 bienes y servicios que se consideran como no transables (32.8% del IPC), por lo que el resto de bienes y servicios de dicha canasta se consideran como transables (67.2%).

Gráfica 31

Inflación Total, de Transables y de No Transables
(1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual.

Fuente: INE y Banco de Guatemala.

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

a) Pronósticos de corto plazo¹²

Como se previó desde finales del año anterior, la inflación continuó observando un descenso en su trayectoria; no obstante, el comportamiento de algunos rubros de la canasta del IPC hizo que las reducciones fueran mayores que las esperadas razón por la cual, los pronósticos de corto plazo para la inflación total y la inflación subyacente fueron revisados a la baja para diciembre de 2012, al ubicarse en 4.38% y en 3.92%, respectivamente (5.23% y 4.56%, respectivamente, en la estimación realizada el trimestre previo).

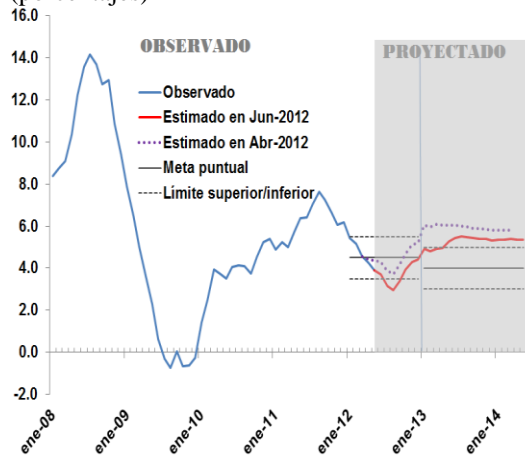
Se prevé que la trayectoria descendente de la inflación continuaría en el presente trimestre para luego comenzar a revertirse en septiembre, pero tanto la inflación total como la subyacente se ubicarían dentro de los márgenes establecidos por la autoridad monetaria para la meta de inflación de 2012; para 2013 los pronósticos de la inflación total apuntan a que podría ubicarse por arriba del límite superior de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). Las gráficas 35 y 36 muestran esta trayectoria de los pronósticos de corto plazo, la cual supone un escenario pasivo, es decir, sin medidas de política monetaria. La trayectoria inflacionaria más baja que la considerada en la estimación previa, obedece tanto a factores internos como externos.

Entre los factores externos, se considera una menor presión inflacionaria por el lado de la demanda externa como resultado del resurgimiento de temores de una desaceleración económica mundial y, por ende, en los volúmenes de comercio mundial. Adicionalmente, se estima un menor impacto proveniente del precio internacional del petróleo, maíz y trigo, derivado de las reducciones de precios que se han observado durante el segundo trimestre del presente año, en comparación al trimestre previo. Para el caso del maíz y trigo, estos efectos en las proyecciones son más que compensados por las presiones a la baja mencionadas anteriormente.

Gráfica 32

Ritmo Inflacionario Total

(porcentajes)

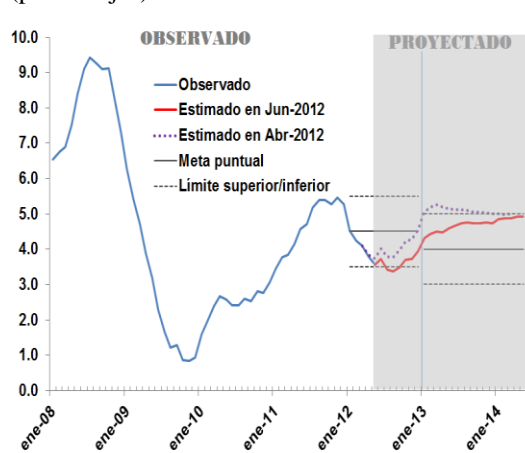


Fuente: INE y Banco de Guatemala.

Gráfica 33

Ritmo Inflacionario Subyacente

(porcentajes)

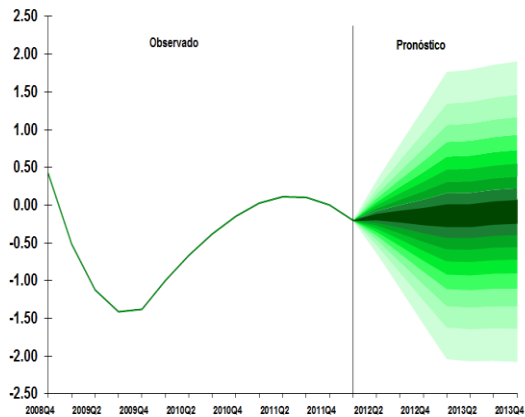


Fuente: INE y Banco de Guatemala.

¹² Constituyen un escenario pasivo que no incorporan medidas futuras de política monetaria.

Gráfica 34

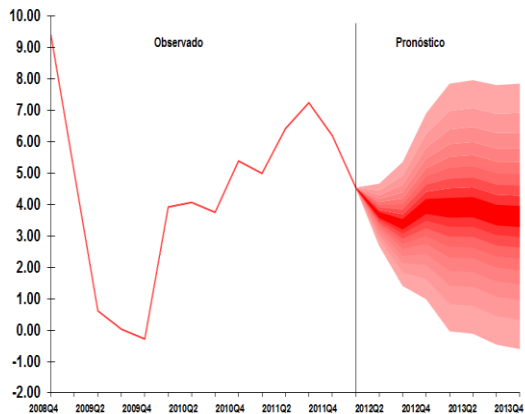
Brecha del Producto como Proporción del Producto Potencial (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 35

Pronóstico de la Tasa Interanual de Inflación (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Entre los factores internos, se puede mencionar una incidencia proveniente de la división de alimentos, tomando en cuenta las condiciones más favorables en el precio internacional de materias primas, la adecuada producción interna de hortalizas y legumbres y el efecto que esto conlleva en los bienes que integran dicha división. Adicionalmente, se espera un leve incremento en los precios internos de combustibles, aunque se estabilizarían en los siguientes meses, por lo que la presión al alza que pueda ejercer es mínima.

b) Pronósticos de mediano plazo

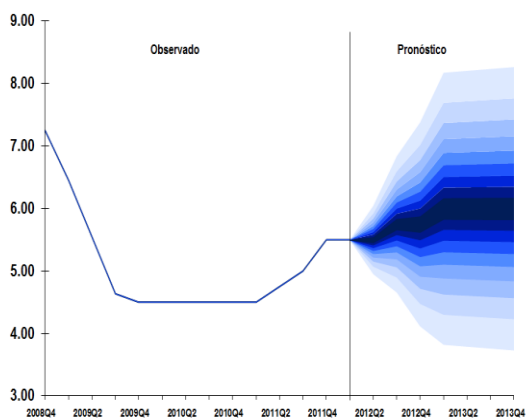
El Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) del Banco de Guatemala genera los pronósticos de mediano plazo, asumiendo un escenario activo, es decir, que incorpora medidas futuras de política monetaria.

De manera consistente, el corrimiento del MMS en junio contempla que el contexto macroeconómico externo se ha debilitado, lo que ha propiciado el aumento en la probabilidad de volver a registrar un nuevo episodio de desaceleración económica mundial; aunque hasta el momento los efectos de las turbulencias que han afectado la actividad económica mundial han sido limitados sobre la actividad económica nacional, las proyecciones generadas por el escenario base del MMS indican que la brecha del producto continuaría ubicándose en valores muy cercanos a cero durante el horizonte de pronóstico (gráfica 34).

Asociado a este escenario, se espera que las presiones inflacionarias a nivel mundial sean acotadas durante 2012, como consecuencia de un dinamismo económico más débil que el del año anterior y, principalmente, porque se estima que, en el escenario base, los precios de las materias primas permanecerán en niveles por debajo de los valores máximos que registraron durante la segunda mitad de 2011; particularmente, los precios internacionales del petróleo y sus derivados estarían condicionados al desenvolvimiento de las tensiones geopolíticas de Oriente Medio y al desempeño económico de los mercados emergentes, principalmente de la República Popular de China. De este modo, los pronósticos de inflación generados por el

Gráfica 36

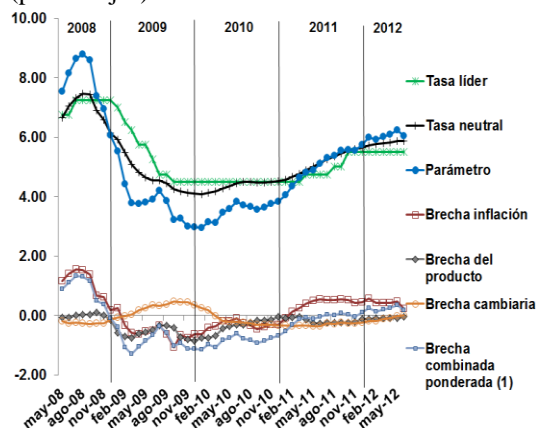
Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 37

Tasas de Interés Líder, Neutral, Parámetro y Brechas (1) (porcentajes)



(1) La brecha combinada ponderada se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.
Fuente: Banco de Guatemala.

corrimiento del MMS en junio indican una reducción para finales de 2012 y un aumento para finales de 2013, en comparación con los pronósticos generados el trimestre previo. El pronóstico de inflación pasaría de 4.39% a 3.96% para finales de 2012 y de 3.40% a 3.63% para finales de 2013, ubicándose en ambos años dentro del rango establecido como meta por la Junta Monetaria (4.5% +/- 1 punto porcentual para 2012 y 4.0% +/- 1 punto porcentual para 2013), como lo muestra la gráfica 38. No obstante, estos pronósticos de inflación están condicionados a una política activa por parte de la autoridad monetaria, para lo cual, los pronósticos del MMS sugieren alzas graduales para la tasa de interés de política monetaria hasta ubicarla en 6.00% en el primer trimestre de 2013 (gráfica 36).

e) Expectativas de Inflación

Las expectativas de inflación (gráfica 38) se han reducido en comparación con las del trimestre anterior y en el último mes, la expectativa para diciembre de 2012 se ubicó por primera vez dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación; en tanto que, para diciembre de 2013 aún se ubica fuera de dicho margen, pero cercano al límite superior. En efecto, de acuerdo a la encuesta realizada en junio, la expectativa de inflación para diciembre de 2012 es de 5.38% (6.09% en la encuesta realizada en marzo) y para diciembre de 2013 es de 5.34% (5.91% en la encuesta realizada en marzo). Entre los factores que han incidido en la reducción de las expectativas de inflación del panel de analistas, se pueden mencionar una menor incidencia del precio internacional del petróleo, materias primas y combustibles, dados los acontecimientos recientes a nivel internacional.

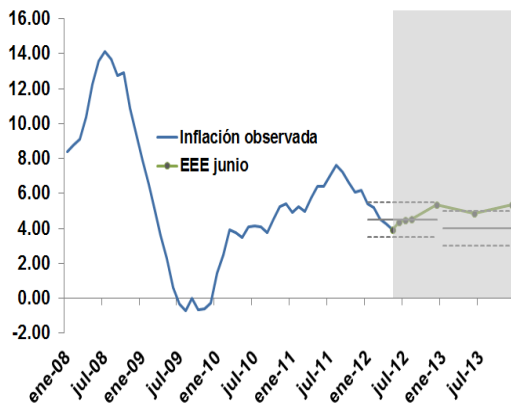
3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

En una estrategia de política monetaria basada en un esquema de metas explícitas de inflación no existen objetivos cuantitativos para los principales agregados monetarios y de crédito; no obstante, los mismos siguen siendo de interés para el

Gráfica 38

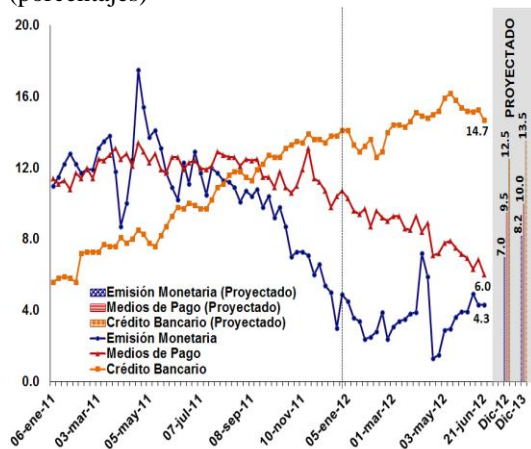
Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, junio de 2012.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 39

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



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

banco central porque contienen información sobre la trayectoria futura de la inflación. En ese sentido, reviste especial interés el análisis de la emisión monetaria, ya que la misma, al ser el pasivo monetario por excelencia del banco central y componente fundamental del dinero primario, facilita la comprensión de los principales factores de expansión y contracción monetaria. Al respecto, se observa que la misma registró un ritmo decreciente desde el segundo trimestre de 2011 y continuó hasta finales de junio de 2012. Dicho comportamiento está asociado, por el lado de la demanda, a la disminución del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, el cual, aunque con cierto comportamiento cíclico, ha registrado durante los últimos diez años una moderada, tendencia a la baja (consecuencia, en buena medida, de innovaciones implementadas por el sistema financiero local). Por el lado de la oferta, históricamente ha existido la denominada monetización de origen externo que consiste en la sustitución por parte del banco central de moneda extranjera que ingresa al país, particularmente vía deuda externa, por moneda local, efecto que es moderado por otros factores desmonetizantes¹³ y cuyo resultado neto es la variación efectiva de la emisión monetaria.

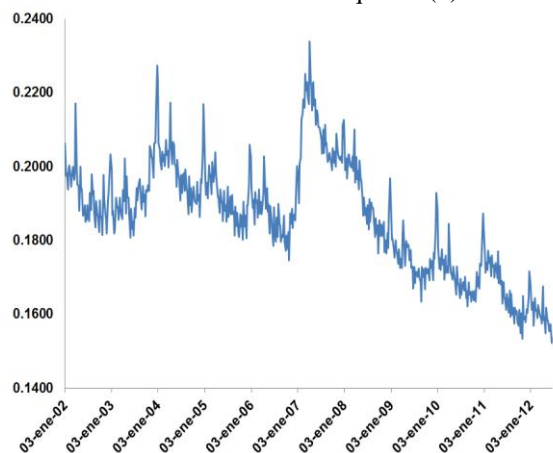
Desde el segundo trimestre de 2012 la emisión monetaria ha registrado una moderada pero persistente tendencia hacia el alza¹⁴, la cual es consistente con las estimaciones econométricas para dicha variable, según las cuales se prevé que en 2012 y en 2013 la referida variable registre variaciones interanuales de 7.0% y 8.2%, respectivamente, consistentes, entre otros factores, con el crecimiento económico previsto y con la inflación de largo plazo. Cabe indicar que aunque el coeficiente de preferencia de liquidez continúa con una tendencia hacia la baja, se espera que la emisión monetaria continúe creciendo, impulsada particularmente por el incremento previsto en el gasto público durante el segundo semestre de 2012.

¹³ Incremento de los depósitos del sector público en el Banco de Guatemala, incremento de las operaciones de estabilización monetaria del Banco de Guatemala, incremento en el encaje bancario, entre otros.

¹⁴ Con excepción de la última semana de junio en que el ritmo registró una considerable disminución, pero la misma obedece a un inusual incremento de la emisión monetaria en el mismo periodo del año anterior. Se prevé que la referida distorsión es temporal y se estaría corrigiendo en la primera quincena de julio.

Gráfica 40

Coefficiente de Preferencia de Liquidez (1)

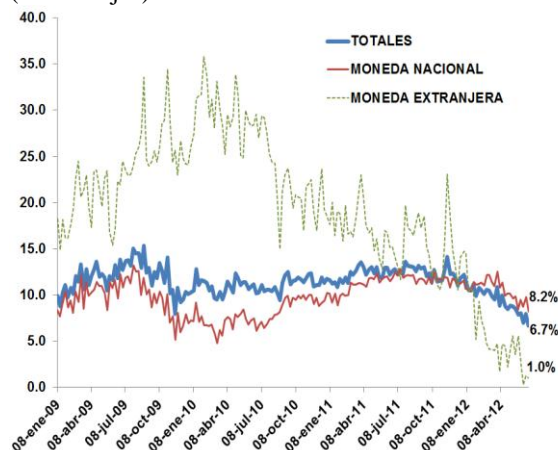


(1) Corresponde al ratio del numerario en circulación y los depósitos totales y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 41

Captaciones Bancarias (1)
(Porcentajes)



(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Al igual que la emisión monetaria, los medios de pago registran una desaceleración en su ritmo de crecimiento, asociado principalmente, al menor dinamismo de las captaciones en moneda extranjera, las cuales representan alrededor de una quinta parte del total. Por su parte, las captaciones en moneda nacional son más estables y durante 2012 han registrado una moderada tendencia a la baja. Cabe indicar que el multiplicador de los medios de pago ha registrado un comportamiento al alza en los últimos dos años, razón por la cual el crecimiento de las captaciones ha sido mayor al de la emisión monetaria, con lo cual el efecto de una menor creación primaria de dinero sobre la oferta monetaria total, se ha moderado parcialmente. Las estimaciones econométricas de los medios de pago, prevén que al finalizar 2012 alcancen un crecimiento interanual de alrededor de 9.5% y de 10.0% para diciembre de 2013.

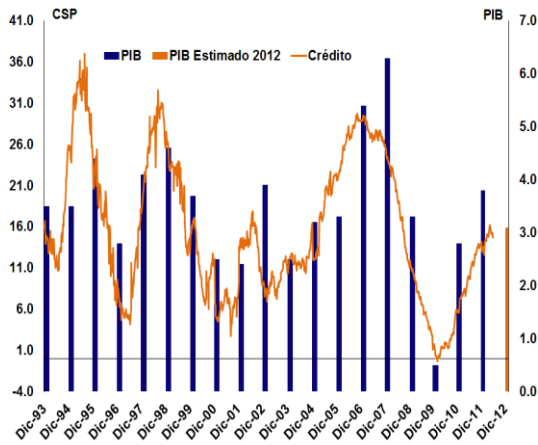
Por su parte, el crédito bancario al sector privado mantiene un ritmo de crecimiento dinámico, aunque, tal como se tenía previsto, en mayo registró un punto de inflexión y se esperaba que al finalizar 2012 se sitúe en alrededor de 12.5%, consistente con el comportamiento estimado del producto interno bruto y de la inflación¹⁵. Al finalizar el primer semestre de 2012, el crédito bancario al sector privado total registró un crecimiento interanual de 15.1%. Para 2013, dadas las mejores previsiones de crecimiento económico, se espera que el crédito al sector privado registre un crecimiento de 13.5%.

Al analizar el crédito bancario al sector privado por monedas, se observa que la recuperación luego de la crisis financiera internacional fue impulsada, principalmente, por el crédito en moneda extranjera, el cual a su vez fue financiado con flujos de capital privado proveniente de líneas de crédito del exterior. No obstante, durante el primer semestre de 2012, el crédito en moneda extranjera ha registrado una ligera tendencia a la desaceleración. Dicho comportamiento está asociado, por una parte, al menor dinamismo de las captaciones bancarias en moneda extranjera, las cuales a junio registraban una leve

¹⁵ Ejercicios empíricos de correlación dinámica parecen indicar que el crédito bancario al sector privado reacciona ante cambios del PIB con un rezago de entre 2 y 5 trimestres.

Gráfica 42

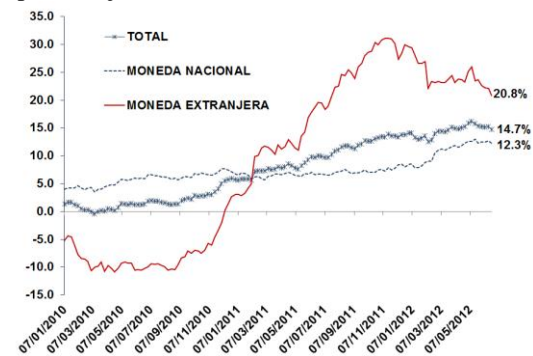
Crédito Bancario al Sector Privado (CSP) y Producto Interno Bruto (PIB) (1) (porcentajes)



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 43

Crédito Bancario al Sector Privado (1) (porcentajes)



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

disminución y, por la otra, al moderado incremento de las líneas de crédito del exterior. En ese sentido, el comportamiento del crédito en moneda extranjera podría estar asociado a una reducción de los recursos prestables (captaciones y líneas de crédito del exterior), a una actitud más cautelosa para la concesión de préstamos en moneda extranjera derivada de la incertidumbre prevaeciente en los mercados financieros internacionales, a los menores márgenes de expansión crediticia que podrían sustentarse con la reducción observada, en 2012 respecto de 2011, de los márgenes de adecuación de capital existentes en tres de los cuatro bancos que concentran más del 80.0% del crédito en moneda extranjera. No obstante, en términos interanuales, el crédito en moneda extranjera continúa registrando crecimientos superiores a 20.0%. Cabe indicar que en los últimos 12 meses, del total del incremento en el crédito bancario al sector privado en moneda extranjera, alrededor de 46.0% fue destinado a la industria manufacturera y alrededor de 20.0% a comercio. El crédito en moneda nacional en cambio, durante el primer semestre de 2012 comenzó a evidenciar un mayor dinamismo, particularmente el crédito destinado al consumo.

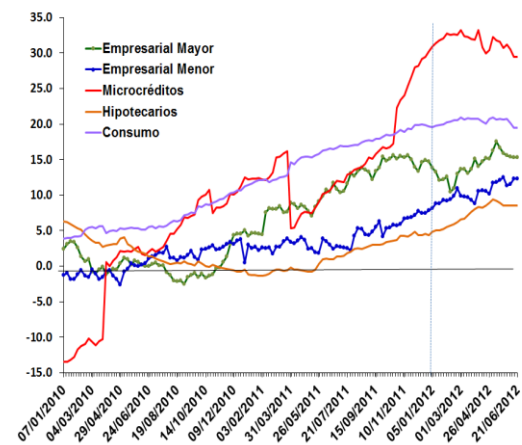
Al analizar el comportamiento de la cartera crediticia por tipo de deudor, se puede apreciar que en lo que va del año, el crédito destinado a empresariales menores ha mantenido un ritmo de crecimiento positivo; tanto el crédito hipotecario como el destinado a empresariales mayores (componente con el mayor peso relativo en la cartera crediticia) evidencian una pendiente positiva hasta abril que comenzó a moderarse en los últimos meses del semestre. Por su parte el crédito al consumo y microcréditos, son los que registran las mayores tasas de crecimiento.

b) Tasas de interés

Es fundamental distinguir entre las tasas de interés de corto y largo plazos y si bien la política monetaria afecta la tasa de interés de corto plazo, el impacto en la tasa de largo plazo para el caso de Guatemala aún es débil. En efecto, la

Gráfica 44

Cartera de Créditos por Tipo de Deudor (1)
(porcentajes)

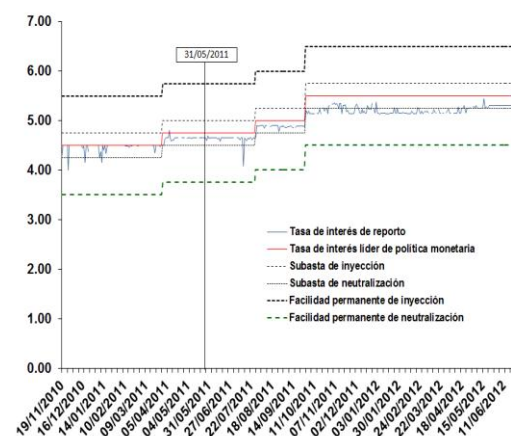


(1) Variación interanual.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

Gráfica 45

Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a un día y Tasa de Interés Líder (Porcentajes)



Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

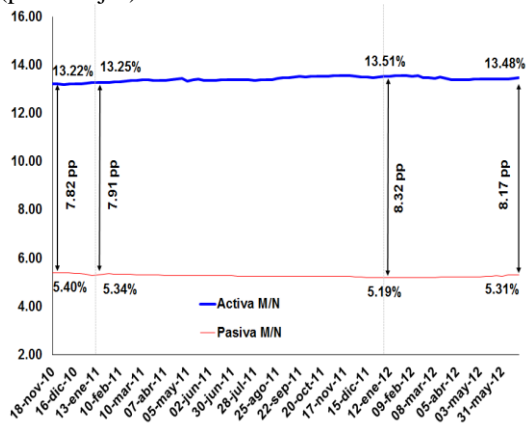
relación de las tasas de corto y largo plazos depende de distintos factores, entre los que se puede mencionar: a) las características propias del sistema financiero, como el grado de competencia; b) la composición de la cartera de préstamos a corto y largo plazos; c) la existencia de un mercado secundario, con una curva de rendimiento que refleje las condiciones financieras del mercado; y, d) la percepción de los agentes financieros en cuanto a la temporalidad o permanencia de los ajustes en la tasa de interés. Este último elemento es fundamental ya que las expectativas de los agentes económicos en cuanto al comportamiento futuro de la política monetaria y, por tanto, de la inflación, inciden en las tasas de interés a largo plazo, ya que éstas incorporan una prima por inflación (Efecto Fischer). En ese sentido, tasas de interés bajas en el corto plazo que se asocian a una política monetaria más laxa, provocarán un incremento de las expectativas de inflación y, por tanto, de las tasas de largo plazo.

En un esquema de metas explícitas de inflación, el banco central da a conocer su postura de política monetaria mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez en el mercado de dinero. Al respecto, es conveniente mencionar que movimientos en la tasa de interés líder de política monetaria afectan, en un primer momento, las tasas de corto plazo de la economía, para posteriormente afectar las tasas de largo plazo (dependiendo de las características propias de cada mercado), lo que finalmente repercute en la demanda agregada y ésta a su vez en la inflación. En Guatemala la tasa de operaciones de reporto a un día plazo puede ser considerada como un buen indicador del comportamiento de las tasas de corto plazo y la misma responde muy estrechamente a los movimientos de la tasa de interés líder de política monetaria.

Por otra parte, al observar el comportamiento de la tasa de interés activa en moneda nacional, la cual puede ser considerada como la representativa de largo plazo del sistema bancario, se pueden realizar algunas consideraciones: la primera, es que aunque durante 2011 la tasa de interés líder de política

Gráfica 46

Tasas de Interés Activa y Pasiva (1)
(porcentajes)

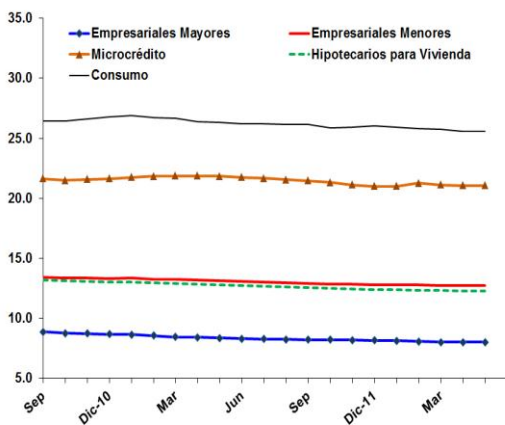


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 47

Tasas de Interés por Tipo de Deudor (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.

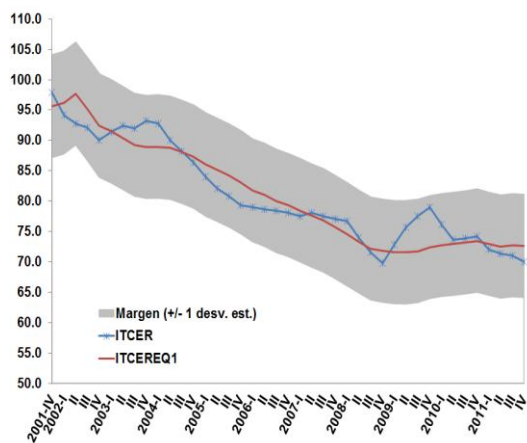
Fuente: Superintendencia de Bancos.

monetaria se incrementó en 100 puntos básicos, la tasa de interés activa se incrementó en 26 puntos básicos, lo cual es un indicador de que actuaciones del banco central en el corto plazo, cuando son percibidas por los agentes económicos como resultado del compromiso con la meta de inflación, moderan las expectativas inflacionarias y, por tanto, las tasas de largo plazo no reaccionan en la misma magnitud y, en algunos casos, cuando la credibilidad del banco central es alta, no actúan en el mismo sentido. Es decir, modificaciones en la tasa de corto plazo modifican la pendiente de la curva de rendimiento haciéndola más horizontal de tal cuenta que las tasas de largo plazo tiendan a ser menores. La segunda consideración es que la tasa de interés activa durante 2012 ha registrado una leve tendencia a la baja, lo cual podría estar reflejando, con cierto nivel de rezago, la moderación de dichas expectativas inflacionarias, ante el incremento de la tasa de interés líder de política monetaria, particularmente, durante el segundo semestre de 2011. Al desagregar las tasas de interés activas por tipo de deudor se puede observar que en cada uno de los componentes la tasa de interés nominal registró disminuciones durante 2011, con lo cual es posible afirmar que, el incremento observado en la tasa de interés activa promedio ponderado obedece a un cambio de la composición en los montos otorgados según el tipo de deudor y no a incrementos reales en el costo del dinero. Es decir, un incremento en la participación porcentual del crédito al consumo, que generalmente es otorgado a tasas de interés más altas, conduce a un incremento en el promedio ponderado de la tasa de interés, aun cuando las tasas en su conjunto, incluyendo la tasa de interés para el consumo, están disminuyendo.

c) Tipo de cambio real

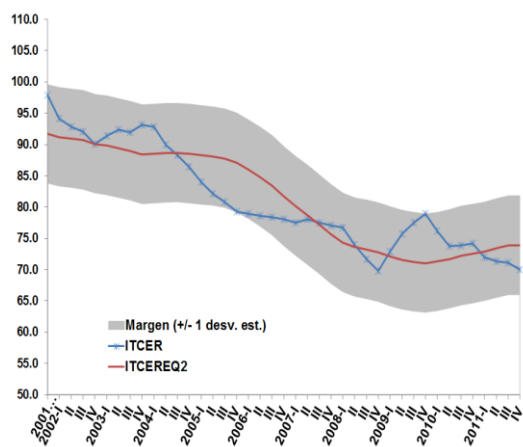
La dinámica reciente del tipo de cambio real es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, que la diferencia entre los valores observados y de equilibrio, es poco relevante). En efecto, con información al cuarto trimestre de 2011 y utilizando dos

Gráfica 48
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1
(índice)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 49
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2
(índice)



Fuente: Banco de Guatemala.

alternativas metodológicas¹⁶, el ITCER registró un leve desalineamiento respecto del tipo de cambio real de equilibrio equivalente a una sobreapreciación de entre 3.34% y 4.47%; no obstante, en ambos casos, los valores se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido. En adición, ello confirma que el comportamiento del ITCER respecto del tipo de cambio de equilibrio responde a los fundamentos macroeconómicos que lo determinan.

4. Respuesta de política

a) Tasa de interés líder

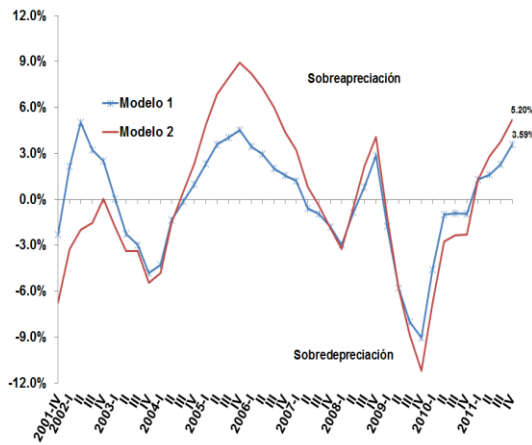
La Junta Monetaria decidió mantener sin cambios la tasa de interés líder de la política monetaria en sus sesiones celebradas en febrero, marzo y abril de 2012.

Entre las consideraciones realizadas por la Junta Monetaria para dicha decisión incluyen, en el ámbito externo, la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, la cual continúa generando incertidumbre en cuanto al desempeño económico mundial y volatilidad en los mercados financieros, manteniendo latentes los riesgos de una desaceleración económica internacional; la evolución de los principales indicadores de corto plazo en la economía de los Estados Unidos de América, los cuales continúan observando signos positivos pero con un ritmo de recuperación moderado; el crecimiento económico en la República Popular China, el cual se revisó a la baja, por lo que surgieron preocupaciones de expertos internacionales, en el sentido de que la economía china podría desacelerarse más de lo previsto. En el ámbito interno, tomó en cuenta que los principales indicadores de corto plazo evidenciaban tasas de crecimiento positivas, congruentes con lo esperado; asimismo consideró que si bien el ritmo inflacionario reflejaba disminuciones en 2012, manteniendo la tendencia a la baja iniciada en septiembre de 2011, dicho comportamiento obedecía a factores temporales, por lo que las proyecciones de inflación se mantenían muy cercanas al límite superior del margen de

¹⁶ En el caso de Guatemala, el TCRE se estima a través de la metodología sugerida por Sebastián Edwards y mediante un Modelo de Vector de Corrección de Errores (ver Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, Diciembre de 2011).

Gráfica 50

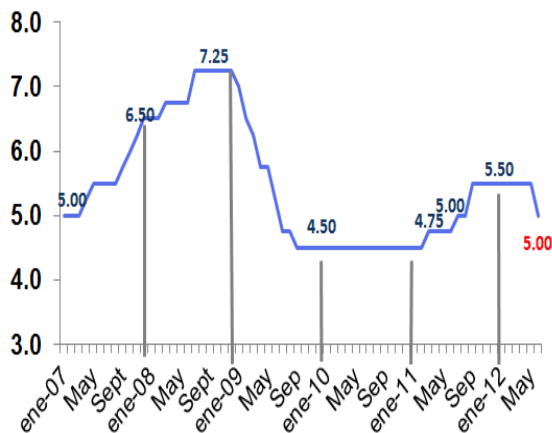
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 51

Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo; asimismo, subrayó que las expectativas de inflación aún se mantenían desancladas.

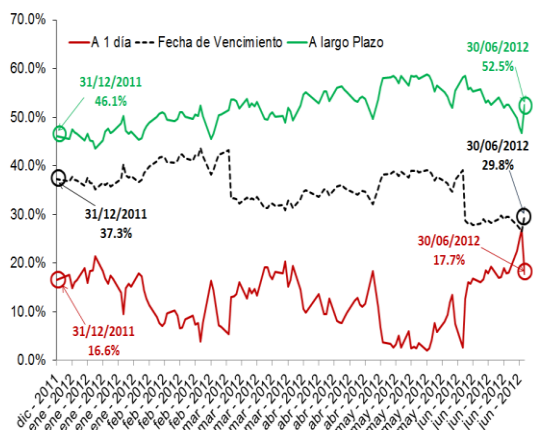
En junio de 2012, se decidió reducir en 50 puntos básicos la referida tasa, tomando en consideración que los riesgos y las tensiones en los mercados financieros internacionales aumentaron significativamente en las últimas semanas de junio derivado, principalmente, de los acontecimientos que se observaron en Europa y; aunque por el momento los pronósticos de crecimiento de la economía mundial no han variado significativamente, aún persiste la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo a nivel mundial. A nivel interno, la Junta tomó en consideración que el desempeño del índice mensual de la actividad económica y del producto interno bruto trimestral continúa mostrando niveles congruentes con el crecimiento económico previsto para 2012. En esa oportunidad, la Junta Monetaria consideró que se abría una ventana, temporal y limitada, para reducir la tasa de interés líder de política monetaria.

b) Operaciones de estabilización monetaria

En su esfuerzo por mantener la estabilidad en el nivel general de precios, el Banco de Guatemala ha privilegiado el uso de instrumentos indirectos de regulación monetaria, en virtud de que los mismos son los que menos distorsionan las condiciones del mercado financiero. Cabe indicar que se entiende por operaciones de estabilidad monetaria (OEM) aquellas operaciones de compra venta (temporal o en firme) en el mercado abierto por parte del banco central, de títulos de renta fija, en el corto, mediano y largo plazos, ya sea en moneda nacional o en extranjera. Con dichas operaciones el banco central puede de manera rápida, flexible y precisa, retirar o inyectar liquidez de la economía, para lo cual monitorea las condiciones imperantes en el mercado financiero. Para ejecutar la política monetaria, un banco central por lo regular actúa en el corto plazo, derivado de la flexibilidad que da un perfil de vencimientos cortos; sin embargo, en algunas circunstancias (cuando los excedentes de liquidez son considerados de carácter

Gráfica 52

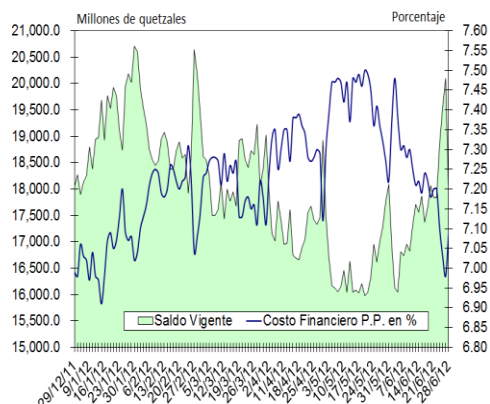
Composición de las Operaciones de Estabilización Monetaria (1)
(porcentajes)



(1) Participación porcentual por estructura de plazos.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 53

Saldo y costo financiero de las operaciones de estabilización Monetaria (1)
(millones de quetzales y porcentajes)



(1) Al 30 de junio de 2012.
Fuente: Banco de Guatemala.

estructural, es decir, liquidez que existe en el corto plazo que debe neutralizarse con operaciones de largo plazo) puede operar en el mediano y largo plazos.

En ese sentido, en el primer semestre de 2012, se observó que la participación porcentual de las OEM con vencimiento a un día plazo es la que mayor volatilidad registra, con participaciones respecto del total de OEM en promedio de alrededor de 15%. Vale mencionar que ello es así porque el objetivo primordial de estas operaciones es regular los niveles de liquidez de corto plazo, en congruencia con la postura que define la autoridad monetaria respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria. Por su parte, el saldo de las operaciones de estabilización monetaria a largo plazo se mantienen en el mismo nivel del año previo aunque como ha disminuido el saldo de OEM respecto a dicho año se, registra al 30 de junio un incremento de su participación porcentual al ubicarse en un 52.5% del total de OEM.

El costo financiero promedio ponderado de las OEM, durante el periodo del 31 de diciembre de 2011 al 30 de junio de 2012, pasó de 6.99% a 7.09%, siendo el costo de la política de Q654.8 millones, equivalente a 0.2% del PIB.