

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

JULIO DE 2014



CONTENIDO¹

ANTECEDENTES	1
SÍNTESIS EVALUATIVA.....	2
I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL.....	9
A. COYUNTURA RECIENTE	9
1. Panorama general.....	9
2. Desempeño de las economías avanzadas	11
3. Desempeño de las economías emergentes	15
4. Mercados financieros internacionales.....	18
5. Precios internacionales de algunas materias primas.....	21
6. Inflación y política monetaria.....	26
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	31
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	36
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	36
B. SECTOR EXTERNO	37
C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2014.....	39
1. Evolución reciente de la inflación.....	39
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	42
3. Variables informativas de la política monetaria	45
4. Respuesta de política.....	47
5. Situación de las finanzas públicas	48
ANEXO	
ACTIVIDAD ECONÓMICA.....	52

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 24 de julio de 2014.

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 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 2014. 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.

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

SÍNTESIS EVALUATIVA

En el entorno externo, durante el primer semestre de 2014, la economía mundial continuó el proceso gradual de recuperación iniciado en la segunda mitad de 2013, en el que ha destacado el mejor desempeño de las economías avanzadas, sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias acomodaticias y condiciones financieras que siguen siendo favorables. Por su parte, las economías emergentes seguirían creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas, aunque sus riesgos a la baja son un poco más marcados, especialmente por la disminución de las expectativas de crecimiento de la República Popular China, los efectos de la normalización de la política monetaria de los países avanzados y algunas debilidades internas provenientes de factores estructurales. En ese contexto, según proyecciones realizadas por varios expertos internacionales (*Fondo Monetario Internacional, Consensus Forecasts y la Unidad de Inteligencia de The Economist*), el crecimiento económico mundial podría ubicarse en 3.4% en 2014 y en 4.0% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.4% en 2014 y en 2015, en su orden; en tanto que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo continuarían siendo, a pesar de la ralentización en su crecimiento, el principal motor del crecimiento económico mundial² al crecer 4.6% en 2014 y 5.2% en 2015.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América, el incremento de las exportaciones y los aumentos temporales en la demanda impulsaron la actividad económica a partir del segundo semestre de 2013; sin embargo, en el primer trimestre de 2014, se contrajo ante los efectos de un invierno más intenso de lo normal. Se prevé que a partir del segundo trimestre, retorne a la senda de crecimiento iniciada a finales del año anterior, lo cual se refleja en el comportamiento favorable del mercado accionario y condiciones crediticias menos restrictivas, así como en el aumento de la riqueza de los hogares derivado del alza en el precio de las viviendas, en un contexto en el que continúa fortalecida la confianza, tanto de los consumidores como de las empresas y el desempleo sigue disminuyendo. En

² En conjunto, estas economías aportan más de 50.0% del PIB mundial.

ese entorno, se prevé que el PIB registre un crecimiento de 1.7% en 2014 y de 3.1% en 2015.

En la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión, a finales del año pasado la región empezó una fase de recuperación, aunque concentrada en los países del centro, particularmente Alemania. Los principales indicadores de confianza, tanto de los empresarios como de los consumidores, han aumentado significativamente, en un contexto de mejora en las condiciones de financiamiento y una menor consolidación fiscal, con una política monetaria altamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a los altos niveles de desempleo, fragmentación de los sistemas financieros, altos niveles de deuda (pública y privada) y los posibles efectos de una intensificación de la crisis entre Rusia y Ucrania. En ese contexto, se anticipa un crecimiento de 1.1% para 2014 y de 1.5% para 2015.

En Japón, las políticas Abenómicas contribuyeron en 2013 al desempeño favorable de la actividad económica, pero, a pesar de que se mantendrían condiciones monetarias altamente acomodaticias, no se espera un impulso adicional al crecimiento económico para 2014, debido a que el incremento en el impuesto sobre ventas vigente a partir del 1 de abril, disminuiría el consumo privado. Por ello, las expectativas de crecimiento de la economía japonesa son de 1.7% en 2014 y de 1.3% en 2015.

En cuanto a las economías emergentes y países en desarrollo, el crecimiento previsto se sustenta en la recuperación de la demanda en las economías avanzadas que puede brindar un impulso adicional a sus exportaciones; sin embargo, se mantienen algunos riesgos a la baja, debido, en parte, a factores estructurales que limitan el dinamismo de la demanda interna, lo que aunado a la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, especialmente en los Estados Unidos de América, podría incrementar los costos de financiamiento externo y afectar su crecimiento económico. En ese grupo de países destaca la República Popular China, donde las expectativas de crecimiento económico se han moderado derivado del cambio gradual en el modelo de desarrollo que tiende a privilegiar el consumo, respecto de la inversión y de las exportaciones. Además influirían las acciones de las autoridades chinas

orientadas a desacelerar el crecimiento del crédito al sector privado y a moderar la injerencia del sistema bancario paralelo, denominado “*shadow banking*”. En ese contexto, las tasas de crecimiento económico se situarían en 7.3% para 2014 y en 7.1% para 2015.

En América Latina y el Caribe, se prevé un crecimiento de 2.0% en 2014 (2.6% en 2013) y de 2.6% en 2015. En dicha previsión existen riesgos a la baja, que en adición a los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, pueden materializarse ante una desaceleración mayor a la prevista de la economía china que induzca a una reducción en los precios de algunas materias primas (no petroleras) y la intensificación de sus problemas estructurales. En el caso de las economías de Centroamérica, para 2014 se prevé una tasa de crecimiento de alrededor de 3.2%, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial; y para 2015 de 3.3%.

Los principales índices accionarios a nivel mundial, en general, han evolucionado de manera positiva, particularmente en los Estados Unidos de América, debido a mejores perspectivas económicas, altos niveles de liquidez y menor incertidumbre fiscal y monetaria, lo cual ha repercutido favorablemente en la Zona del Euro y en otras economías avanzadas. De igual manera, ha contribuido a revertir la tendencia a la baja que presentaban los mercados accionarios de algunas economías emergentes, en especial en América Latina. Vale destacar que los costos del financiamiento soberano para las economías emergentes han disminuido en el transcurso del presente año, lo cual reduce la presión sobre los mercados financieros y cambiarios.

En cuanto al comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas, durante el primer semestre del año, éstos registraron una tendencia al alza. En el caso del petróleo, siguen latentes los riesgos al alza asociados a conflictos geopolíticos, especialmente en Oriente Medio y en el norte de África y, recientemente, los relativos al conflicto entre Rusia y Ucrania. Otro factor que podría impulsar el precio al alza es el incremento de la demanda mundial, especialmente de las economías emergentes. En el caso del maíz y del trigo, aunque los precios se han moderado recientemente debido a la percepción de que la cosecha 2014/2015 será abundante, no se

descartan los riesgos al alza, en particular, los que provienen de los conflictos geopolíticos actuales que podrían reducir o interrumpir el suministro de dichas materias primas, así como los derivados de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores.

En cuanto a la inflación mundial, en general, en las economías avanzadas continúa ubicándose en niveles cercanos a 2.0%, con excepción de Japón, país en el que la política monetaria expansiva y el reciente incremento al impuesto sobre las ventas elevaron la inflación a 3.70% en mayo. A junio, la inflación en los Estados Unidos de América se ubicó en 2.07% debido a aumentos en los precios de los alimentos y de la energía. En el caso de las economías emergentes y países en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, la inflación ha empezado a registrar incrementos. En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de Honduras, la inflación se moderó en el primer trimestre del año, debido, entre otros factores, a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles). No obstante, a principios del segundo trimestre la inflación empezó a aumentar derivado del incremento en el precio de los alimentos.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria en América Latina, países como Brasil, Colombia y Costa Rica decidieron incrementarlas, Perú la ha mantenido sin cambio; mientras que Chile, México y Guatemala las han reducido.

En el ámbito interno, en el primer trimestre de 2014, el PIB registró una tasa de crecimiento de 3.4%. Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en incrementos en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el comportamiento positivo de la demanda interna y externa (principalmente del gasto de consumo, tanto privado como público, y de las exportaciones de bienes y servicios).

El crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre del año fue mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2013 (3.1%), lo que continúa sustentando la estimación del Banco Central de un crecimiento del PIB anual entre 3.3% y 3.9%. Este incremento ha sido acompañado por un aumento del crédito bancario al sector privado, de los flujos de remesas familiares y,

aunque moderado, de la inversión privada, particularmente la relativa a la construcción. Esta tendencia de crecimiento se manifiesta también en la evolución de indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) que a mayo de 2014 evidencia un crecimiento de 4.2%.

En cuanto a las variables del sector externo, a mayo, el comercio exterior muestra un mayor dinamismo con respecto a similar período de 2013, en congruencia con las mejores perspectivas del volumen de comercio mundial para 2014. En dicho comportamiento destaca el crecimiento en el valor de las exportaciones de bienes FOB de 2.7%, respecto a similar período del año anterior, principalmente, por el aumento en el volumen exportado (7.5%), moderado por la reducción en el precio medio (4.5%). Entre los principales productos que se exportaron destacan, en su orden, los artículos de vestuario; el azúcar; el café; el banano; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; y las piedras y metales preciosos y semipreciosos.

A la misma fecha, el valor CIF de las importaciones aumentó 2.8%, explicado por el aumento en el volumen importado (8.9%) y por una caída en el precio medio de importación (5.9%). Los principales incrementos se observaron en materiales de construcción; combustibles y lubricantes; bienes de consumo; y bienes de capital, aumento que fue contrarrestado, en parte, por menores importaciones de materias primas y productos intermedios.

Al 30 de junio de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$2,704.0 millones, superior en US\$225.5 millones (9.1%) respecto del registrado en igual período de 2013; dicho comportamiento se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos. A esa misma fecha, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$7,096.4 millones, equivalente a un financiamiento de 4.6 meses de importación de bienes, lo que, de acuerdo con estándares internacionales, continúa reflejando una sólida posición externa del país. Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad, registrando al 30 de junio de 2014, una apreciación de 0.80% respecto del 31 de

diciembre de 2013, y, en términos interanuales, de 0.69%.

Con relación a los precios internos, el ritmo inflacionario continuó con la tendencia a la desaceleración iniciada a partir del segundo semestre de 2013 y se situó a junio en 3.13%, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). En cuanto a la inflación subyacente, ésta se situó en 1.80%. Los pronósticos a la fecha, anticipan que la inflación estaría dentro de la indicada meta tanto en 2014 como en 2015. En esa línea, las expectativas de inflación de los agentes económicos han venido moderándose, y han comenzado a anclarse muy cerca del valor puntual de la referida meta.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo, éstas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria, mientras que la tasa de interés activa del sistema bancario continuó estable, lo que permitió el financiamiento normal de la actividad productiva, consistente con una postura de política monetaria relativamente acomodaticia.

Los principales agregados monetarios y de crédito exhibieron en el semestre un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación. Al finalizar junio, el crecimiento interanual de la emisión monetaria fue de 4.0%, el de los medios de pago totales de 8.5% y el del crédito bancario al sector privado de 12.0%.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, al 30 de junio de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 5.0% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales aumentaron 6.1%, como resultado, se registró un déficit fiscal de Q2,461.9 millones (0.5% del PIB). En mayo, el gobierno central concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por un monto de Q8,335.2 millones. De dicho monto, el 80.5% fue colocado en moneda nacional (Q6,708.2 millones), en plazos de 7, 10, 12 y 15 años; mientras que el restante 19.5% (equivalente a Q1,627.0 millones) fue colocado en moneda extranjera (aproximadamente US\$210.1 millones) a 7 años plazo, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 4.88%.

En síntesis, durante el semestre, en el entorno externo, la actividad económica mundial siguió recuperándose, como

resultado del mejor desempeño de las economías avanzadas y un continuado dinamismo en algunas economías con mercados emergentes y en desarrollo. Por su parte, el comportamiento de los precios internacionales de algunas materias primas como el petróleo, el maíz y el trigo continúan en niveles menores a los del año previo. A lo interno, la actividad económica sigue desempeñándose conforme lo previsto para 2014 (entre 3.3% y 3.9%) apoyada, entre otros factores, por la evolución de las remesas familiares, el crédito bancario al sector privado y la disciplina fiscal y monetaria; lo cual ha contribuido también a que el ritmo inflacionario total se mantenga dentro de la meta de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

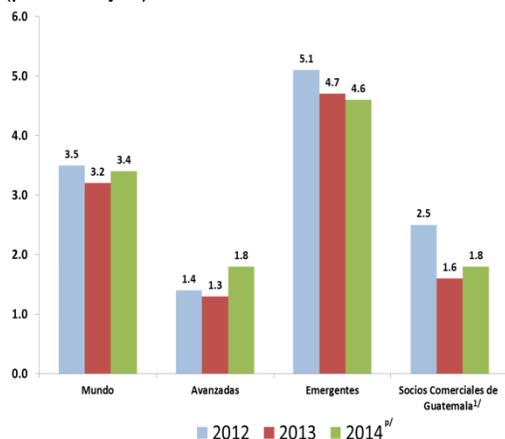
Durante el primer semestre de 2014, la economía mundial continuó el proceso gradual de recuperación iniciado en la segunda mitad de 2013, en el que ha destacado el mejor desempeño de las economías avanzadas, sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias acomodaticias y condiciones financieras que siguen siendo favorables. Por su parte, las economías emergentes seguirían creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas, pero sus riesgos a la baja son un poco más marcados, especialmente por la disminución de las expectativas de crecimiento de la República Popular China, los efectos de la normalización de la política monetaria de los países avanzados y algunas debilidades internas provenientes de factores estructurales. En ese contexto, de conformidad con proyecciones efectuadas por varios expertos internacionales (FMI, *Consensus Forecasts* y la *Unidad de Inteligencia de The Economist*), el crecimiento económico mundial se ubicaría en 3.4% en 2014 y en 4.0% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.4% en 2014 y en 2015, en su orden; mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.6% en 2014 y 5.2% en 2015.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América el incremento de las exportaciones y los aumentos temporales en la demanda impulsaron la actividad económica en el segundo semestre de 2013; sin embargo, en el primer trimestre de 2014, la actividad se contrajo ante los efectos de un invierno más fuerte de lo normal. Se prevé que a partir del segundo trimestre, la economía estadounidense retorne a la senda iniciada a finales del año anterior, lo cual se refleja en el comportamiento favorable del mercado accionario y condiciones crediticias menos restrictivas, así como en el aumento de la riqueza de los hogares derivado del alza en el precio de las viviendas, en un contexto en el que continúa fortalecida la confianza, tanto de los consumidores como de las empresas y el desempleo sigue disminuyendo.

En la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión, a finales del año pasado la región empezó una fase de

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



^{P/} Proyectado.

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

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

recuperación, aunque concentrada en los países del centro, particularmente Alemania. Los principales indicadores de confianza, tanto de los empresarios como de los consumidores, han aumentado significativamente, en un contexto de mejora en las condiciones de financiamiento y una menor consolidación fiscal, acompañada de una política monetaria altamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (BCE).

En Japón, las políticas Abenómicas contribuyeron en 2013 al desempeño favorable de la actividad económica. Para 2014, a pesar de que se mantendrían condiciones monetarias altamente acomodaticias, no se espera un impulso adicional al crecimiento económico derivado de dichas políticas, debido a que el incremento en el impuesto sobre ventas, vigente a partir del 1 de abril, disminuiría el consumo privado.

Por su parte, en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, como se indicó, prevalecen algunos riesgos a la baja debido en buena medida a factores estructurales que limitan el dinamismo de la demanda interna y a los efectos del retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos de América, pero se prevé que la recuperación de la demanda de las economías avanzadas pueda brindar un impulso adicional a sus exportaciones. En ese grupo de países destaca la República Popular China, donde las expectativas de crecimiento económico se han moderado derivado del cambio gradual en el modelo de desarrollo que tiende a privilegiar el consumo sobre la inversión y las exportaciones. Además, influirían las acciones orientadas a desacelerar el crecimiento del crédito al sector privado y a menguar la incidencia del sistema bancario paralelo denominado “*shadow banking*”.

Los principales índices accionarios a nivel mundial, en general, han evolucionado de manera positiva, particularmente en los Estados Unidos de América, debido a mejores perspectivas económicas, altos niveles de liquidez y una menor incertidumbre fiscal y monetaria, lo cual también ha repercutido favorablemente en la Zona del Euro y en otras economías avanzadas; además, ha contribuido a revertir la tendencia a la baja que presentaban los mercados accionarios de algunas economías emergentes, en especial en América Latina. Vale destacar que los costos del financiamiento soberano para las economías emergentes han disminuido en el transcurso del presente año, lo cual reduce la

presión sobre los mercados financieros y cambiarios.

En cuanto al comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas que afectan la inflación en Guatemala, durante el primer semestre del año, en términos generales, registraron una tendencia al alza. En el caso del petróleo, privan los riesgos al alza asociados a conflictos geopolíticos, especialmente en Oriente Medio y en el norte de África y, desde finales del año pasado, al conflicto entre Rusia y Ucrania, así como por el incremento en la demanda mundial, especialmente de las economías emergentes. En el caso de los precios internacionales del maíz y del trigo, aunque éstos se han moderado recientemente debido a la percepción de que la cosecha 2014/2015 será abundante, no se pueden descartar los riesgos al alza, en particular, los que provienen de los conflictos geopolíticos que podrían reducir o interrumpir el suministro de dichas materias primas, así como los derivados de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores.

En cuanto a la inflación mundial, en términos generales, la inflación en las economías avanzadas continúa ubicándose en niveles por debajo de 2%, con excepción de Japón, donde la política monetaria expansiva y el reciente incremento al impuesto sobre las ventas llevaron la inflación a 3.70% en mayo. A junio, la inflación en los Estados Unidos de América se ubicó en 2.07%, debido a aumentos en los precios de los alimentos y de la energía. En el caso de las economías emergentes y países en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, la inflación ha empezado a registrar incrementos. En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de Honduras, la inflación se moderó en el primer trimestre del año, debido, entre otros factores, a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles). No obstante, a principios del segundo trimestre la inflación empezó a aumentar derivado de un aumento en el precio de los alimentos.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, el incremento de las exportaciones y los aumentos temporales en la demanda impulsaron la actividad económica en el segundo semestre de 2013 (3.4% en promedio); sin embargo, durante el primer

trimestre de este año el crecimiento se contrajo 2.9%, debido a condiciones climáticas inusualmente adversas. En la referida contracción influyó la caída de los inventarios privados y, en menor medida, la desaceleración de las exportaciones y del gasto de los gobiernos estatales. No obstante, indicadores recientes, en particular, los asociados al mercado laboral, al precio de las viviendas y a la producción manufacturera y de servicios, sugieren que la economía estadounidense estaría fortaleciéndose a partir del segundo trimestre, lo cual se confirma con el comportamiento favorable del mercado accionario y del mercado inmobiliario, que ha contribuido al aumento en la riqueza de los hogares. También han influido positivamente las condiciones crediticias menos restrictivas, en un contexto en el que continúa fortalecida la confianza, tanto de los consumidores como de las empresas.

Luego de la recuperación de la economía estadounidense registrada en la segunda mitad de 2013, en su reunión de diciembre, la Reserva Federal (FED) acordó iniciar, a partir de enero de 2014, la reducción gradual de los estímulos monetarios (proceso conocido como *tapering*), mediante una disminución por US\$10.0 millardos en las compras mensuales, tanto de títulos respaldados por hipotecas como de bonos del tesoro (de US\$85.0 millardos a US\$75.0 millardos). En sus reuniones de enero, marzo, abril y junio, la FED disminuyó las referidas compras en US\$10.0 millardos en cada reunión, por lo que las compras mensuales de estos títulos actualmente ascienden a US\$35.0 millardos. Asimismo, la FED en su última reunión decidió mantener la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0.00% y 0.25%. Cabe recordar que hasta marzo, la FED aplicó una orientación basada en un criterio cuantitativo en el sentido de que cuando la tasa de desempleo alcance un nivel inferior a 6.50%³, empezaría el proceso de ajustes en la tasa de interés objetivo; sin embargo, por considerar que la debilidad del mercado laboral puede ser mayor a la que sugiere la tasa actual de desempleo de 6.1%, amplió dicha orientación (*forward guidance*)⁴, según la cual el ajuste al alza en la tasa de interés objetivo se

³ La tasa de desempleo ha venido registrando una disminución gradual y progresiva, situándose actualmente en el nivel más bajo (6.1%) desde septiembre de 2008.

⁴ La FED, tomando en cuenta la particular importancia que tiene la comunicación de los bancos centrales en la coyuntura actual, utiliza la estrategia de *forward guidance* para proveer información a los agentes económicos sobre la postura de su política monetaria en el futuro cercano, en particular sobre las condiciones que deben prevalecer para mantener su tasa de interés en niveles excepcionalmente bajos. Ello, según la FED permitiría rebajar la presión sobre las tasas de interés de largo plazo y facilitar el mantenimiento de un bajo costo en el financiamiento de las actividades de los hogares y de las empresas.

realizaría cuando las condiciones económicas fueran consistentes con una situación de pleno empleo e inflación en torno a 2.0%. Para el efecto, la FED analiza el comportamiento actual y previsto de indicadores sobre condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación y datos sobre resultados del mercado financiero, entre otros. La FED indica que, aunque los niveles de empleo e inflación están cerca del objetivo, las condiciones económicas sugieren la necesidad de que la tasa de interés objetivo permanezca baja por un tiempo más prolongado⁵.

En la parte fiscal, en el primer semestre de 2014, la incertidumbre se redujo, debido a los consensos políticos logrados en diciembre de 2013 para sancionar el proyecto de presupuesto federal para 2014 y en febrero de este año para la aprobación de la Ley de Extensión Temporal del Techo de la Deuda (S.540), por medio de la cual se suspendió temporalmente el límite al referido techo hasta el 15 de marzo de 2015; además, con la vigencia del presupuesto se reduce el ajuste para el presente ejercicio fiscal. En ese sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de abril sobre las perspectivas económicas mundiales, destaca dos factores favorables para el desempeño de dicha economía: la reducción en 2014 del impacto de la consolidación fiscal de 2.5% a 0.5% respecto del PIB y que la política monetaria se mantendría acomodaticia, a pesar del retiro gradual por parte de la FED de los estímulos monetarios (*tapering*).

Con relación a la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión (siete trimestres consecutivos), en el cuarto trimestre de 2013 se registró una tasa de crecimiento positiva (0.5%), marcando el inicio de la salida de la recesión. En el primer trimestre de 2014, dicha región mostró un crecimiento interanual de 0.9%, asociado al mejor desempeño de las exportaciones, a la reactivación de la demanda interna (particularmente en España y Alemania) y a la inversión (principalmente en los países del centro). Dicho crecimiento fue débil respecto de lo esperado por el mercado, pero los principales indicadores de confianza, tanto de

⁵ Algunos analistas indican que con el *Quantitative Easing* la FED acumuló un monto significativo de reservas bancarias (alrededor de US\$3,000 millones), lo que desvinculó la tasa de interés objetivo del mercado. Lo anterior implica que para que la referida tasa afecte efectivamente las condiciones monetarias, la FED debería drenar las reservas bancarias, lo cual no es una tarea fácil. Una opción es afectar dichas condiciones estableciendo un objetivo sobre tasas de interés que actualmente están más asociadas al mercado, por ejemplo, la tasa de interés para las operaciones de reporto inversas (*reverse repo operations*) o la tasa de interés pagada sobre el exceso de reservas. La consecuencia de lo anterior sería que los aumentos en la tasa de interés objetivo de fondos federales serían lentos y de poca magnitud.

los empresarios como de los consumidores, se han fortalecido significativamente, en un ambiente de mejora de las condiciones de financiamiento y menores presiones sobre el proceso de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como el fortalecimiento gradual de la demanda externa.

Las expectativas económicas también han mejorado tras la cómoda salida de Irlanda y Portugal de sus respectivos programas de ajuste, la contención de los problemas bancarios en España y la casi descartada posibilidad de que Grecia salga de la Unión Monetaria. Además, ha contribuido la aprobación por parte de las autoridades europeas del Mecanismo Único de Resolución (MUR), que junto con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), complementa la Unión Bancaria de la Zona. Sin embargo, los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a los altos niveles de desempleo, la fragmentación de los sistemas financieros y los altos niveles de endeudamiento tanto del sector público como del sector privado, a lo que se suman los posibles efectos que implicaría una intensificación de la crisis Rusia-Ucrania. Otro aspecto relevante es que la recuperación ha sido heterogénea, ya que ha sido impulsada por los países del centro (principalmente Alemania), dado que varios de los países de la periferia aunque ya salieron de la recesión (como España), su crecimiento todavía es muy bajo. En el contexto descrito, se prevé para la Zona un crecimiento económico de 1.1% en 2014 y de 1.5% en 2015.

Cabe destacar que, en su reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) decidió recortar en 10 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, al ubicarla en un mínimo histórico de 0.15% debido, fundamentalmente, a los renovados temores de deflación en la región y a que el proceso de recuperación económica todavía demanda el mantenimiento de una postura de política monetaria altamente acomodaticia.

En Japón, las expectativas para 2014 apuntan a un crecimiento de 1.7%, levemente superior al registrado en 2013 (1.5%). El crecimiento observado en el primer trimestre del presente año fue significativamente superior al esperado por el mercado, como resultado de un mayor dinamismo tanto de las exportaciones de bienes y servicios, como de la demanda interna del sector privado, en particular del consumo y de la inversión. Las expectativas para el resto del año son más moderadas porque el incremento en el impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%, a partir

del 1 de abril de 2014) afectaría de manera relevante tanto el consumo privado como el del gobierno, aunque ello no impediría que la economía japonesa crezca a una tasa similar a la del año anterior (1.5%), debido a que la caída prevista en el consumo sería compensada parcialmente por un aumento en la inversión y en las exportaciones. Entre los riesgos a la baja, destacan un menor incremento en las exportaciones si se diera una desaceleración económica mayor a la prevista en la economía china, lo que también afectaría a otros socios comerciales de Japón en el resto de Asia. Lo anterior deterioraría la cuenta corriente, no sólo por la desaceleración de las exportaciones, sino también porque es posible que no disminuya la demanda de importaciones (particularmente las relacionadas con energía y maquinaria pesada), dado el incremento previsto en la inversión tanto residencial como no residencial. Vale indicar que algunos analistas destacan que las políticas Abenómicas, por el lado monetario, constituyen una especie de experimento que podría conllevar niveles muy altos de inflación, sin que ello genere expectativas de inflación de mediano plazo. De hecho, se ha destacado que es posible que un alto grado de relajamiento monetario sea necesario para anclar las expectativas de los agentes económicos que han estado tradicionalmente más acostumbrados a inflaciones cercanas a cero o a deflaciones.

3. Desempeño de las economías emergentes

En las economías con mercados emergentes, la demanda agregada mostró, en términos generales, un aumento, aunque moderado, durante el segundo semestre de 2013, impulsado por mayores exportaciones, ante la mejora en la actividad económica de las economías avanzadas. No obstante, el ritmo de crecimiento económico de las economías emergentes se ha visto limitado, en parte, por la disminución en el precio internacional de algunos de sus principales productos de exportación, la debilidad observada en la inversión y las condiciones cada vez más restrictivas en el financiamiento, tanto interno como externo. A pesar de ello, dichas economías seguirían siendo la principal fuente del crecimiento económico global.

Entre los retos más relevantes que deben enfrentar estas economías destaca la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas y, por ende, un mayor endurecimiento de las condiciones financieras externas. Dicha incertidumbre se

centra en aquellas economías emergentes que dependen de flujos de capital foráneos y que tienen fundamentos macroeconómicos menos sólidos y, por tanto, son más sensibles a la evolución de las condiciones financieras externas. A partir de mayo de 2013, en algunas de estas economías las condiciones monetarias se han restringido para mejorar la confianza, impedir una mayor depreciación de sus monedas, evitar salidas de capitales y reafirmar su compromiso con la estabilidad macroeconómica.

La República Popular China continuó reflejando señales de ralentización durante el primer semestre de 2014; sin embargo, los análisis del FMI y de otros entes internacionales sugieren que la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” de la economía china sigue siendo muy baja. La ralentización de la economía china es congruente con la estrategia establecida por su gobierno de realizar reformas estructurales para corregir algunos desequilibrios internos y asegurar la sostenibilidad del crecimiento en el largo plazo, por lo que el rebalanceo de su modelo de crecimiento económico se centra en incentivar el consumo privado. En ese contexto, los indicadores de la actividad manufacturera, del sector de servicios, de la confianza del consumidor, de la producción industrial, de la actividad inmobiliaria y de las ventas minoristas, muestran una moderación relevante.

Durante el primer trimestre del año la economía china creció 7.4%, anticipándose que el resto de año siga creciendo a tasas superiores a 7.0% en congruencia con el pronóstico anual, aunque por debajo de sus valores históricos. Si bien el desempeño reciente de la economía china podría generar un deterioro en las perspectivas de las principales economías vinculadas con dicho país, la recuperación de la demanda de las economías avanzadas podría brindar un impulso adicional a sus exportaciones.

En cuanto a América Latina, sus principales economías, Brasil y México, moderaron su actividad económica, principalmente durante el cuarto trimestre de 2013, mientras que otros países de América del Sur se vieron afectados por la caída en los precios de las materias primas, situación que redujo el valor de sus exportaciones, especialmente las relativas a energéticos, metales y alimentos.

En Brasil, la economía registró un crecimiento de 2.5% en

2013, impulsado por el dinamismo en las exportaciones que fueron favorecidas por el incremento de la demanda externa y la depreciación nominal del real brasileño. Sin embargo, la desaceleración gradual del consumo privado podría seguir influyendo en el crecimiento económico para el resto de 2014, en un entorno en el que las exportaciones y la inversión no presentan un crecimiento lo suficientemente fuerte como para compensar la desaceleración del consumo. Asimismo, la desaceleración de la economía china, la moderación en los precios de las materias primas y la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, así como algunos factores que restringen la demanda interna (principalmente la inversión), podrían seguir incidiendo en los niveles de confianza, tanto de los consumidores como de los inversionistas. Adicionalmente, un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales podría afectar la actividad económica interna en Brasil, lo que aunado al anuncio del gobierno federal de que podría contener el gasto este año con el fin de obtener un superávit primario de 1.9%, han deteriorado la confianza de los inversionistas. Estos factores estarían incidiendo en un moderado crecimiento económico el cual se prevé podría ubicarse en alrededor de 1.3% al finalizar 2014.

En México, el crecimiento de 1.1% en 2013 reflejó la reducción en el dinamismo del valor de las exportaciones, del consumo privado y de la inversión privada, lo que fue moderado en parte por el dinamismo del gasto público en el segundo semestre de ese año. Durante el primer trimestre de 2014, la actividad económica registró un crecimiento interanual de 1.8%, superior al observado en el cuarto trimestre del año anterior (0.7%), lo que se reflejó en algunos componentes de la demanda agregada que muestran un desempeño más favorable, especialmente las exportaciones y el gasto público. Se espera que el crecimiento económico adquiera mayor impulso en la medida que la economía estadounidense se acelere, lo que contribuiría a incrementar la demanda externa en un entorno en el que continúa siendo importante el proceso de reforma económica impulsado por el gobierno, cuyo propósito es reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico, principalmente en sectores importantes como el energético y el de las telecomunicaciones. Aun cuando recientemente el gobierno de México redujo su

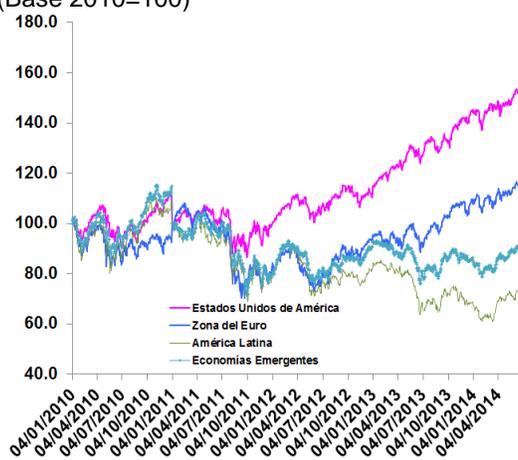
estimación de crecimiento económico para 2014 (de 3.9% a 2.7%), las proyecciones de expertos internacionales apuntan a un crecimiento de 2.5%, considerando el menor desempeño económico de los Estados Unidos de América durante el primer trimestre del presente año.

En otras economías importantes de la región (Chile, Colombia y Perú), el crecimiento económico en 2013 (4.2%, 4.3% y 5.0%, en su orden), fue superior al promedio de América Latina y el Caribe (2.7%) y durante el primer semestre han registrado comportamientos heterogéneos. En Chile y Perú se ha desacelerado debido a una moderación en el crecimiento de la demanda interna y una caída en los precios de sus principales productos de exportación, mientras que en Colombia se ha acelerado, reflejo de un fuerte crecimiento de la demanda interna, principalmente el consumo. Para 2014 se estiman crecimientos de 3.2%, 4.5% y 5.5%, respectivamente.

En Centroamérica, los indicadores de actividad económica de corto plazo durante el primer trimestre de 2014 apuntan a que el crecimiento económico podría ser ligeramente mayor que el año previo (3.2%, respecto de 3.1% en 2013). Las perspectivas para la región siguen siendo positivas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial.

Gráfica 2

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



(1) Al 30 de junio 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

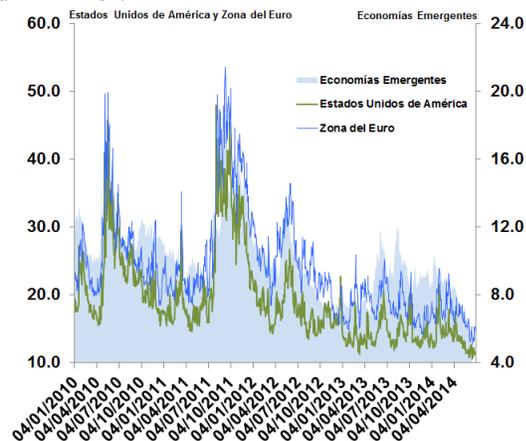
4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer semestre de 2014, los mercados financieros internacionales exhibieron una menor volatilidad, luego del estrés a mediados del año pasado y en los primeros días del presente año, lo cual se refleja en la disminución de la volatilidad de los principales índices accionarios y de la aversión al riesgo. Lo anterior se debe, en parte, a que la normalización de la política monetaria estadounidense ha venido ocurriendo conforme lo previsto por el mercado, al mismo tiempo que la estrategia de comunicación de la FED ha permitido inferir que la normalización de la parte convencional del estímulo monetario (que implica incrementar el nivel de la tasa de interés objetivo) será un proceso lento y gradual. En ese contexto, el comportamiento de los principales índices accionarios durante el semestre ha sido al alza.

A pesar del ligero episodio de volatilidad en enero de este año, y ante la expectativa de una normalización gradual de la

Gráfica 3

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



(1) Al 30 de junio 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

tasas de interés y de las primas de riesgo soberano, las condiciones financieras para los mercados emergentes y países en desarrollo mejoraron significativamente respecto del segundo semestre de 2013. En ese sentido, los costos de financiamiento soberano para dichos países han caído⁶, lo que se atribuye en buena parte a la disminución de los rendimientos de los bonos referentes de los países avanzados, ante la expectativa de que los bancos centrales de los Estados Unidos de América, Japón y la Zona del Euro, mantengan sus tasas de política en niveles bajos por un período largo de tiempo, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, ante la posibilidad de que una inflación muy baja genere expectativas de deflación.

Si bien la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América se percibe como un proceso gradual, no se descarta la posibilidad de que los mercados puedan sobre-reaccionar a las comunicaciones de la FED, como ocurrió en mayo del año pasado (cuando los mercados empezaron a anticipar el retiro gradual de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América) y anticipar alzas mayores o más rápidas de las tasas de interés en dicho país, lo cual ocasionaría un aumento en la aversión al riesgo, salida de capitales y, por ende, depreciaciones cambiarias. El incremento en los costos de financiamiento externo para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo podría también afectar la demanda interna. Sin embargo, de acuerdo con lo señalado por el FMI, algunos de los países que tomaron acciones desde mayo de 2013 han mostrado una mayor resistencia a los efectos negativos; asimismo, la participación en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales ha logrado estabilizar y, en algunos casos, fortalecer sus monedas. Por tanto, como lo menciona la agencia calificadora *Fitch Ratings*, en las economías emergentes el período de abundancia de crédito externo y bajas tasas de interés pudo haber llegado a su fin, cuya consecuencia lógica es que las economías que sustentaron su crecimiento económico reciente en dichas condiciones podrían enfrentar alguna desaceleración en su actividad económica.

⁶ El Banco Mundial, en su documento sobre perspectivas económicas globales, junio 2014, indica que los referidos costos bajaron de 6.7% en septiembre del año pasado a 5.2% en junio del presente año. Vale indicar que dos tercios de la reducción se asocian a una caída en los *spreads* de riesgo soberano (que en el período indicado cayeron 110 puntos básicos), lo que hizo que varios países volvieran a los mercados internacionales.

En cuanto a las economías avanzadas, el FMI destaca que éstas deben estar atentas a los efectos de las nuevas políticas en sus propias economías, dado que podrían gestar apreciaciones en sus monedas y provocar entradas de capital significativas (especialmente de cartera). Por otro lado, la dinámica de los índices accionarios evidencia que los bajos rendimientos de los precios accionarios en las economías con mercados emergentes se pueden transmitir por medio de los mercados financieros, sobre todo en Japón y en la Zona del Euro.

RECUADRO 1

TASAS DE INTERÉS MUNDIALES DE LARGO PLAZO, RIESGOS FINANCIEROS Y OPCIONES DE POLÍTICA PARA ECONOMÍAS CON MERCADOS EMERGENTES

En la actualidad, las opciones de política monetaria y de estabilidad financiera que enfrentan las economías con mercados emergentes han cambiado considerablemente debido a un mayor acceso al mercado de bonos. Durante la última década, los gobiernos de estos países han sido capaces de emitir deuda de largo plazo expresada en su propia moneda, lo cual ha tenido implicaciones importantes para la política monetaria y la estabilidad financiera de estos países. De hecho, las tasas de interés mundiales de largo plazo ahora son más importantes para la toma de decisiones de política monetaria en las economías con mercados emergentes que hace diez años. Además, en los últimos años, corporaciones privadas de los países con mercados emergentes han accedido al mercado internacional de bonos, reemplazando en muchos casos el acceso a los bancos internacionales, lo que conlleva un incremento en el riesgo cambiario. Dicha expansión implica que no se esté capturando adecuadamente el riesgo financiero sistémico, porque los indicadores de vulnerabilidad financiera se elaboran considerando la expansión del crédito en los bancos internacionales. La mayor integración de las economías emergentes a los mercados globales de deuda ha provocado que los bonos de dichos países sean más sensibles al desarrollo del mercado de bonos de las economías avanzadas. Otro aspecto importante que se ha observado en los países con economías emergentes en la última década, ha sido la composición de su deuda, en la que la proporción expresada en moneda local ha disminuido en comparación con la denominada en moneda extranjera. No obstante, estas economías han logrado hacer colocaciones importantes y a un mayor plazo, pese a la reducción en la composición de la deuda expresada en moneda nacional. En adición, el promedio del rendimiento de largo plazo de las economías emergentes más grandes (países con tipo de cambio flotante y con mercados de deuda de largo plazo establecidos) ha bajado considerablemente. Por tanto, los costos de endeudamiento de las economías emergentes se han reducido significativamente y los tenedores de los bonos soberanos se han beneficiado de dichas condiciones.

Durante el período pre-crisis, las tasas de interés históricamente bajas en las economías avanzadas condujeron a fuertes apreciaciones cambiarias que, al reducir la demanda agregada y el ritmo de crecimiento de los precios de esas economías, crearon un entorno en el que no había necesidad de subir las tasas de interés internas. Otro aspecto relevante es que la tasa de interés de largo plazo local está altamente influenciada por el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de otros centros financieros, principalmente de los Estados Unidos de América. La tasa de interés de largo plazo, en las economías avanzadas, se ha convertido recientemente en una meta intermedia importante para estimular la demanda agregada, lo que significa que las condiciones monetarias podrían caracterizarse en al menos tres dimensiones: i) la política de tasa de interés de corto plazo; ii) el tipo de cambio nominal, y iii) el rendimiento de largo plazo de los bonos soberanos. Por ello, la política monetaria debería de considerar estas tres variables.

Dicha caracterización tiene tres consecuencias importantes. La primera es que el impacto de una tasa de interés de política monetaria más alta, puede ser diluido por una disminución en la tasa de interés de largo plazo, estimulada por condiciones extranjeras. Esto podría significar que economías con mercados emergentes han tenido una política monetaria más acomodaticia de lo que la tasa de interés de política monetaria sugiere. La segunda consecuencia es que la postura de política monetaria se hace menos sólida, dado que no hay certeza de la forma en que dicha política puede influir en las tasas de interés de largo plazo. La tercera consecuencia es que la independencia de la política monetaria se debilita cuando, sin controles de capital y suponiendo que la postura crediticia de un país se mantiene constante, la tasa de interés de largo plazo está altamente influenciada por el desarrollo de los mercados de bonos en dólares estadounidenses. Por tanto, pareciera evidenciarse una pérdida de independencia de la política monetaria en los países emergentes, aún sin considerar el régimen cambiario del país.

En resumen, el comportamiento que tienen las tasas de largo plazo de los Estados Unidos de América puede tener grandes implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera en países con economías emergentes. El prolongado período de bajas tasas de interés de largo plazo a nivel mundial ha de concluir en el mediano plazo y los bancos centrales en las economías avanzadas incrementarán sus tasas de interés de corto plazo y reducirán sus tenencias de bonos soberanos y otros activos. Por su parte, los bancos centrales en países con economías emergentes tendrán que estar atentos a los efectos que este cambio de política tendría en las economías avanzadas, así como la incertidumbre sobre la trayectoria que podría tener la política monetaria a nivel mundial.

Fuente: Philip Turner. "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs". Banco de Pagos Internacionales. Enero 2014.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer semestre de 2014, los precios de las materias primas, en términos generales, registraron una tendencia al alza, principalmente los productos energéticos, los alimentos y los metales, atribuida a factores de oferta, particularmente en el caso de los energéticos y de los alimentos, así como a factores geopolíticos, lo que provocó volatilidad en los mercados. Por su

parte, la sólida demanda de las economías emergentes también contribuyó al alza registrada en los precios de las materias primas, aunque a partir de mayo, se observa una reversión en el comportamiento de los precios, especialmente del maíz y del trigo, debido a las mejores perspectivas en la producción mundial. En ese contexto, al 30 de junio de 2014, el precio internacional de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala: petróleo, maíz y trigo, muestran variaciones acumuladas de 7.0%, 0.5% y -7.0%, en su orden.

a) Petróleo

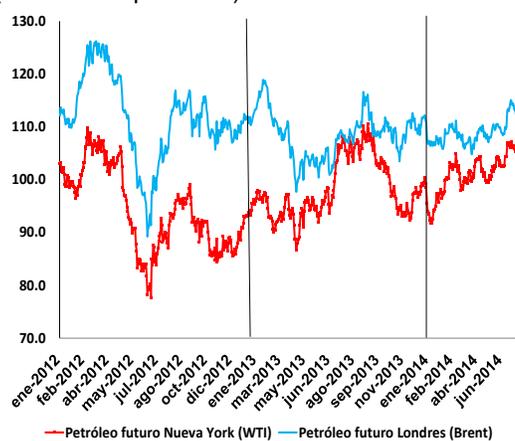
El precio internacional del petróleo en el primer semestre presentó una tendencia al alza como resultado de los continuos problemas de producción en varios de los principales oferentes, de la reducción en los niveles de inventarios de crudo, el incremento de la demanda en algunas economías avanzadas y condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América (clima extremadamente frío), lo que provocó una significativa demanda de refinados para calefacción. Asimismo, las preocupaciones sobre la posibilidad de sanciones más estrictas contra Rusia por el conflicto con Ucrania, incrementó las expectativas de posibles interrupciones en el suministro de crudo proveniente de ese país. El comportamiento al alza del precio del crudo se reflejó en la reducción del suministro de petróleo de productores importantes, tanto dentro como fuera de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP).

Según IHS CERA (*Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates*), la producción mundial de petróleo para 2014 se situaría en 93.2 millones de barriles diarios (mbd), mientras que la demanda mundial de crudo se estima en 93.1 mbd, lo que anticipa un leve superávit de 0.1 mbd, situación que podría mantener alto el precio del crudo.

La producción mundial de petróleo registraría un incremento de 1.6 mbd, respecto de lo observado en 2013 (91.6 mbd) reflejo, principalmente, del aumento en la producción de los Estados Unidos de América, Rusia y Canadá, lo que compensaría la reducción en otros países productores. En efecto, algunos países miembros de la OPEP, como Iraq y Libia, continúan siendo afectados por problemas de inestabilidad política que han ocasionado daños en la infraestructura petrolera, mientras que Irán sigue sujeto al embargo petrolero por parte de la Unión Europea,

Gráfica 4

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

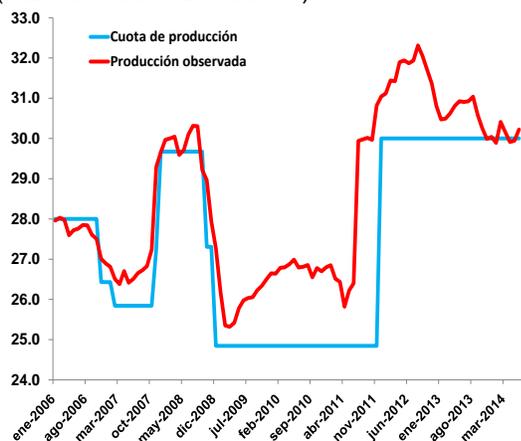


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2014.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

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



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

debido a su programa nuclear. El mayor productor de la OPEP, Arabia Saudita, ha reducido su nivel de producción, debido, entre otros aspectos, a una estrategia de mercado para mantener altos los precios internacionales del crudo. En ese sentido, actualmente, el volumen real de producción de dicha organización es similar a la cuota de producción (30.0 mbd desde 2011), cuando por lo general el valor observado ha superado la cuota, como se ilustra en la gráfica 5. Otro factor que ha incidido en las expectativas del mercado es la crisis política y económica en Venezuela, particularmente durante el primer trimestre del año. Además, destaca el diferendo entre Sudán y Sudán del Sur, cuya producción continúa reduciendo la disponibilidad de crudo proveniente de África.

Las tensiones entre Rusia y Ucrania por el control de la Península Autónoma de Crimea ubicada en territorio ucraniano, que se anexó a Rusia este año como resultado de un referéndum, provocaron sanciones a Rusia por parte de la Unión Europea y de los Estados Unidos de América, las cuales presionaron el precio del petróleo al alza. Por otra parte, los acuerdos alcanzados en 2013 por Siria e Irán con la Organización de las Naciones Unidas para desmantelar el arsenal de armas químicas y el programa nuclear, en su orden, han contribuido a mantener el precio del petróleo estable, aunque en niveles altos.

Vale indicar que Rusia y los Estados Unidos de América continúan registrando importantes incrementos en sus volúmenes de producción. En el caso de Rusia, el aumento se debe a la incorporación de nuevas áreas de extracción y en el caso de los Estados Unidos de América, a la utilización de nueva tecnología.

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de enero 2014			Estimación de abril 2014		
	2013(a)	2014(b)	Variación	2013(a)	2014(b)	Variación
Oferta	91.5	93.6	2.1	91.6	93.2	1.6
Demanda	92.1	93.7	1.6	91.9	93.1	1.2
Balance (oferta - demanda)	-0.6	-0.1	-----	-0.3	0.1	-----

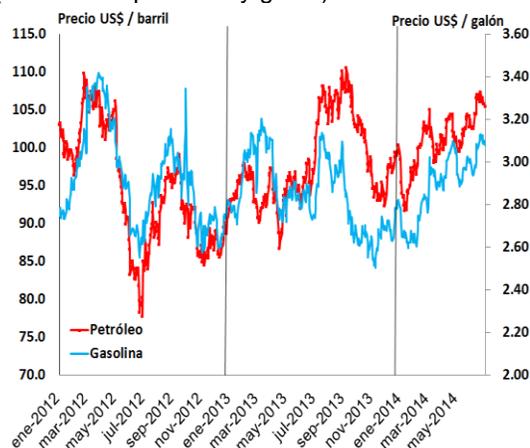
(a) Cifras preliminares.
(b) Cifras proyectadas.
Fuente: IHS CERA.

b) Gasolinas

Durante el primer semestre del año, el precio de la gasolina en los Estados Unidos de América registró una tendencia al alza. Dicho comportamiento se explica, principalmente, por la reducción en el nivel de inventarios, debido al mantenimiento no planificado de algunas refinerías; el cierre temporal de otras, debido a un invierno más severo que, en algunos casos, obligó a la paralización de la actividad industrial, incluyendo a la industria petroquímica; el aumento en la demanda externa; y el incremento estacional en la demanda de dicho refinado ante el inicio del verano en los Estados Unidos de América. Vale destacar que factores geopolíticos, como las tensiones registradas entre Rusia y Ucrania a partir de febrero, también afectaron las cotizaciones internacionales de las gasolinas.

Gráfica 6

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



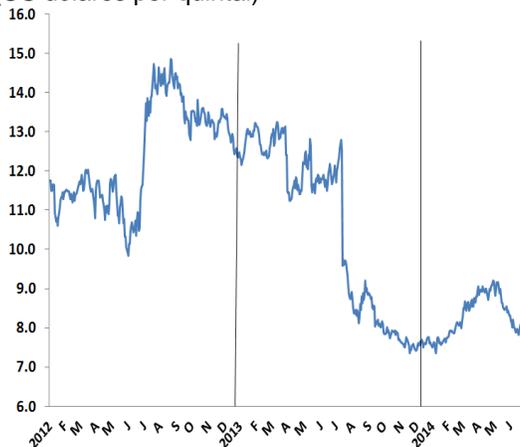
(1) Con información al 30 de junio de 2014.
Fuente: Bloomberg.

c) Maíz

Hasta abril del presente año, luego de la reducción observada en el segundo semestre de 2013, el precio internacional del maíz registró una tendencia al alza. Este comportamiento es el resultado de expectativas de daños a la producción en América del Sur, principalmente en Argentina y en Brasil, como consecuencia de las fuertes sequías que afectaron las áreas de siembra y que provocaron la reducción de las proyecciones de producción, ocasionando que se revirtiera la tendencia a la baja en el precio internacional del grano. La crisis entre Rusia y Ucrania también contribuyó a impulsar el precio internacional, principalmente en marzo, ante las expectativas de que un conflicto militar en la región pudiera comprometer el suministro del grano proveniente de ambos países, importantes productores a nivel mundial.

Gráfica 7

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



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

No obstante lo anterior, a partir de mayo, la tendencia al alza en el precio ha venido revirtiéndose, lo que se asocia a las expectativas de un alto volumen de producción para la cosecha 2014/2015, debido a la previsión de condiciones climáticas favorables. Por ello, se anticipa un incremento en la producción de la República Popular China, Argentina y Rusia.

En cuanto a la producción estadounidense, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) informó que la producción de maíz para la próxima cosecha sería abundante por segundo año consecutivo y conllevaría un aumento en los inventarios, los cuales

se redujeron luego de la sequía registrada en 2012.

Según las estimaciones del referido ente, la producción mundial de maíz para la cosecha 2014/2015 se situaría en 981.1 millones de toneladas métricas (mtm), producción similar a la cosecha previa (981.9 mtm).

En cuanto a la demanda mundial para el período 2014/2015, ésta se estima en 967.5 mtm, superior en 1.7% respecto de la cosecha anterior (951.0 mtm), debido al incremento del consumo mundial, especialmente de la República Popular China, la Unión Europea, Brasil, México e India. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 182.6 mtm, superior en 8.0% respecto de la cosecha anterior (169.0 mtm).

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	868.8	981.9	981.1	13.0	-0.1
Consumo	865.3	951.0	967.5	9.9	1.7
Déficit / Superávit	3.5	30.9	13.6	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: USDA, junio de 2014.

Aun cuando el consenso mantiene expectativas de relativa estabilidad en el precio del grano en este año, existe incertidumbre derivada de las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro, la cual podría tener una mayor incidencia en los patrones de comercio para 2014-2015.

Gráfica 8

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



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

Fuente: Bloomberg.

d) Trigo

El precio internacional del trigo registró un importante incremento durante la mayor parte del primer semestre del presente año; sin embargo, a partir de mayo registra una reducción significativa, posicionándolo en niveles similares a los registrados a inicios del presente año. El alza del precio hasta mayo se atribuyó a los daños en la producción, debido a factores climáticos en los Estados Unidos de América (heladas), Rusia, Kazajistán y Argentina (sequías), situación que generó expectativas de una probable disminución en la oferta mundial; el bajo nivel de inventarios existente por los problemas de cosechas anteriores; el incremento previsto en la demanda, principalmente por parte de las economías emergentes; y la tensión entre Rusia y Ucrania, países

que al igual que en el caso del maíz, son exportadores importantes a nivel mundial, por lo que un problema en el suministro de dichos países reduciría de manera relevante la oferta mundial. En cuanto a la baja observada a partir de mayo, ésta se asocia a las perspectivas de un importante incremento en la producción mundial para la cosecha 2014/2015.

Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2014/2015 se situaría en 701.6 mtm, inferior en 1.7% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (714.0 mtm), debido a la reducción en la producción de Canadá, Turquía, Ucrania, Australia e Irán. En el caso de los Estados Unidos de América, principal exportador a nivel mundial, su producción registraría una reducción derivada, principalmente, de la sustitución de trigo por otros cereales como el maíz y la soya.

Por su parte, el consumo mundial de trigo para el período 2014/2015 se estima en 699.1 mtm, inferior en 0.6% al registrado el año previo (703.2 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 188.6 mtm, cifra superior en 1.4%, respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (186.0 mtm). De acuerdo con la Organización para la Agricultura y la Alimentación, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, la previsión actual del nivel de inventarios continúa siendo baja respecto de su nivel histórico, razón por la cual un incremento en la demanda podría presionar al alza el precio internacional del trigo.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	657.3	714.0	701.6	8.6	-1.7
Consumo	679.3	703.2	699.1	3.5	-0.6
Déficit / Superávit	-22.0	18.4	2.5	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

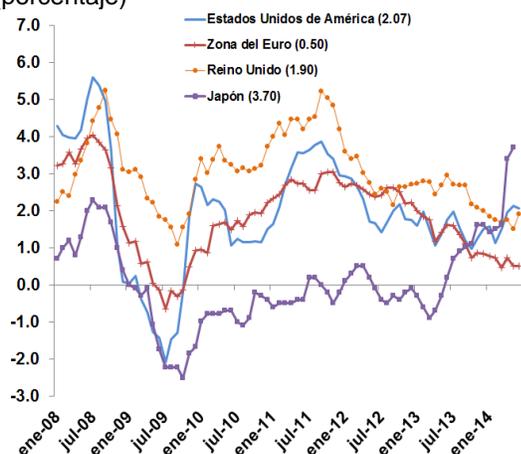
Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2014.

6. Inflación y política monetaria

Durante el primer semestre de 2014, en términos generales, la inflación en las economías avanzadas continuó ubicándose en niveles por debajo de 2%, con excepción de Japón, donde el ritmo inflacionario ha aumentado como resultado de una política monetaria altamente expansiva y, recientemente, por el alza al

Gráfica 9

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



(1) Datos a junio de 2014. Japón a mayo.
Fuente: Bancos centrales.

impuesto a las ventas que llevó el ritmo inflacionario a 3.70% en mayo de este año. Otra excepción es los Estados Unidos de América, donde la inflación se ubicó en 2.07% en junio, debido a incrementos en los precios de los alimentos y de la energía. En las economías emergentes y países en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, la inflación ha empezado a registrar incrementos, particularmente en los rubros de alimentos y de energía. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación también ha empezado a aumentar, en buena medida, porque la inflación en alimentos ha subido.

En los Estados Unidos de América, durante el primer cuatrimestre del año, la inflación continuó en niveles por debajo del objetivo de largo plazo establecido por la FED (2.0%), lo que ha permitido, el mantenimiento de condiciones monetarias altamente acomodaticias. Sin embargo, en mayo la inflación se elevó a su mayor ritmo en los últimos 18 meses (2.13%), como resultado de la recuperación de la demanda y de incrementos en los precios de los alimentos y de la energía, aunque en junio se redujo a 2.07%, mientras que la inflación subyacente se ubicó en 1.93%, muy cerca del nivel objetivo.

En la Zona del Euro, la inflación se ha venido reduciendo de manera significativa, permaneciendo en valores inferiores a 1.0% (0.50% con datos a junio). Los niveles bajos de inflación observados en la región han provocado que el mercado empiece a preocuparse por la posibilidad de un proceso deflacionario, tomando en cuenta que la brecha del producto continúa siendo altamente negativa y que persisten los riesgos a la baja en términos de recuperación económica. Al respecto, el BCE ha enfatizado que la deflación aún no constituye un riesgo relevante y que la recuperación podría ubicar la inflación en valores próximos a su objetivo. Además, confirmó su determinación de mantener una política monetaria ampliamente acomodaticia durante un período de tiempo prolongado y de tomar oportunamente acciones adicionales, incluyendo la utilización de instrumentos de política no convencionales con el fin de reducir los riesgos de deflación. En esa línea, en junio el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir en 10 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, al ubicarla en 0.15%, su mínimo histórico. Se prevé que la inflación se sitúe en 1.0% para 2014 y en 1.1% para 2015.

En el caso de Japón, los estímulos fiscales y monetarios

adoptados por el gobierno en 2013 (políticas Abenómicas) han contribuido a contrarrestar el proceso deflacionario crónico registrado en la última década. Así, la inflación ha aumentado gradualmente desde junio del año anterior, ubicándose en mayo de este año en 3.70%. Dicho comportamiento se explica, como se mencionó, en buena medida, por el efecto del programa de flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa, así como por el aumento del impuesto sobre las ventas (de 5.0% a 8.0%)⁷. El Banco Central de Japón (BCJ) ha indicado que mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario.

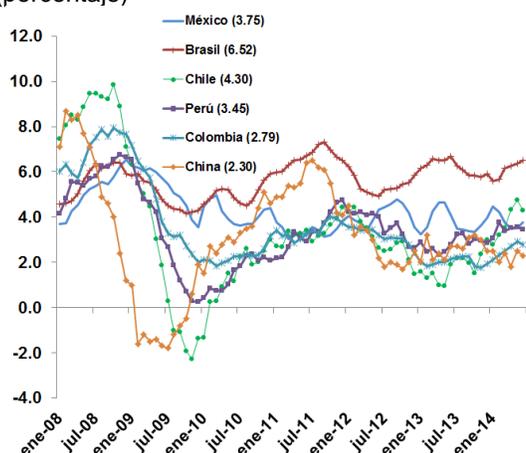
Durante el primer semestre de 2014, en la mayoría de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la inflación, en términos generales, mantuvo una tendencia al alza. En ese contexto, la respuesta de política monetaria ha sido heterogénea, mientras algunos países han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, otros la han elevado para evitar mayores salidas de capitales y, por ende, una mayor depreciación cambiaria, así como para reafirmar sus compromisos de estabilidad macroeconómica. Cabe indicar que, a pesar de la ralentización de la demanda interna en varios países, muy pocos han disminuido sus niveles de tasa de interés de política monetaria y, en general, ha sido porque la demanda interna se está desacelerando, o porque desean desestimular los flujos de capital, pero en un contexto en el que las expectativas de inflación de mediano plazo están ancladas a la meta.

En la República Popular China, la inflación se ha ubicado por debajo de la meta establecida por el Banco Popular de China (3.50%), registrando en junio un nivel de 2.30%, lo que daría espacio para implementar estímulos económicos que mitiguen la desaceleración observada en dicha economía y permitir que la tasa de interés de referencia se mantenga en 6.0%.

En América Latina, durante el primer semestre del año, las inflaciones de las principales economías que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) presentaron una tendencia al alza, con excepción de México; sin embargo, se ubicaron dentro de la meta de inflación, excepto en Perú, en Chile y en Brasil, donde el nivel actual de inflación se encuentra por arriba del límite superior del rango meta. No

Gráfica 10

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



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

⁷ El incremento en la inflación derivado del alza en el impuesto sobre ventas, como es usual, sería un efecto de una sola vez.

obstante, se espera que éstas converjan a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2014. En general, el incremento en la inflación se explica por el alza registrada en los precios de los alimentos y de los energéticos en el presente año. El comportamiento de la inflación ha provocado tres tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias. Por una parte, países como Brasil y Colombia decidieron incrementar el nivel de sus tasas de interés de política monetaria (para ubicarlas en 11.0% y 4.0%, respectivamente). En el caso de Brasil, debido a las presiones internas de precios y, según varios expertos internacionales, como una forma preventiva de aminorar los efectos de la normalización de la política monetaria estadounidense; y en el caso de Colombia, al aumento en las expectativas de inflación y a que la demanda interna continuará creciendo cerca de su nivel potencial. Por su parte, Perú decidió mantener el nivel de su tasa de interés de política en 4.0%; mientras que Chile y México decidieron bajar su tasa de interés de política monetaria para ubicarla en niveles de 4.0% y 3.0%, en su orden.

En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de Honduras, la inflación se ha moderado en lo que va del año, debido principalmente a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles), cuyos precios, aunque altos, son menores que los del año anterior. Vale indicar que Costa Rica durante el primer semestre del año ha incrementado su tasa de interés de política monetaria en 150 puntos básicos (ubicándola en 5.25%), debido a que la reciente depreciación del tipo de cambio nominal ha incrementado las expectativas de inflación con un efecto negativo sobre la demanda de dinero. Por su parte, Guatemala redujo su tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, considerando que tanto el ritmo inflacionario total observado como el pronosticado para el horizonte de política monetaria relevante se ubican dentro de la meta de inflación.

En opinión de *la Unidad de Inteligencia de The Economist*, los bancos centrales de América Latina empezarían a incrementar sus tasas de interés en respuesta a la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, pero el margen de maniobra dependerá de otros factores, como la fortaleza de la

demanda interna, los niveles de inflación y la apertura de la cuenta de capitales.

RECUADRO 2 ¿ESTÁ SOBRECARGADA LA POLÍTICA MONETARIA?

Derivado del impacto de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, los bancos centrales de las economías avanzadas han adquirido un nivel de responsabilidad sin precedentes. Tanto el gobierno como el sector privado, parecen tener mayores expectativas sobre las soluciones que puede brindar la política monetaria a problemas que no necesariamente se enfocan en el espectro de la política monetaria tradicional. En ese contexto, el que no se logre apreciar claramente los límites sobre lo que un banco central puede, o no puede hacer, trae implícitamente riesgos y consecuencias negativas de largo plazo que pueden llegar a ser más relevantes que los beneficios inmediatos que una política monetaria acomodaticia conlleva.

De acuerdo a Orphanides (2013), existen tres problemas que contribuyen a que la política monetaria se extralimite de su objetivo principal, la estabilidad en el nivel general de precios. El primero, se refiere al papel de fomentar el pleno empleo y sus efectos en la actividad económica. En las economías avanzadas, la falta de dinamismo económico ha provocado altos niveles de desempleo, especialmente, en el grupo de jóvenes-adultos. Asimismo, el débil crecimiento económico, aunado a bajos ingresos tributarios, ha provocado que la deuda soberana de muchos países se vuelva más vulnerable. Bajo estas circunstancias, facilitar una disminución en el costo de financiamiento de los gobiernos, se ha adicionado al quehacer de la banca central. Según Orphanides, la mejor vía para que la política monetaria contribuya al objetivo de alcanzar el pleno empleo, es enfocarse en la estabilidad de precios.

El segundo problema, se refiere al logro de la sostenibilidad fiscal, facilitando la reparación de las hojas de balance del sector público en el transcurso del tiempo. En ese sentido, la política monetaria puede facilitar el financiamiento de la deuda del gobierno en diferentes formas. Por ejemplo, bajas tasas de interés benefician directamente a todos los deudores con acceso a financiamiento barato, incluyendo a los gobiernos; las grandes compras de bonos del tesoro asociadas a medidas de política monetaria no convencionales, dan otro beneficio directo a los gobiernos. Sin embargo, el mayor riesgo que existe en la monetización de la deuda se asocia a las consecuencias inflacionarias que podría ocasionar un retiro tardío del exceso de liquidez en la economía.

El tercer problema es la necesidad de preservar continuamente la estabilidad financiera, el cual se puede dividir en dos fases. La primera, comprende la prevención de crisis financieras; en esta fase, los bancos centrales tendrían que implementar medidas macroprudenciales diseñadas para contener la acumulación de desbalances y de esa manera prevenir el riesgo de posibles perturbaciones en el sistema financiero. En lo que respecta a las medidas microprudenciales y el sector bancario, el riesgo general de crisis futuras puede ser reducido al ajustar los marcos regulatorios de manera que se requieran mayores niveles de capital. La segunda fase comprende las acciones necesarias para enfrentar una crisis financiera. La característica de la banca central asociada con el rol de prestamista de última instancia, crea un riesgo potencial que amenaza la credibilidad y la independencia de un banco central; sin embargo, ante la preocupación de un sector bancario debilitado, se puede subordinar la política monetaria y colocarla en el dilema de evitar problemas bancarios o generar mayores niveles de inflación mediante una política monetaria demasiado acomodaticia.

Por tanto, para determinar si la política monetaria está extralimitándose o no, se puede cuantificar el nivel de riesgo asociado a las políticas que actualmente realiza el banco central y que pueden estar amenazando la capacidad que tiene de mantener la estabilidad de precios en el futuro. Mientras más responsabilidades no propias son delegadas al banco central, más aumentan los incentivos para sesgar políticamente a la entidad y utilizar indebidamente sus recursos. Una política monetaria sobrecargada puede eventualmente disminuir y comprometer la independencia y credibilidad del banco central y, por consiguiente, reducir su efectividad para mantener la estabilidad de precios y contribuir al manejo de una crisis.

En la práctica, cuando otras políticas económicas no alcanzan los objetivos deseados, puede parecer atractivo para los bancos centrales usar la política monetaria para alcanzar metas más amplias y compensar dichas deficiencias. Sin embargo, como se indicó, el riesgo que esto conlleva es que al perseguir múltiples objetivos simultáneamente, lo que sitúa al banco central en el espectro político, puede comprometer su independencia y provocar que pierda el enfoque en su objetivo fundamental. Por tanto, el riesgo de depender demasiado de la política monetaria y exigir que ésta se centre en objetivos distintos a la estabilidad de precios, es que se puede regresar al pasado, en donde los gobiernos solicitaban a los bancos centrales dedicarse al crecimiento económico y al cuidado de otros aspectos de la economía. Esa práctica, como se indicó, suele dar como resultado que los bancos centrales fallen incluso en la única tarea que la política monetaria realmente puede alcanzar, la estabilidad en el nivel general de precios.

Fuente: Athanassios Orphanides. "Is Monetary Policy Overburdened?" Working Paper 435. Banco de Pagos Internacionales. December 2013.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

Según el consenso de varios entes internacionales, la actividad económica mundial continuará recuperándose en 2014, principalmente, por el mejor desempeño de las economías avanzadas, debido a un menor ritmo de consolidación fiscal, menores riesgos sobre la sostenibilidad de la deuda pública y condiciones financieras favorables; mientras que en algunas economías con mercados emergentes y países en desarrollo las perspectivas de crecimiento se han moderado, particularmente en la República Popular China, dados los efectos de la normalización de la política monetaria de los países avanzados y algunas debilidades internas provenientes de factores estructurales. En todo caso, las perspectivas para el presente año anticipan un crecimiento levemente superior al observado en 2013, aunque con riesgos a la baja.

De acuerdo con estimaciones del FMI, en 2014 el crecimiento económico mundial se situaría en 3.4% (3.2% en 2013) y en 2015 se ubicaría en 4.0%. Las economías avanzadas crecerían 1.8% en 2014 y 2.4% en 2015; mientras que las economías emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% y 5.2% en 2014 y en 2015, respectivamente.

En las economías avanzadas, el mejor desempeño provendría de los Estados Unidos de América, estimándose un crecimiento de 1.7% para 2014 y de 3.1% para 2015. El crecimiento previsto sería resultado del mayor dinamismo de la inversión fija, tanto residencial como no residencial, del consumo privado y de las exportaciones, en un contexto en el que la tasa de desempleo ha venido registrando una disminución gradual y progresiva, situándose en el nivel más bajo desde septiembre de 2008, aunado a un menor ajuste fiscal y al mantenimiento de una política monetaria expansiva que apoyarían la mejora de la actividad económica. En lo que respecta a la inflación, ésta se ubicó ligeramente por arriba del nivel objetivo (2.0%) en junio, pero se anticipa que la misma se ubicará en 1.9% al finalizar 2014 y en 1.8% a finales de 2015.

En cuanto a la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión, se prevé un crecimiento de 1.1% para 2014 (-0.4% en 2013) y de 1.5% para 2015. La recuperación continuaría siendo más intensa en los países del centro y más débil en los de la periferia, en especial en aquellos con elevada deuda pública y

fragmentación financiera, en un contexto de mejora de las condiciones de financiamiento, avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como del fortalecimiento gradual de la demanda externa. No obstante, los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a los altos niveles de desempleo, el deterioro de los balances de los sectores público y privado y los posibles efectos de una mayor intensificación de la crisis Rusia-Ucrania. Con relación a la inflación, ésta podría ubicarse en niveles de 1.0% en 2014 y 1.1% en 2015, considerablemente por debajo de la meta establecida por el BCE (2.0%), debido a que las presiones inflacionarias seguirían siendo moderadas en virtud de que las brechas del producto aún son negativas.

En Japón, las expectativas de crecimiento para 2014 apuntan a un crecimiento de 1.7%, levemente superior al registrado en 2013 (1.5%) y para 2015 se ubicaría en 1.3%, como resultado del fortalecimiento de la inversión privada y la recuperación de la demanda externa, en tanto que el ajuste fiscal, que inició en abril, provocaría un efecto restrictivo, especialmente en el consumo privado. Se anticipa que la inflación se situaría en 2.9% y 1.9% en 2014 y en 2015, respectivamente. Dichos resultados estarían asociados a la continuidad de la política monetaria altamente acomodaticia, al ajuste impositivo antes comentado, a la reducción de la brecha del producto y a la debilidad del yen.

En las economías con mercados emergentes, las proyecciones anticipan un crecimiento de 4.6% en 2014 (4.7% en 2013) y de 5.2% en 2015, aunque persiste la incertidumbre sobre el impacto que tendría el retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas, especialmente en aquellas economías con fundamentos macroeconómicos menos sólidos y, por tanto, más sensibles a la evolución de las condiciones internas y externas. Asimismo, dicho comportamiento estaría asociado a la recuperación de la demanda externa, ante el mejor desempeño de las economías avanzadas, así como por las depreciaciones de las monedas; el endurecimiento de las condiciones financieras (externas e internas) que implicaría menores flujos de capital a un mayor costo; y un menor dinamismo en el gasto de los consumidores. Con relación a la inflación, se estima que se situaría en 5.4% en 2014, reflejando una reducción respecto de lo observado en 2013, explicada, en parte, por la disminución en los

precios de algunas materias primas. Para 2015 se prevé que la inflación se sitúe en 5.3%.

En la República Popular China se anticipa que el crecimiento económico para 2014 se sitúe en 7.3% para 2014 (7.7% en 2013) y en 7.1% para 2015, congruente con la estrategia (establecida por el gobierno chino) de realizar reformas estructurales para corregir algunos desequilibrios internos y asegurar la sostenibilidad del crecimiento de largo plazo, por lo que el rebalanceo de su modelo de crecimiento económico se centra en incentivar el consumo privado. Asimismo, se busca reducir la dependencia de la inversión impulsada por las facilidades de crédito, ya que se considera que el financiamiento excesivo genera riesgos y vulnerabilidades en el sistema financiero. Para mitigar dichos riesgos se han adoptado algunas medidas en el ámbito financiero y cambiario, tales como el anuncio de un cronograma de reformas financieras (creación de un régimen de garantía de depósitos y liberalización de las tasas de interés) y la ampliación del margen de fluctuación del tipo de cambio nominal. Se prevé que la inflación podría mantenerse contenida en alrededor de 3.0% en 2014 y en 2015.

En América Latina y el Caribe, se prevé un crecimiento de 2.0% en 2014 (2.6% en 2013) y de 2.6% en 2015. En dicha previsión, la reducción en los precios de algunas materias primas (no petroleras) constituye un factor de riesgo que afectaría las exportaciones de las economías emergentes, ante la desaceleración de la actividad económica china; sin embargo, la recuperación de las economías avanzadas, especialmente la de los Estados Unidos de América, contribuiría a incrementar la demanda externa. En México se anticipa un crecimiento de 2.5% para 2014 y de 3.7% para 2015, impulsado, principalmente, por una mayor demanda de los Estados Unidos de América, lo que contribuiría a incrementar la demanda externa en un entorno en que continúa siendo importante el proceso de reforma económica impulsado por el gobierno, cuyo propósito es reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico, principalmente, en sectores importantes como el energético y el de las telecomunicaciones. Se proyecta que la inflación se sitúe en 4.0% y 3.7%, en 2014 y 2015, respectivamente.

En el caso de Brasil, se prevé que la actividad económica registre un crecimiento de 1.3% en 2014 y 2.0% en 2015. La

ralentización en la actividad económica responde a las condiciones financieras más restrictivas, a la contracción en la producción, a la baja inversión y a un estancamiento en el gasto del consumidor, aunado a los bajos niveles de confianza empresarial. Respecto a la inflación, se estima que ésta podría situarse en 5.8% en 2014 y en 5.4% en 2015.

En Colombia y Perú, se prevé que las tasas de crecimiento económico presenten una mejora para el presente año, al situarse en 4.5% y 5.5%, respectivamente, mientras que para 2015 se ubicarían en 4.5% y 5.8%, en su orden. En Chile, por su parte, la desaceleración observada en la inversión privada, principalmente en el sector minero ante la caída en el precio del cobre, moderaría el crecimiento previsto, situándose en 3.2% en 2014 y en 4.1% en 2015. En cuanto a la inflación, en términos generales, se anticipa que converja a las metas establecidas por sus autoridades monetarias.

Para la región centroamericana, en 2014 no se anticipan importantes cambios respecto de lo observado en 2013, y su crecimiento se prevé en 3.2% para 2014 y en 3.3% para 2015, apoyado por el mejor desempeño de las economías avanzadas, particularmente de los Estados Unidos de América, situación que podría propiciar un mayor crecimiento económico, mediante mayores exportaciones, mejora de los términos de intercambio y un mayor flujo de remesas, inversión extranjera directa y turismo. Se anticipa que la inflación podría situarse en 4.9% en 2014, debido, principalmente, a los efectos del comportamiento del precio de los alimentos, tanto a nivel interno como externo y para 2015 se estima que podría situarse en 4.8%.

Cuadro 4**Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación de los Socios Comerciales de Guatemala (porcentajes)**

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Principales socios						
Estados Unidos	1.9	1.7	3.1	1.5	1.9	1.8
El Salvador	1.6	1.6	1.7	0.8	2.0	2.6
Honduras	2.6	3.0	3.1	4.9	6.8	5.5
Zona del Euro	-0.4	1.1	1.5	0.8	1.0	1.1
México	1.1	2.5	3.7	4.0	4.0	3.7
Otros socios						
Colombia	4.3	4.5	4.5	1.9	2.7	3.0
Japón	1.5	1.7	1.3	1.4	2.9	1.9
Brasil	2.5	1.3	2.0	5.9	5.8	5.4
Chile	4.2	3.2	4.1	3.0	3.0	3.0
Perú	5.0	5.5	5.8	2.9	2.3	2.0
Reino Unido	1.7	3.1	2.7	2.1	1.9	1.9
China	7.7	7.3	7.1	2.5	3.0	3.0
Mundial	3.2	3.4	4.0	3.3	3.7	3.5
-Economías avanzadas	1.3	1.8	2.4	1.4	1.6	1.7
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.6	5.2	5.9	5.4	5.3
-América Latina y el Caribe^{1/}	2.6	2.0	2.6	6.4	6.8	5.9
-América Central	3.1	3.2	3.3	4.1	4.9	4.8
Principales socios	1.6	1.8	2.9	1.9	2.5	2.4

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

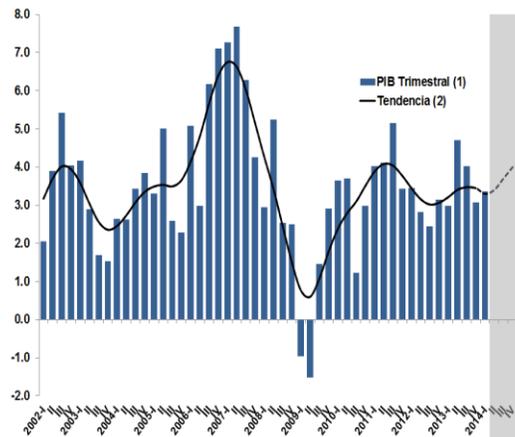
^{1/} En la inflación se excluye a Argentina y se refiere a la inflación promedio anual.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Gráfica 11

Producto Interno Bruto Trimestral
(porcentajes)



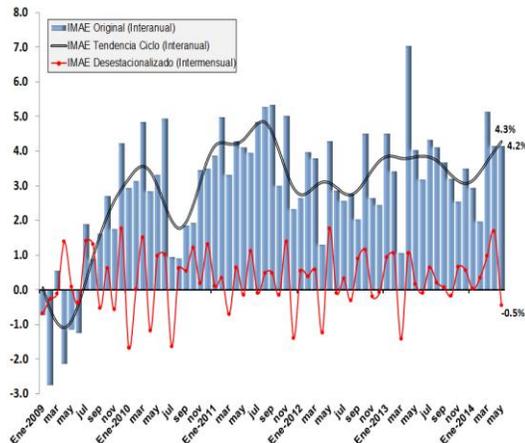
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2014.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 12

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



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a mayo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

El Producto Interno Bruto del primer trimestre de 2014, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.4% (ver detalle en Anexo 1). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: Explotación de minas y canteras; Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Servicios privados; Comercio al por mayor y al por menor; e Industrias manufactureras, que en conjunto explicarían alrededor de 75.0% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo registrado en todos los componentes de la demanda, en particular en el gasto de consumo privado y en el gasto de consumo del Gobierno General, así como de la recuperación mostrada por la inversión en capital fijo.

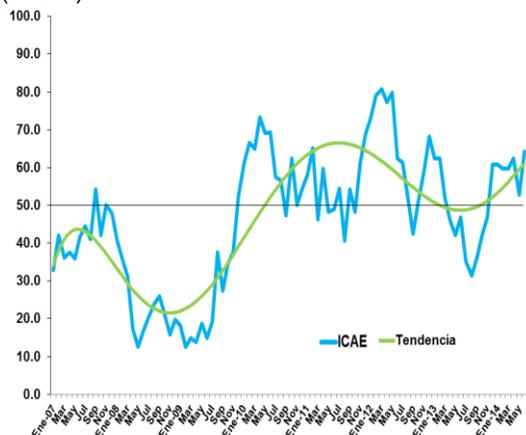
El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2014 fue mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2013 (3.1%) y sustenta las previsiones de crecimiento económico para 2014 (de entre 3.3% y 3.9%). Además, indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), continúan mostrando dinamismo. En efecto, a mayo del presente año, el IMAE revela un crecimiento de 4.2%⁸, resultado de la incidencia positiva de los sectores de explotación de minas y canteras; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y comercio al por mayor y menor. El crecimiento interanual de la tendencia ciclo de dicho indicador a mayo fue de 4.3%, lo cual anticipa que la actividad económica en el segundo trimestre del año podría estar siendo más dinámica respecto de los dos trimestres anteriores (gráfica 12).

Durante el primer semestre del año, las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, como lo denota el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) que a junio, se ubicó en 64.29 puntos, mayor al observado el mismo mes del año anterior (46.88 puntos), ver gráfica 13.

⁸ Variación interanual de la serie original del IMAE.

Gráfica 13

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

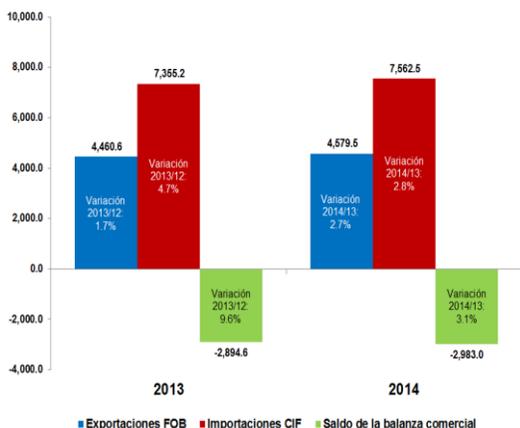


(1) Con información a junio de 2014.

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

Gráfica 14

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



(1) Con información a mayo de cada año.

Fuente: Declaraciones aduaneras de mercancías y formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación e importación.

B. SECTOR EXTERNO

A mayo de 2014, el comercio exterior de Guatemala mostró un mayor dinamismo con respecto a similar período de 2013, en congruencia con las mejores perspectivas del volumen de comercio mundial para 2014 (4.3%, según el FMI) asociadas, en parte, al fortalecimiento previsto en la actividad económica mundial. En efecto, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un crecimiento de 2.7%; mientras que el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 2.8%; dando como resultado un saldo deficitario en la balanza comercial de US\$2,983.0 millones, superior en US\$88.4 millones (3.1%) al observado en el mismo período de 2013.

El desempeño de las exportaciones refleja, principalmente, el aumento en el volumen exportado (7.5%), dado que en ese período se registró una reducción en el precio medio (4.5%). Entre los principales productos de exportación destacan, en su orden, los artículos de vestuario; el azúcar; el café; el banano; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; y las piedras y metales preciosos y semipreciosos, que con excepción del banano, registraron disminuciones en su valor de exportación.

Las ventas al exterior de artículos de vestuario disminuyeron 3.4%, a consecuencia de una reducción en el precio medio de exportación (2.6%) y, en menor medida, de una merma en el volumen exportado (0.8%), asociada a una débil demanda por parte de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 90% de estos bienes; en tanto que, las ventas hacia otros destinos mantuvieron su dinamismo.

El valor de las exportaciones de azúcar se redujo 25.0%, reflejo tanto de la disminución del volumen exportado (19.1%) como del precio medio por quintal (7.3%), al pasar de US\$22.54 a US\$20.90. La disminución en el precio obedece a una mayor oferta en los mercados internacionales, especialmente por los altos inventarios que poseen Tailandia, India y Brasil, pese a que en este último país se reportaron condiciones climáticas adversas (sequías) que afectaron el rendimiento de los cultivos a inicios de año. En cuanto a la producción nacional de azúcar, ésta se ha beneficiado de mejores condiciones climáticas y de una alta productividad; con ello, la zafra 2013/2014 que concluyó en mayo, aumentó en alrededor de 3.3%. De esa cuenta, la reducción interanual en el volumen de exportación resulta de comparar el volumen actual con

el importante aumento registrado en similar período del año anterior (21.6%) y no a una merma en la producción local.

El valor de las exportaciones de café mostró una disminución de 5.5%, explicada, por la reducción del volumen exportado (7.2%), asociado a los daños en las plantaciones del grano ocasionados por la roya, la cual también ha afectado la producción en México y la de algunos países de Centroamérica; que fue contrarrestada, en parte, por el aumento del precio medio por quintal (1.8%), al situarse en US\$154.25 (US\$151.51 en igual período de 2013). El alza en el precio del café ha sido resultado, principalmente, de las condiciones climáticas adversas en Brasil, donde se han registrado sequías en las principales regiones productoras.

El valor de las exportaciones de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró una reducción de 9.0%, la cual se debió tanto al menor precio medio de exportación (-8.6%) como al menor volumen exportado (-0.4%), esto último explicado, fundamentalmente, por una menor demanda por parte de los Países Bajos.

En cuanto a las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos, vale indicar que a pesar del significativo aumento de las mismas en términos de volumen (108.4%), éste no logró compensar la importante caída que experimentó el precio medio de exportación (66.0%), la cual reflejó la disminución en el precio internacional del oro y de la plata; como resultado, el valor de las exportaciones de este rubro fue de 29.2%.

A diferencia de los productos anteriores, como se indicó, el valor exportado de banano registró un incremento de 15.4%, explicado por un aumento en el volumen de 11.4% y un incremento en el precio medio de 3.6%, al pasar de US\$14.47 a US\$15.00 por quintal. Dicho comportamiento, se asocia a la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América (mercado al cual se destina el mayor porcentaje de ventas), así como a las compras por parte de otros países como Alemania, Italia y Corea del Sur.

En cuanto al valor CIF de las importaciones, éste estuvo determinado por un incremento en el volumen importado (8.9%), dado que se registró una disminución en el precio medio de importación (5.9%). Los mayores incrementos se dieron en materiales de construcción (11.4%), combustibles y lubricantes (8.5%), bienes de capital (5.0%) y bienes de consumo (4.1%); en el caso de las materias primas y productos intermedios se observó una disminución (3.3%), resultado en parte de menores precios

medios.

Al 30 de junio de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$2,704.0 millones, superior en US\$225.5 millones (9.1%) respecto del monto registrado en igual período de 2013. Dicho resultado se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó en la fecha citada en US\$7,096.4 millones, equivalente a un financiamiento de 4.6 meses de importación de bienes, lo que, de acuerdo con estándares internacionales, continúa reflejando una sólida posición externa del país.

Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad; registrando al 30 de junio de 2014, una apreciación de 0.80% respecto del 31 de diciembre de 2013 y de 0.69% en términos interanuales.

C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2014

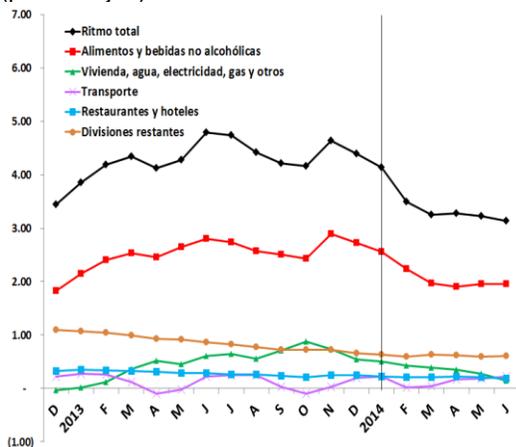
1. Evolución reciente de la inflación

A junio de 2014, el ritmo inflacionario se situó en 3.13%, valor que se encuentra dentro del margen de la meta de inflación establecido por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), y debajo del valor puntual. El ritmo inflacionario continuó con la desaceleración que empezó a registrarse durante el segundo semestre del año anterior. El comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se explica, de acuerdo a su impacto, por las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Transporte*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Recreación y cultura*, que en conjunto explican el 90.01% de la inflación total observada (gráfica 15).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) registró, en promedio, el mayor impacto, dado que a junio ha mostrado variaciones interanuales que han sido superiores al ritmo de inflación total (alrededor de 6.0%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: el Pan y cereales; las Hortalizas, legumbres y tubérculos; las

Gráfica 15

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



(1) Con información a junio de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Frutas; y las Carnes. El grupo de gasto Pan y cereales se explica principalmente por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería y Pan, los que responden, en el primer caso, a que la cosecha de maíz se encuentra en un ciclo bajo en las principales regiones productoras del país, por lo que el mercado se ha abastecido con inventarios; y en el caso del Pan, al comportamiento del precio internacional del trigo, principal materia prima en su proceso de elaboración. Cabe indicar que ambos gastos básicos también han sido afectados por el incremento del precio medio del gas propano a nivel interno, asociado al alza en el precio internacional del gas natural.

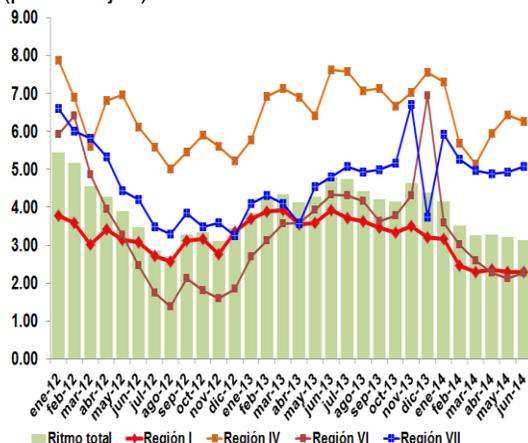
En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza registrada se explica, principalmente, por los incrementos en el precio medio de la Papa, el Culantro, la Cebolla, Otras legumbres y hortalizas, el Tomate, la Zanahoria y el Güisquil, que de acuerdo a información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), es resultado de una disminución de producto en el mercado interno y del incremento en la demanda del mercado externo, especialmente de El Salvador y Honduras.

Con relación a las Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicha división registraron alza en su precio medio, principalmente las Frutas de estación, Aguacate y Naranjas. En el caso de las Frutas de estación, se registró un alza en el precio medio del limón, el mango y la papaya, debido a factores estacionales en su ciclo de producción. El alza en el precio medio del grupo de gasto Carnes, refleja el aumento en el precio medio de la carne de pollo y la carne de res, resultado de una disminución de la oferta interna.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* refleja el comportamiento del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad. En el Gas propano, derivado de los ajustes realizados por las dos principales distribuidoras de gas en el país, ante el aumento del precio internacional del gas natural, asociado al invierno más severo de lo usual en los Estados Unidos de América. Por su parte, la disminución en el precio del Servicio de electricidad, refleja la reducción del pliego tarifario trimestral, tanto para la tarifa social como para la no social. Dicha reducción no aplicó para todas las regiones del país, sino que únicamente para la región I (Metropolitana) y Región V (Central), debido, principalmente, a las tarifas que imponen las empresas que distribuyen la energía eléctrica.

Gráfica 16

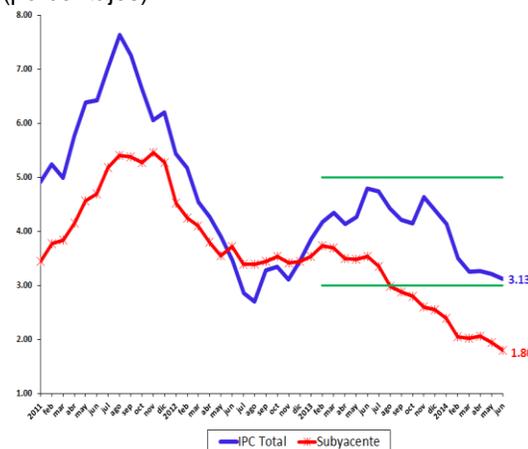
Comportamiento del ritmo inflacionario por regiones (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 17

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



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

Con relación al incremento en la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, éste denota el alza en el precio medio del Seguro, principalmente el de vehículos y el de vida. La división de gasto *Restaurantes y hoteles* fue influenciada por el incremento en el precio medio de los gastos básicos Almuerzo consumido fuera del hogar, el Desayuno consumido fuera del hogar y las Otras comidas consumidas fuera del hogar, en congruencia con los aumentos registrados en otros rubros. Mientras que la división de gasto *Transporte*⁹ mostró un comportamiento moderado resultado, principalmente, de los precios del Transporte aéreo y urbano, así como de las Gasolinas superior y regular.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país¹⁰, a junio, se observa alza en todas las regiones, destacando dentro de éstas, según su impacto, las regiones I, VII, IV y VI (gráfica 16). Al analizar en conjunto las ocho regiones cotizadas, se observa que cuatro de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total, las que tuvieron una incidencia de 46.33% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte*.

Con relación a la inflación subyacente, ésta registró una variación interanual de 1.80%, reflejando una tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2013. Los rubros asociados a los alimentos continúan siendo los productos que registran mayor volatilidad, por lo que, alzas importantes en estos productos se excluyen de la inflación total (gráfica 17).

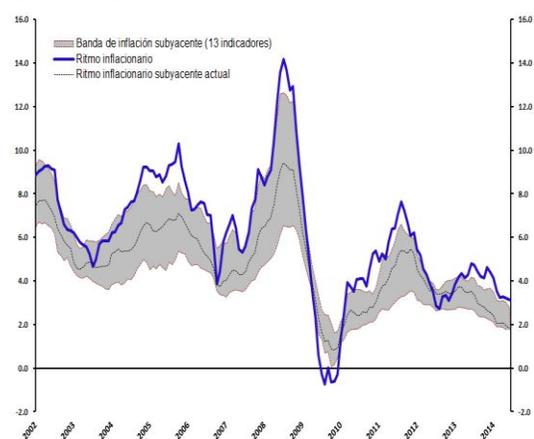
Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que se realizan al comportamiento del IPC, se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles, de exclusión fija de gastos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

⁹ Esta división de gasto históricamente ha tenido una alta incidencia en el comportamiento de la inflación total; sin embargo, su incidencia en junio explicó únicamente el 5.75%.

¹⁰ La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Petén).

Gráfica 18

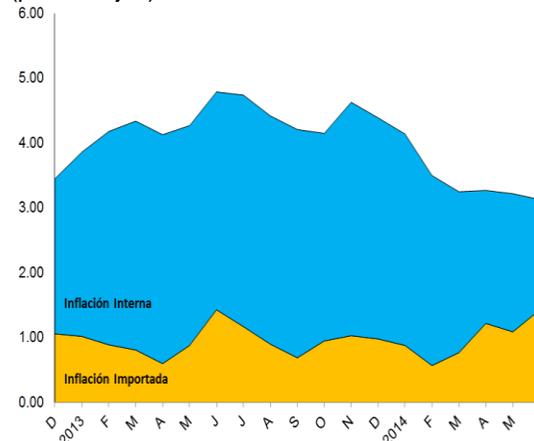
Inflación Subyacente (1) (porcentajes)



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

Gráfica 19

Composición de la Inflación Total (1) (porcentajes)



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

estos diferentes cálculos ha demostrado que la medida de inflación subyacente actual¹¹, ha mostrado ser la más estable y congruente con la tendencia observada, permaneciendo en el centro de la estimación; sin embargo, en los últimos meses, el cálculo actual se ha sesgado hacia el límite inferior de la banda, debido a que la división de alimentos y bebidas, al haber presentado los incrementos más importantes y mayor volatilidad que el resto de las divisiones, hace que la mayoría de aumentos en la referida división sean excluidos del cálculo de la inflación subyacente (gráfica 18). Al considerar los 13 métodos citados, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.65% y 2.78%.

La inflación importada, a junio registró una disminución, asociada, principalmente, a la reducción observada en el precio internacional del maíz y del trigo (gráfica 19).

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

a) Pronósticos de corto plazo

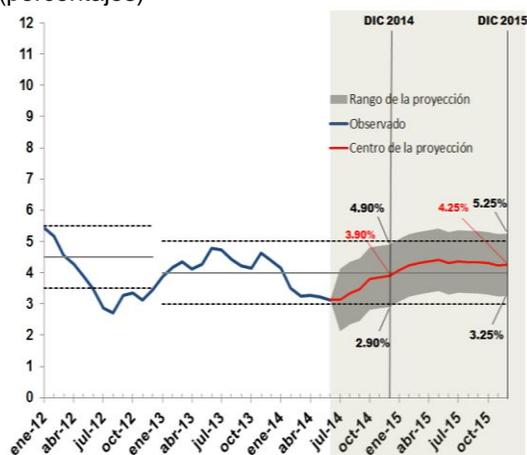
Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en valores entre 2.90% y 4.90% y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, respectivamente. Para 2014, los límites inferior y superior se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo (3.0% y 5.0%, respectivamente); mientras que para 2015 exceden los límites inferior y superior de la referida meta. Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 2.00% y 4.00% y entre 2.50% y 4.50% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, en su orden; en ambos casos, los referidos límites se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

La trayectoria de la inflación según los pronósticos de corto plazo, estaría sujeta a ciertos factores, tanto externos como internos, que podrían provocar fluctuaciones temporales en la inflación. Con relación a los factores externos, se espera que la actividad económica global continúe recuperándose, impulsada principalmente por las economías avanzadas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, en un

¹¹ Metodología utilizada oficialmente para el cálculo de la inflación subyacente, la cual excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de cada mes.

Gráfica 20

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

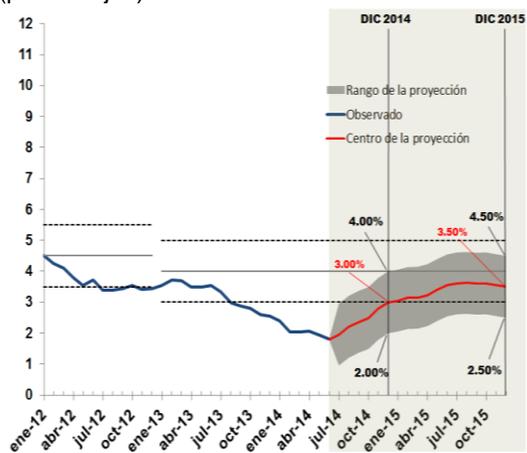


(1) Información observada a junio de 2014 y proyectada a diciembre 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 21

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

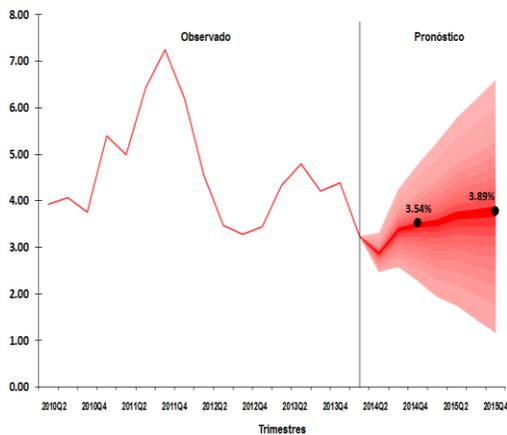
contexto en el que persisten riesgos a la baja, particularmente en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, así como por la continuidad de los conflictos geopolíticos y la probabilidad de ocurrencia de fenómenos climáticos adversos que afecten la producción agrícola. Entre los factores internos se pueden mencionar los siguientes: i) la demanda interna estaría observando un mayor dinamismo a partir del segundo trimestre, lo cual implicaría presiones inflacionarias, aunque moderadas, persistiendo la proyección de que la brecha del producto es actualmente cercana a cero; ii) el ritmo inflacionario de la división de alimentos podría dejar de caer, derivado de un incremento en la división de alimentos a partir del segundo semestre del año; iii) prevalece la incertidumbre sobre la ocurrencia y magnitud del fenómeno climático El Niño, el cual podría causar incrementos en la inflación; iv) se espera que se modere el precio del gas propano, a medida que se normalicen los inventarios de gas natural, luego de una temporada inusualmente fría y prolongada en el hemisferio norte a principios de año; v) se prevé que la demanda de los principales socios comerciales, como El Salvador y Honduras, no generen fuertes presiones al alza en los precios de los alimentos; y vi) se prevé un comportamiento moderado en el precio medio del servicio de electricidad. Por su parte, los pronósticos para 2015 responden, principalmente, por el lado de los factores externos, al ritmo de crecimiento de la economía mundial y a la evolución del precio internacional de las principales materias primas. En todo caso, las proyecciones permiten anticipar que la meta de inflación estaría cumpliéndose tanto en 2014 como en 2015.

El pronóstico de la inflación subyacente prevé que los productos de la canasta subyacente registren menores tasas de variación en el transcurso del año; asimismo, no se prevén en el corto plazo alzas importantes en el precio internacional de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo) que impacten en los precios internos. En ese contexto, las presiones inflacionarias provenientes de choques de oferta estarían relativamente contenidas; sin embargo, en la segunda parte del año, como se indicó, se prevé un aumento de la inflación subyacente debido a efectos de demanda agregada.

b) Pronósticos de mediano plazo

Gráfica 22

Pronósticos de Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)



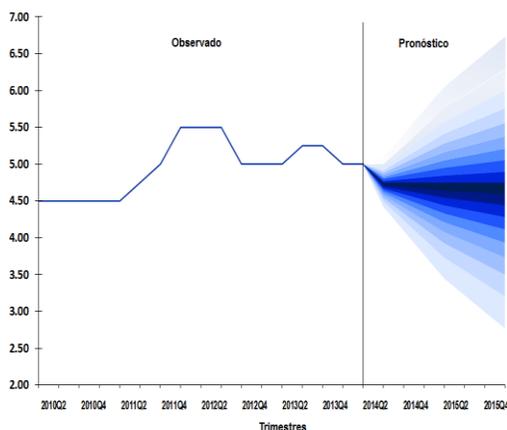
(1) Con información observada a mayo de 2014 y pronosticada hasta diciembre 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

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

Dentro de los elementos considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) no se esperan presiones inflacionarias (desinflacionarias) significativas provenientes de factores externos o internos que puedan afectar el logro de la meta de inflación en el largo plazo; ii) los precios esperados de las materias primas y de los alimentos, así como los pronósticos de inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, sugieren presiones inflacionarias externas moderadas; y iii) la estimación de la brecha del producto en el horizonte de pronóstico sugiere que el crecimiento económico interno se sitúa alrededor de su nivel potencial, por lo que no se estarían registrando presiones inflacionarias (desinflacionarias) sustanciales, provenientes de la demanda agregada.

Gráfica 23

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

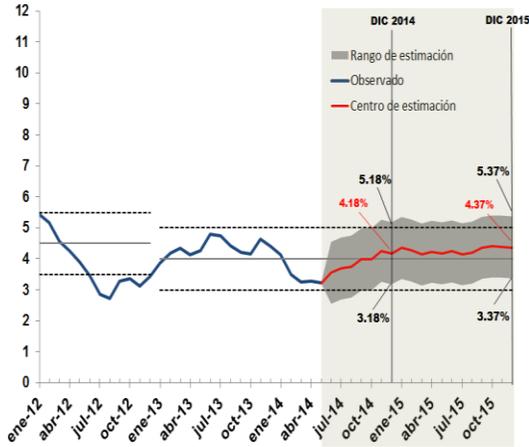


(1) Con información observada a mayo de 2014 y pronosticada hasta diciembre 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en junio, con datos a mayo, indican una trayectoria de inflación con valores que se sitúan dentro del rango establecido como meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), de tal modo que sugieren que la inflación se estaría situando en 3.54% y en 3.89% para finales de 2014 y 2015, respectivamente. Ello, condicionado a que se cumpla la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria, con el propósito de que la inflación observada converja al valor central de la meta de inflación y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor. A esta fecha, los modelos sugieren mantener la tasa de política monetaria en 4.75% hasta 2015.

Gráfica 24

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



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

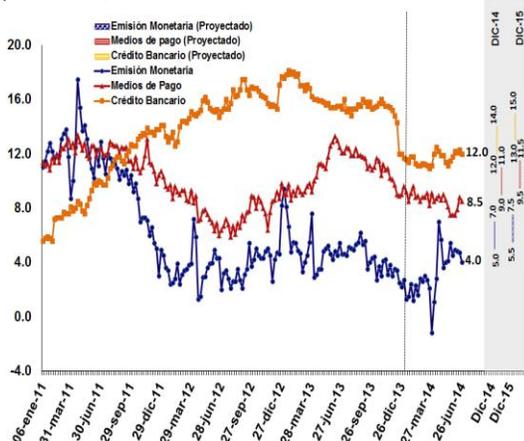
Fuente: Banco de Guatemala.

c) Expectativas de inflación

En junio de 2014, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se mantuvieron en un rango de entre 3.18% y 5.18% para diciembre de 2014 y entre 3.37% y 5.37% para diciembre de 2015, en ambos casos, los límites inferior y superior se ubican por arriba de los límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráfica 24), siendo el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria y la evolución del tipo de cambio nominal, los principales factores que sustentan dichas percepciones. Las expectativas de inflación se han moderado¹² y aunque pareciera que éstas se encuentran ancladas a la meta de inflación de mediano plazo, dicho anclaje aún es débil, por lo que la autoridad monetaria sigue conduciendo su política monetaria de manera prudente.

Gráfica 25

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



(1) Variación interanual observada al 26 de junio de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

A junio de 2014 los principales agregados monetarios y de crédito mantuvieron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo.

i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. Por lo que en lo que va del año la demanda de emisión ha sido congruente con las estimaciones de dichos componentes.

La demanda de dinero ha sido influenciada por factores estructurales, como las innovaciones financieras del sistema bancario nacional (transacciones con instrumentos diferentes al dinero en efectivo, como tarjetas de débito, de crédito,

¹² A diciembre de 2013, las expectativas de inflación para diciembre de 2014 estaban en un rango entre 4.09% y 6.09% y para diciembre de 2015 entre 4.19% y 6.19%.

banca *online*, cajeros automáticos, entre otros) y, por la expansión de la bancarización en el territorio nacional que ha permitido un mayor acceso al sistema bancario y reducido el costo de transacción por retiros de efectivo. El coeficiente de efectivo que los agentes económicos requieren para realizar sus transacciones ha descendido más de 30.0% en la última década; mientras que la bancarización, medida como el número de cuentas por cada cien habitantes, se duplicó en igual período.

Cabe indicar que al 26 de junio, la emisión monetaria registró un crecimiento interanual de 4.0%, el cual se asocia a la estabilidad en el comportamiento del numerario en circulación, a la moderación en la demanda de caja por parte de los bancos del sistema y al modesto crecimiento del gasto público.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 26 de junio, registraron un crecimiento interanual de 8.5%, asociado, al dinamismo de las captaciones bancarias y a la estabilidad del numerario en circulación. En consecuencia, el multiplicador de los medios de pago mantuvo una tendencia positiva que permitió un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, reflejo de la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 40.0%.

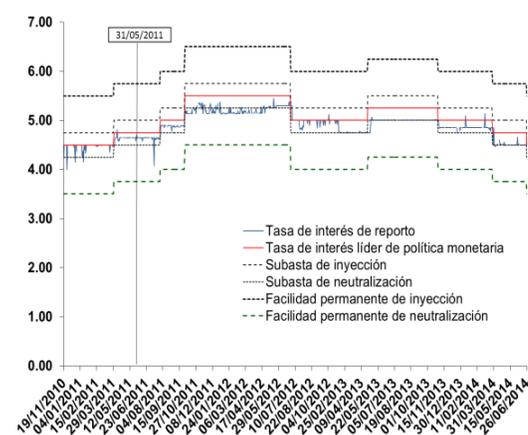
iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 26 de junio, registró un crecimiento interanual de 12.0%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (19.2%) como en moneda nacional (8.6%). Dicho crecimiento continúa por arriba de su tendencia de largo plazo.

Durante el primer trimestre del año, se observó que una parte del sector corporativo del país optó por utilizar fuentes de financiamiento externas, dadas las condiciones aún favorables en los mercados financieros internacionales, lo que implicó sustituir crédito que normalmente obtendrían de los bancos locales por crédito externo.

Gráfica 26

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



(1) Con información al 26 de junio de 2014.

Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

b) Tasas de interés

i) De corto plazo

La tasa de interés de operaciones de reporte es utilizada como un indicador apropiado de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente. En el transcurso de 2014, la referida tasa se ha ubicado, conforme lo esperado, consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (23 puntos básicos en promedio), reflejo de que las condiciones de liquidez son abundantes en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el banco central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados (gráfica 26).

ii) De largo plazo

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel de alrededor de 13.50%, significativamente inferior a los niveles registrados en la década anterior (gráfica 27).

Durante el primer semestre, la tasa de interés activa en moneda nacional aumentó ligeramente (14 puntos básicos) respecto a diciembre del año previo, al ubicarse en 13.84%. Dicho aumento refleja el mayor peso que ha tenido el crédito al consumo dentro de la cartera total; pues el crédito empresarial mayor y menor ha sido otorgado a tasas de interés con una ligera tendencia a la baja. Mientras que la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, se situó en 5.50% (gráfica 28), cuatro puntos básicos por arriba del valor observado a diciembre de 2013.

4. Respuesta de política

a) Tasa de interés líder

Conforme el calendario previsto, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo y junio para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido dicha tasa en 5.00% en su reunión de febrero, en marzo decidió reducirla a 4.75%, la mantuvo en ese nivel en abril y mayo y la redujo 25 puntos básicos nuevamente en junio para ubicarla en 4.50%. Dichas decisiones tomaron en consideración que el desempeño de la actividad económica mundial siguió

Gráfica 27

Tasa de Interés Activa (1)
(porcentajes)

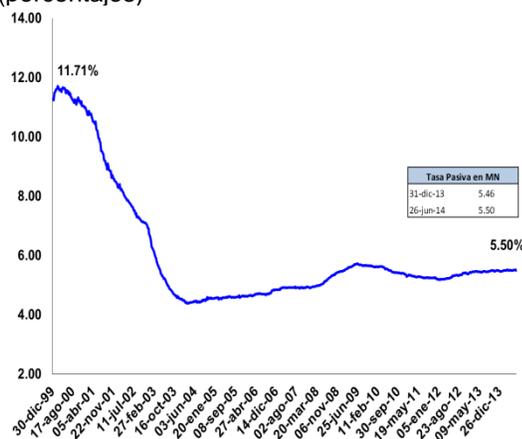


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de junio de 2014.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 28

Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)

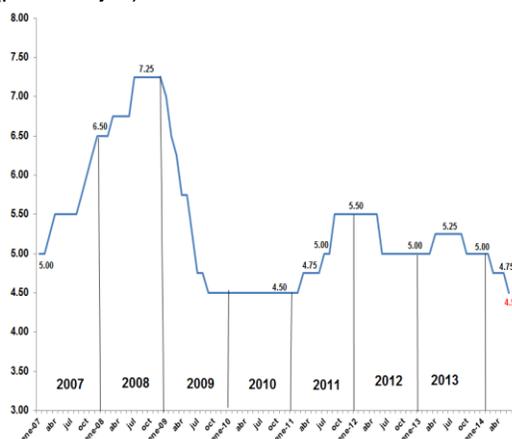


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de junio de 2014.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 29

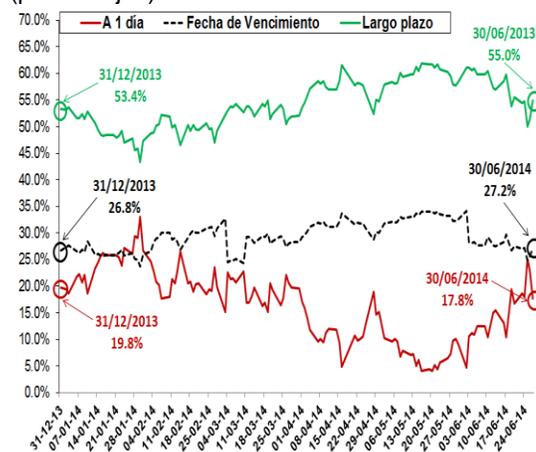
Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 30

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos.

Fuente: Banco de Guatemala.

recuperándose como resultado, principalmente del desempeño de las economías avanzadas; y que la actividad económica sigue desempeñándose conforme lo esperado, apoyada, entre otros factores, por la evolución del consumo privado, las remesas familiares y el crédito bancario y la evolución de los precios internos y externos. Asimismo, tomó en cuenta los pronósticos de inflación para el horizonte relevante de política, que apuntan a que la inflación observada podría ubicarse alrededor del valor central de la meta de inflación.

b) Operaciones de estabilización monetaria (OEM)

El Banco de Guatemala ha privilegiado el uso de instrumentos indirectos de regulación monetaria, en virtud de que son los que menos distorsionan las condiciones del mercado financiero. Con dichas operaciones el Banco Central puede, de manera rápida y flexible, retirar o inyectar liquidez de la economía, para lo cual monitorea las condiciones imperantes en el mercado financiero. Al 30 de junio las operaciones de estabilización monetaria disminuyeron Q702.9 millones con respecto al 31 de diciembre de 2013, de las cuales 72.0% corresponden al sector privado y 28.0% a entidades públicas. Al finalizar 2013, el 19.8% de las OEM estaba colocado al plazo de un 1 día, en tanto que al 30 de junio dicha proporción disminuyó a 17.8%. Por su parte, la proporción colocada por fechas de vencimiento a corto plazo pasó de representar 26.8% a 27.2% y la proporción colocada a largo plazo pasó de 53.4% a 55.0% (gráfica 30). La tasa de rendimiento promedio ponderado de las OEM fue de 6.56%, mientras que en términos nominales el costo de la política fue de Q785.7 millones, equivalente a 0.2% del PIB.

5. Situación de las finanzas públicas

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

PIB, pero con un nuevo techo del presupuesto (Q68,485.4 millones 15.1% del PIB). Posteriormente, en junio de 2014, fue emitido el Decreto Número 19-2014, el cual incluye una nueva ampliación presupuestaria por Q550.0 millones para la ejecución de proyectos a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda; que eleva el techo del presupuesto a Q69,035.4 millones, representando 15.2% del PIB y aumenta el déficit fiscal presupuestado a 2.5% del PIB.

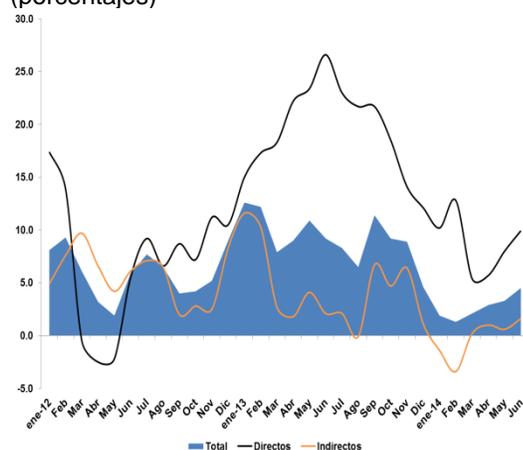
Sobre la base indicada, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria y la ejecución de gastos, estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse en alrededor de 2.1%, igual al registrado en 2013, previéndose una variación interanual para los ingresos tributarios de 4.4% y para los gastos totales de 4.6%. En vista del comportamiento de la recaudación, el Organismo Ejecutivo emitió los Acuerdos Gubernativos Nos. 167-2014 y 174-2014, en mayo y junio, con el objeto de regularizar el cumplimiento de obligaciones tributarias de los contribuyentes. Bajo dicha normativa, se acordó la exoneración de multas, intereses o recargos, sin importar el período fiscal al que correspondan¹³, con lo que se espera reducir la brecha de recaudación tributaria (respecto de los ingresos tributarios previstos) registrada durante los primeros meses del año.

Gráfica 31

Recaudación Tributaria (1) (2)

Años: 2012-2014

(porcentajes)



(1) Variación interanual, media móvil de tres meses.

(2) Cifras preliminares a junio.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

a) Ingresos

Al 30 de junio de 2014, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.0% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 4.5% que registraron los ingresos tributarios (94.2% de los ingresos totales) y de 14.5% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 9.9%, sustentados en el dinamismo del Impuesto Sobre la Renta y del Impuesto de Solidaridad, dado que ambos crecieron 9.9%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 1.6%, dentro de los cuales el IVA total creció 5.3% (IVA doméstico 8.1% e IVA importaciones 3.2%) y el de derechos arancelarios aumentó 3.1%, mientras que el resto de

¹³ La exoneración, con vigencia a partir del 12 de junio de 2014, se aplica en la forma siguiente: i) El cien por ciento (100%), si el pago de impuestos o cumplimiento de las obligaciones formales se realiza durante el primer mes de vigencia; ii) El noventa y cinco por ciento (95%), si el pago se realiza durante el segundo mes de vigencia; y iii) El noventa por ciento (90%), si el pago se realiza durante el tercer mes de vigencia.

impuestos indirectos registraron una disminución de 11.0%.

b) Gastos

Gráfica 32

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



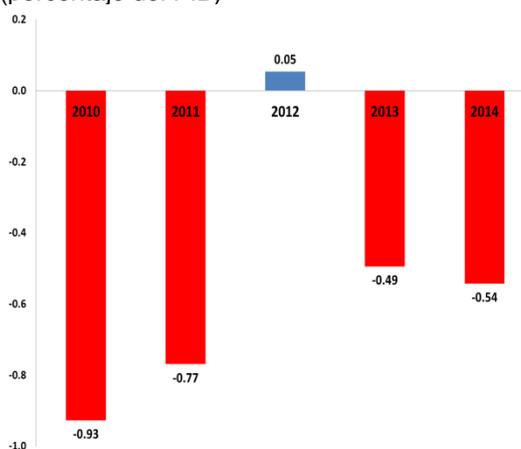
(1) Cifras preliminares a junio de 2014.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Al 30 de junio de 2014, el gasto público aumentó 6.1% respecto de similar período del año anterior (18.7% en 2013), reflejo de la contención del gasto público que ha implicado efectuar una asignación mensual del gasto consistente con la evolución de los ingresos, principalmente, de la recaudación tributaria. En ese contexto, los gastos de funcionamiento fueron mayores en 4.1%, mientras que los de capital crecieron 14.7%. Cabe indicar que el gasto social (el cual incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y vivienda) fue mayor en 8.9% respecto al mismo período del año anterior. Como se aprecia en la gráfica 32, la contención del gasto público, iniciada desde el segundo semestre de 2013, es particularmente evidente en el rubro de transferencias (corrientes y de capital), las cuales disminuyeron 0.7% a junio de 2014, mientras que el resto de gastos crecieron 9.9%.

El porcentaje de ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 42.3%, levemente mayor al registrado en 2013. Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Educación (45.6%) y el Ministerio de Gobernación (43.9%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (29.4%) y el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (31.7%).

Gráfica 33

Déficit Fiscal Acumulado (1)
Años: 2010-2014
(porcentaje del PIB)



(1) Cifras preliminares a junio de cada año.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gasto público al 30 de junio de 2014, resultó en un déficit fiscal de Q2,461.9 millones (0.5% del PIB), superior al registrado en el mismo período del año anterior (Q2,090.4 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q473.7 millones, resultado de desembolsos por Q587.6 millones y amortizaciones por Q1,061.3 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste se ubicó en Q7,214.5 millones, como consecuencia de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,335.2 millones, vencimientos por Q1,117.7 millones y amortizaciones de primas de deuda interna por Q2.9 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q4,278.9 millones.

Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$7,029.1 millones, menor en US\$41.1 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2013 (US\$7,070.2 millones). Mientras que el saldo de la deuda pública interna se situó en Q56,624.3 millones, mayor en Q7,217.5 millones respecto al 31 de diciembre de 2013 (Q49,406.8 millones). Vale indicar que el 13 de mayo del presente año el Ministerio de Finanzas Públicas concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, correspondientes al ejercicio fiscal 2014, por un monto de Q8,335.2 millones. De dicho monto, el 80.5% fue colocado en moneda nacional (Q6,708.2 millones), en plazos de 7, 10, 12 y 15 años y a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.88%, 7.33%, 7.38% y 7.50%, respectivamente. El restante 19.5% (equivalente a Q1,627.0 millones) fue colocado en moneda extranjera (aproximadamente US\$210.1 millones) a 7 años plazo y a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 4.88%.

Cuadro 5

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

Concepto	2013	2014 ^{p/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	24,218.7	25,441.4	1,222.7	5.0
A. Ingresos (1+2)	24,054.2	25,361.3	1,307.1	5.4
1. Ingresos Corrientes	24,050.2	25,357.7	1,307.5	5.4
a. Tributarios	22,925.6	23,961.4	1,035.7	4.5
b. No Tributarios	1,124.6	1,396.3	271.7	24.2
2. Ingresos de Capital	4.0	3.7	-0.4	-9.3
B. Donaciones	164.5	80.1	-84.4	-51.3
II. Total de Gastos	26,309.1	27,903.3	1,594.3	6.1
A. De Funcionamiento	21,496.6	22,382.5	885.9	4.1
B. De Capital	4,812.5	5,520.8	708.3	14.7
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-2,090.4	-2,461.9	-371.5	17.8
IV. Financiamiento Total	2,090.4	2,461.9	371.5	17.8
A. Interno	2,423.6	7,214.5	4,790.9	197.7
B. Externo	5,412.9	-473.7	-5,886.7	-108.8
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-5,746.1	-4,278.9	1,467.3	-25.5
Carga tributaria	5.4	5.3		
Déficit/PIB	-0.5	-0.5		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXO

ACTIVIDAD ECONÓMICA

I. ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

A. POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

La evolución del PIB en el primer trimestre de 2014, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la explotación de minas y canteras; la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; los servicios privados; el comercio al por mayor y al por menor; y las industrias manufactureras. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 75% de dicho resultado.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2013				2014
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.6	9.0	5.5	4.1	1.6	3.9
Explotación de Minas y Canteras	0.6	-1.0	2.6	1.2	11.6	34.5
Industria Manufacturera	17.9	2.1	7.3	2.3	2.5	2.6
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	2.4	6.0	6.1	6.4	7.1
Construcción	2.9	-2.3	2.7	2.9	2.6	3.0
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	2.4	3.0	3.6	3.2	3.1
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	0.6	1.7	7.1	2.1	1.7
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.8	9.8	13.9	14.4	7.7	8.0
Alquiler de Vivienda	10.1	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0
Servicios Privados	16.1	1.6	3.9	4.7	1.8	3.2
Administración Pública y Defensa	7.8	7.2	7.5	3.9	7.1	1.7
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.0	4.7	4.0	3.1	3.4

(1) Medido por el origen de la producción.

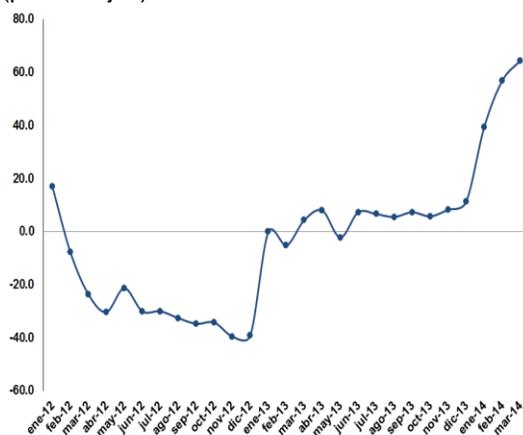
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.1

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



(1) En términos reales.

(2) Variación interanual acumulada.

(3) Con cifras a marzo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

El dinamismo registrado en la actividad de explotación de minas y canteras se asocia, principalmente, a la recuperación observada en la extracción de minerales metálicos, específicamente de plomo, cinc y sus concentrados. Por su parte,

el comportamiento observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares derivó, principalmente, del crecimiento observado en la actividad de bancos y financieras, como consecuencia del aumento de los intereses netos percibidos; así como por el incremento de la actividad de seguros, derivado del mayor monto de primas percibidas.

El desempeño de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo asociado, principalmente, a un mayor volumen de producción de banano, cardamomo, arveja china, ejote francés, plátano, sandía y hule natural, incentivado por el incremento en la demanda externa de dichos productos. Asimismo, se observó un crecimiento en la producción de granos básicos, como maíz y frijol, resultado de condiciones climáticas favorables. Por su parte, el cultivo de café continuó reportando menores niveles de producción, debido a los efectos de la roya del cafeto.

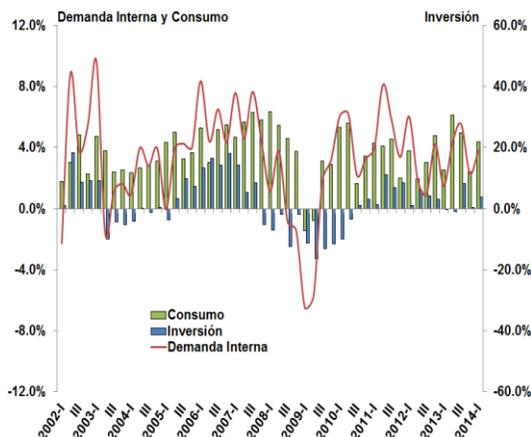
En la evolución positiva de los servicios privados, influyó el crecimiento mostrado por las actividades de mantenimiento y reparación de vehículos automotores y motocicletas; hoteles y restaurantes; enseñanza; y actividades de hospitales, médicos y otras actividades relacionadas con la salud humana, como consecuencia del incremento en la demanda final de este tipo de servicios.

El resultado observado del comercio al por mayor y al por menor se asoció al incremento del volumen de bienes comercializados en la economía durante el primer trimestre, tanto de origen nacional como importado, entre los cuales destaca el comercio al por menor de combustibles, artículos de ferretería, materiales de construcción, vehículos, motocicletas, maquinaria y equipo, alimentos, bebidas, productos personales y del hogar, y prendas de vestir.

Finalmente, el crecimiento de la industria manufacturera se asocia, principalmente, al incremento en la producción de: carne procesada de aves; productos de panadería; cerveza; productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipo; y productos de plástico, asociado a una mayor demanda interna de dichos productos. Por otro lado, se observó un incremento en la demanda externa de: aceites y grasas de origen animal y vegetal; papel y productos de papel; pinturas y barnices; y productos farmacéuticos y sustancias químicas.

Gráfica A1.2

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



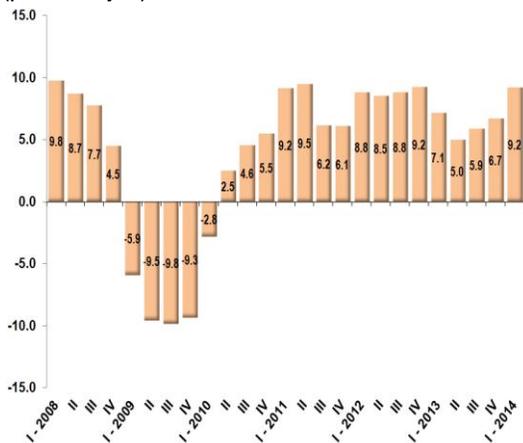
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a marzo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

B. POR EL DESTINO DEL GASTO

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al primer trimestre de 2014, se observa una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.9%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliar (alimentos y bebidas; enseres domésticos; prendas de vestir; productos farmacéuticos; servicios generales de salud, entre otros). Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento en el número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares, de los salarios medios y del crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un aumento de 8.0%, explicado, fundamentalmente, por un incremento en la compra de bienes y servicios.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), ésta registró un incremento de 3.7% asociado, principalmente, a la mayor inversión en construcción y al aumento, en términos de volumen, en las importaciones de bienes de capital, principalmente las destinadas para la industria, telecomunicaciones, construcción y el transporte.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.7% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de banano, cardamomo y grasas y aceites comestibles, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.9%, derivado del incremento que registró el volumen de importación de materias primas y productos intermedios; de combustibles y lubricantes; de materiales de construcción y de bienes de capital.

Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2013				2014
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna		1.5	4.3	5.5	2.3	3.8
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.6	2.4	5.1	4.9	3.0	3.9
Gasto de Gobierno Central	11.2	4.0	13.6	5.4	-1.9	8.0
Formación Bruta de Capital Fijo	14.8	-0.3	-1.1	8.2	0.4	3.7
Exportaciones de bienes y servicios	25.5	5.2	6.9	3.3	7.6	4.7
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.7	0.3	5.1	6.7	3.5	4.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.0	4.7	4.0	3.1	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.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA ANUAL

A continuación se presentan dos cuadros que resumen las estimaciones revisadas de crecimiento económico para 2014 (rango entre 3.3% y 3.9%), tanto por el origen de la producción como por el destino del gasto.

A. POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

Cuadro A1.3

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

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Tasas de variación	
	2013 ^{p/}	2014 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	4.7	3.1
2. Explotación de minas y canteras	3.5	27.1
3. Industrias manufactureras	3.5	3.1
4. Suministro de electricidad y captación de agua	5.2	5.4
5. Construcción	1.7	4.8
6. Comercio al por mayor y al por menor	3.1	3.2
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.8	2.7
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	11.3	9.9
9. Alquiler de vivienda	3.0	3.0
10. Servicios privados	3.0	3.4
11. Administración pública y defensa	6.4	2.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3.7	3.3 - 3.9

(1) Medido por el origen de la producción.

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

^{p/} Cifras preliminares.

^{py/} Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

B. POR EL DESTINO DEL GASTO

Cuadro A1.4

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

CONCEPTO	Tasas de variación	
	2013 ^{p/}	2014 ^{py/}
1. GASTO DE CONSUMO FINAL	4.0	3.7
Gastos en consumo de las personas e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares	3.9	3.9
Gastos en consumo del gobierno general	4.9	2.4
2. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	1.9	4.5
3. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	5.8	4.3
4. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	3.9	4.4
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2+3-4)	3.7	3.3 - 3.9

(1) Medido por el destino del gasto.

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

^{p/} Cifras preliminares.

^{py/} Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.