

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2015



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	8
A. COYUNTURA RECIENTE	8
1. Panorama general	8
2. Desempeño de las economías avanzadas	10
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	15
4. Mercados financieros internacionales	18
5. Precios internacionales de algunas materias primas	19
6. Inflación y política monetaria	25
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS.....	27
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	31
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	31
B. SECTOR EXTERNO	31
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	35
1. Evolución reciente de la inflación	35
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	39
3. Variables informativas de la política monetaria	41
D. FINANZAS PÚBLICAS	45
1. Ingresos	46
2. Gastos	47
3. Resultado fiscal y financiamiento	48
ANEXOS	
ANEXO 1	
ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS	51

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 9 de julio de 2015.

ANEXO 2

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	54
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	57

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2015

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

Desde 2005, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia en Guatemala se fundamenta en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso, por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de la misma.

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

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

Desde 2005 el esquema de Metas Explícitas de Inflación ha venido evolucionando tomando como referencia los esquemas de otros bancos centrales que lo adoptaron antes que Guatemala. En efecto, durante los años siguientes se avanzó en aspectos instrumentales tanto en el mercado de dinero como en el mercado cambiario y, en junio de 2011, se hizo un cambio más profundo con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, estableciéndose como tasa de interés líder de política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*) en sustitución de la tasa de interés al plazo de 7 días que regía en ese momento. Dicha tasa de interés, al plazo de un día, ha permitido un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que estos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, al poner a su disposición facilidades permanentes tanto de inyección como de neutralización de liquidez.

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

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto, durante el primer semestre de 2015, 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 reducido dicha tasa en 50 puntos básicos en su reunión de febrero, fijándola en 3.50%; acordó mantenerla sin cambios en marzo, abril y mayo, pero la redujo en 25 puntos básicos nuevamente en junio. Dichas decisiones se sustentaron en el análisis integral de la coyuntura económica externa e interna.

En el ámbito externo consideró que la economía mundial continuaba recuperándose moderadamente, apoyada por el impulso de las economías avanzadas, en un entorno en el que prevalece la incertidumbre y riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que los precios de las materias primas que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo) continuaron en niveles inferiores a los observados en 2014, previéndose se mantengan en esos niveles en el horizonte de pronóstico. En el ámbito interno, destacó que la actividad económica continuaba siendo congruente con la estimación de crecimiento anual del PIB (entre 3.6% y 4.2%), tal como lo refleja el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo, como el IMAE, las exportaciones, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado. Subrayó que los pronósticos y las expectativas de inflación se ubicaban por debajo del valor puntual de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y que para 2016 los pronósticos anticipan que aunque la inflación aumentará, esta se mantendría alrededor del valor puntual de la meta.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, durante el primer semestre del año la actividad económica mundial continuó recuperándose a un ritmo moderado, aunque con mayores niveles de incertidumbre. En las economías avanzadas se mantienen las expectativas de un mejor desempeño, especialmente por la recuperación económica en los Estados Unidos de América, a pesar de que en el primer trimestre se registró una tasa de crecimiento negativa; mientras que en la Zona del Euro se han afianzado las perspectivas de mejora, lo que se refleja en algunos indicadores económicos de corto plazo. En Japón, a pesar del amplio estímulo monetario, el crecimiento sigue con una recuperación lenta.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo el crecimiento económico sería superior al de las economías avanzadas, aunque permanecería débil, debido a factores estructurales que impiden elevar la productividad y la competitividad, en un entorno de una marcada desaceleración en el crecimiento de algunos países exportadores de petróleo y la prolongada incertidumbre respecto a la normalización de la política monetaria estadounidense, la cual, si bien seguiría un proceso gradual, podría tener efectos financieros y cambiarios adicionales a los que se han venido observando. En adición, una desaceleración de la República Popular China mayor a la prevista, riesgo que se ha profundizado tras la reciente caída del mercado accionario en dicho país, podría tener efectos sobre las economías emergentes con mayor dependencia de la economía china, especialmente los socios comerciales de Asia, aunque sigue privando cierto consenso de que dicha economía continuaría experimentando un "aterrizaje suave", lo que significa crecimientos menores a los registrados históricamente, aunque más sostenibles.

De acuerdo a las proyecciones más recientes del FMI, el crecimiento económico mundial podría ser 3.3% en 2015 y 3.8% en 2016. Las economías avanzadas registrarían un crecimiento de 2.1% en 2015 y de 2.4% en 2016, mientras que las economías de mercados

emergentes y en desarrollo, crecerían 4.2% en 2015 y 4.7% en 2016.

En los Estados Unidos de América, la recuperación económica se consolidó en 2014, al registrar una tasa de crecimiento de 2.2% en el cuarto trimestre, asociada a la mejora observada en el consumo privado, la recuperación del mercado de laboral, el aumento del ingreso personal, la reducción en los precios de los combustibles y la mejora en la confianza de los consumidores, entre otros. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2015, la actividad económica se contrajo 0.2%, debido, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), a factores de naturaleza temporal, como el clima inusualmente frío, las huelgas en los puertos de la Costa Oeste y los recortes de la inversión en el sector petrolero.

En la Zona del Euro el crecimiento económico fue de 1.4% en el cuarto trimestre de 2014, con lo cual la región se alejó de la recesión. Dicho resultado estuvo asociado a la mejora en el consumo privado y en la inversión; al aumento de las exportaciones; a las mejores condiciones de financiamiento; a la postergación de las medidas de consolidación fiscal; a los avances en la unión bancaria y a la postura expansiva de la política monetaria. El impulso monetario se intensificó a partir de marzo de 2015, con el relajamiento cuantitativo del Banco Central Europeo (BCE) mediante el programa de compras de activos, tanto del sector privado como del sector público, hasta por un monto mensual de €60.0 mil millones. En el primer trimestre de 2015, la Zona del Euro mostró un crecimiento de 1.5%, impulsado por el comportamiento de las exportaciones y el consumo privado, apoyado por los bajos precios del petróleo y la depreciación del euro. Sin embargo, la recuperación de la región sigue siendo débil y persisten riesgos a la baja, principalmente, la reciente crisis en Grecia y las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania.

En Japón, la actividad económica creció 1.2% en el cuarto trimestre de 2014, debido a la recuperación del consumo privado, en respuesta al aumento de los salarios

y a los menores precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como al incremento en las exportaciones. Si bien con este crecimiento Japón salió de la recesión, el gobierno mantuvo su decisión de posponer la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas (de 8.0% a 10.0%). Durante el primer trimestre del año, la actividad económica continuó su recuperación al crecer 3.9%, impulsada, principalmente, por la evolución del consumo, la inversión privada y las exportaciones.

La actividad económica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, si bien continuó mostrando un mayor crecimiento que las economías avanzadas, mantiene el proceso de ralentización, asociado al débil desempeño de algunas economías, en particular Rusia y Brasil y, en menor medida, la República Popular China, así como al efecto de los menores precios internacionales de las materias primas en algunos países exportadores netos como Chile, Colombia y Perú.

En la República Popular China, las expectativas de crecimiento económico han seguido moderándose, al registrar, durante el primer trimestre del año, una tasa de crecimiento de 7.0%, ligeramente inferior a la registrada en el cuarto trimestre de 2014 (7.4%), en congruencia con el cambio de modelo de crecimiento económico, ya que prevalece la intención de estimular el consumo privado, respecto de la inversión pública y las exportaciones.

En las economías de América Latina, las condiciones adversas que han enfrentado en los últimos dos años continúan latentes este año, principalmente para aquellas dependientes de las exportaciones de materias primas o cuyo vínculo comercial es más estrecho con la República Popular China; sin perjuicio de que sigue la expectativa sobre el efecto que podría tener la normalización de la política monetaria estadounidense, que podría provocar una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, un aumento en la aversión al riesgo internacional y salidas de capital en las economías con fundamentos macroeconómicos menos sólidos. No obstante, en este escenario se anticipa que la recuperación de algunas economías avanzadas podría

contribuir a dinamizar el comercio de la región, especialmente para aquellas economías vinculadas con los Estados Unidos de América.

En Centroamérica, la actividad económica continuó dinámica en 2014, al registrar un crecimiento de 3.4%; mientras que el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo (índice mensual de la actividad económica, remesas familiares, turismo, inversión extranjera y comercio) en el primer trimestre de 2015 denotan que las perspectivas continúan siendo positivas, en parte, por el dinamismo previsto en los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, así como por la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

Los principales índices accionarios en las economías avanzadas, en términos generales, continuaron con su tendencia positiva, congruente con el mejor desempeño de la actividad económica en los Estados Unidos de América, en un entorno en el que las tasas de interés de largo plazo han disminuido y permanecen en niveles bajos, lo que fortalece el consenso de que la normalización de la política monetaria estadounidense sería un proceso gradual, que podría iniciar en el transcurso del segundo semestre. Por su parte los mercados bursátiles en las economías emergentes han presentado mayor volatilidad en el transcurso del año, destacando la caída del mercado accionario en la República Popular China en la primera semana de julio de este año.

Los precios de las materias primas (petróleo, maíz amarillo y trigo), en general, registran precios inferiores a los del año previo. En el caso del petróleo, se explica, por una parte, por el incremento en la producción de los Estados Unidos de América, así como por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener invariable su cuota de producción y, por la otra, por la débil demanda mundial y el fortalecimiento del dólar estadounidense frente a las principales monedas mundiales. En el caso del maíz amarillo y del trigo, las perspectivas de mayor producción,

la reducción de la demanda por parte de algunas economías emergentes y los altos niveles de inventarios, explican su comportamiento; sin embargo, persisten algunos riesgos al alza asociados a un deterioro climático en las principales zonas productoras, tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania) y sustitución de áreas de siembra por cultivos más rentables.

La inflación en las economías avanzadas, continuó con la tendencia a la baja de 2014, asociada, en parte, tanto a la reducción de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, como a los precios de la energía, lo que ha contribuido a que ésta se sitúe por debajo de la meta de muchos bancos centrales. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en términos generales, la tendencia a la baja de la inflación, con algunas excepciones, se atribuye a la reducción en los precios internacionales de las materias primas, principalmente del petróleo y sus derivados. En el caso de las economías de América Latina que operan con el esquema de metas explícitas de inflación, a junio de 2015, la inflación se había moderado, con excepción de Brasil, Perú y Colombia. En efecto, en México y Chile las inflaciones se ubicaron dentro de su meta de inflación. En Centroamérica y la República Dominicana continúa experimentando, en general, una tendencia a la baja, a pesar de que el renglón alimentos mantiene ritmos crecientes.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, en las economías avanzadas, estas no se modificaron; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se presentaron resultados mixtos. En la República Popular China se redujo en 75 puntos básicos; Costa Rica, República Dominicana y Perú la disminuyeron en 175, 125 y 25 puntos básicos, respectivamente; mientras que Brasil la incrementó en 200 puntos básicos, debido a mayores presiones inflacionarias.

En el ámbito interno, en el primer trimestre de 2015 el PIB registró una tasa de crecimiento de 4.8%, resultado que 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 (principalmente del gasto de consumo, tanto privado como público).

Las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, lo cual se refleja en el comportamiento de los indicadores de corto plazo. En efecto, a mayo la tendencia-ciclo del IMAE registró una variación interanual de 3.9%, resultado de la incidencia positiva, principalmente, de los sectores de comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; industrias manufactureras; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican cerca del 81% de dicha variación.

En cuanto a las variables del sector externo, congruente con las perspectivas económicas de los principales socios comerciales, a mayo, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un crecimiento de 3.6%, respecto a similar período de 2014; resultado de la combinación de un aumento importante en el volumen (18.9%) y de la disminución en el precio medio (12.0%). Entre los principales productos que se exportaron destacan, en su orden, hierro y acero; banano; frutas frescas, secas o congeladas; artículos de vestuario; grasas y aceites comestibles; azúcar; y café. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 5.5%, explicado, principalmente, por la reducción del valor importado del rubro de combustibles y lubricantes. Dado que el país es un importador neto de derivados del petróleo, la significativa caída en el precio internacional del crudo, desde julio de 2014 ha significado un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes

(factura petrolera²). En efecto, con cifras acumuladas a mayo, la factura petrolera había registrado una reducción de US\$508.0 millones, respecto de igual período de 2014.

Al 30 de junio de 2015, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$2,955.0 millones, superior en US\$251.0 millones (9.3%) respecto del registrado en igual período de 2014, asociado, principalmente, a la mejora del mercado laboral de los Estados Unidos de América. Por su parte, las Reservas Internacionales Netas (RIN) al situarse en US\$7,717.7 millones, que equivalen a 5.1 meses de importación de bienes y a 12.2% del PIB, siguen reflejando la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando al 30 de junio de 2015 una apreciación de 1.98% en términos interanuales, como resultado de la combinación de una menor demanda de divisas para importaciones y de una mayor oferta de divisas en el mercado, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares. En el año, la activación de la regla de participación en el mercado cambiario implicó que el Banco Central realizara compras netas de divisas por US\$135.8 millones.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC), a junio registró una variación interanual de 2.39%, por debajo del límite inferior de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). Dicho comportamiento ha sido decreciente desde noviembre de 2014, debido básicamente al choque externo favorable generado por la caída del precio internacional del petróleo y sus derivados, lo cual ha compensado el alza en la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*, que sigue registrando variaciones interanuales cercanas al 10%. El ritmo inflacionario subyacente se situó en 2.22% a la misma fecha. Al descomponer la inflación total en sus

componentes interno e importado, se observa que a junio la inflación interna fue de 4.50%, mientras que la inflación importada se ubicó en -2.11%, también explicada por la caída del precio internacional del petróleo y sus derivados.

Los pronósticos de la inflación total apuntan a que esta podría ubicarse por debajo de la meta en 2015, pero dentro de la misma en 2016, aunque por debajo de su valor puntual. Por su parte, las expectativas de inflación de los agentes económicos continúan moderándose, lo que significa un anclaje más eficiente de las mismas.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo, estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria, mientras que la tasa de interés activa del sistema bancario continuó estable.

Los principales agregados monetarios y de crédito, mostraron un comportamiento dinámico, congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación. Al finalizar junio, el crecimiento interanual de la emisión monetaria fue de 18.3%, aumento que se explica por una demanda adicional de efectivo por parte de los agentes económicos, por motivo precaución ante rumores acerca de un banco del sistema. Por su parte, los medios de pago totales crecieron 11.8%, mientras que el crédito bancario al sector privado aumentó 11.6%. Es importante mencionar que el crédito bancario continúa registrando tasas de crecimiento por arriba del PIB nominal (7.6%) y su peso relativo con relación al PIB supera 32.0%.

En cuanto a la situación fiscal, el Ministerio de Finanzas Públicas, de conformidad con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015 estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse alrededor de 2.0%, similar al de 2014. Cabe indicar que, mediante Acuerdo Gubernativo Número 138-2015, dicho presupuesto fue ampliado por un monto de Q115.4 millones³, previéndose un incremento de los ingresos tributarios de 11.4% y de

² Incluye gasolin regular y superior, diésel, gas propano, asfalto, bunker y otros derivados del petróleo.

³ La ampliación presupuestaria en referencia se encuentra prevista en el Artículo 54 del Decreto Número 22-2014, cuya fuente de financiamiento provendrá de donaciones externas y de la aplicación de la Ley de Extinción de Dominio, por lo que no tendrá impacto en el déficit fiscal.

12.5% para los gastos totales. Con cifras preliminares a junio, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 2.3% respecto del mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales crecieron 6.7%, como resultado, el déficit fiscal se ubicó en Q3,716.9 millones (0.8% del PIB). El saldo de la deuda pública interna se situó en Q61,723.5 millones, mientras que el saldo de la deuda pública externa ascendió a US\$7,485.8 millones. Dicho ministerio concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por un monto de Q7,798.1 millones, la que fue colocada en moneda nacional a plazos de 10, 12 y 15 años y tasas de rendimiento promedio ponderado de 7.1%, 7.4% y 7.5%, respectivamente.

En resumen, en el entorno externo, las perspectivas de recuperación económica mundial, en particular en las economías avanzadas, se mantienen, aunque prevalecen riesgos a la baja. Por su parte, los precios internacionales de las materias primas, que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo), continúan ubicándose en niveles inferiores a los observados el año anterior, particularmente el petróleo y sus derivados, lo cual disminuye las presiones inflacionarias de origen externo.

En el entorno interno, el PIB correspondiente al primer trimestre de 2015 creció 4.8%, superior al registrado en igual trimestre del año previo (3.4%). En 2015 el desempeño económico continúa sólido, lo que se refleja en el dinamismo de algunos indicadores de corto plazo, como el IMAE, el volumen de comercio exterior, pero también de flujos mayores en las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado. La disciplina de las políticas fiscal y monetaria ha contribuido a que el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) también permanezca estable.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

Durante el primer semestre del año, el proceso de recuperación económica mundial continuó de manera moderada con diferencias entre países y regiones. En dicho proceso destaca el mejor desempeño de las economías avanzadas, en un contexto de políticas monetarias acomodaticias, menor austeridad fiscal, condiciones financieras internacionales favorables y menores precios internacionales del petróleo y sus derivados. En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, su ritmo de crecimiento aunque se ha desacelerado (debido a la debilidad de la demanda externa; la caída en el precio internacional del petróleo, que afecta a los países que son exportadores netos; y la incertidumbre respecto a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América) continúa siendo más elevado que el de las economías avanzadas.

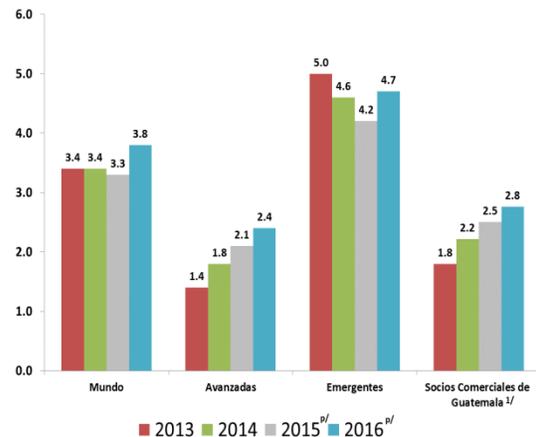
En ese contexto, de conformidad con las proyecciones efectuadas por varios expertos internacionales (FMI, *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*), el crecimiento económico mundial se ubicaría en 2015 y 2016 en 3.3% y en 3.8%, respectivamente. Las economías avanzadas crecerían 2.1% en 2015 y 2.4% en 2016; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.2% y 4.7%.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América se registró una contracción del PIB en el primer trimestre de 2015, atribuido, según el FMI, a factores de naturaleza temporal, fundamentalmente por un clima inusualmente frío, las huelgas en los puertos de la Costa Oeste y el importante recorte de la inversión en el sector petrolero. Además, algunos indicadores sobre la actividad económica y del mercado de trabajo presentaron resultados menos robustos respecto de lo previsto, en un contexto en el que el dólar estadounidense se mantiene apreciado respecto de las principales monedas a nivel mundial.

En la Zona del Euro, el proceso de recuperación empieza a consolidarse y la heterogeneidad mostrada en el desempeño económico de los países miembros, aunque aún es importante, empieza a reducirse. En efecto, los indicadores de confianza, tanto

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



^{p/} Proyectado.

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

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

de los empresarios como de los consumidores, han mejorado significativamente, en un contexto de condiciones de financiamiento favorables y menor consolidación fiscal, apoyada por una política monetaria altamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (BCE), por la reducción en los precios de la energía y por el efecto de la depreciación del euro. Sin embargo, la crisis en Grecia representa un desafío para la Troika (FMI, Comisión Europea y Banco Central Europeo) y las autoridades griegas, en el sentido de restablecer la estabilidad, confianza y el crecimiento económico en dicho país, mediante una estrategia equilibrada, que incorpore reformas estructurales y fiscales respaldadas con financiamiento, requisitos necesarios para que los acreedores del país sigan brindándole apoyo financiero.

En Japón, la actividad económica continúa su proceso de recuperación, lo que se evidenció en el comportamiento del PIB en el primer trimestre del año (3.9%), resultado de un mayor consumo y de la acumulación de inventarios, luego de la contracción observada en 2014. El Banco de Japón, al igual que el BCE, mantiene una política monetaria acomodaticia, que acompaña menores precios de la energía en el mundo y la depreciación del yen. Sin embargo, el crecimiento continúa débil a pesar de la baja inflación.

Dentro del grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo, destaca la desaceleración gradual de la actividad económica de la República Popular China y de la región de América Latina. En el caso de la economía china, la desaceleración obedece, entre otros factores, al cambio en su modelo de crecimiento económico orientado a una mayor participación del consumo privado y una menor participación de la inversión. La República Popular China ha venido registrando una moderación de su crecimiento económico, evidenciando un “aterrizaje suave”, aunque debe tenerse presente la debilidad de su sistema financiero. En efecto, la caída en el mercado accionario en la primera semana de julio del presente año, elevó el

riesgo de que la economía china pueda registrar un crecimiento económico menor al previsto a inicios de año, aunque, como se mencionó, no se vislumbra un “aterrizaje forzoso”.

En cuanto a América Latina, la heterogeneidad en el crecimiento ha prevalecido en las economías dependientes de las exportaciones de materias primas, como Brasil, Chile y Perú, cuya relación comercial es más estrecha con la República Popular China. En contraste, las economías vinculadas comercialmente a los Estados Unidos de América, como México, Centroamérica y la República Dominicana, muestran un mayor dinamismo.

Vale destacar que en Brasil, la caída en el consumo interno se asocia a la evolución de la inflación y a los mayores costos de financiamiento, los cuales se han elevado ante mayores presiones inflacionarias, en un contexto en el que los agentes económicos tanto públicos como privados, evidencian altos niveles de endeudamiento. En adición, el incremento de los impuestos (sobre el crédito, las importaciones y los combustibles), la eliminación de subsidios y las tensiones políticas han afectado negativamente el consumo y la inversión.

En los mercados financieros internacionales, la actividad bursátil de las economías avanzadas, continuó presentando un desempeño positivo aunque volátil, particularmente en los Estados Unidos de América, asociada a perspectivas positivas de crecimiento económico y, en la Zona del Euro, a la política monetaria acomodaticia implementada por el Banco Central Europeo. Sin embargo, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los índices accionarios registran reducciones asociadas a su débil desempeño económico. Además, se registraron episodios de volatilidad, principalmente en el primer trimestre, atribuidos a la prolongada expectativa acerca del proceso de normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América, la caída del precio internacional del petróleo, la apreciación del dólar estadounidense en los

mercados mundiales, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y la crisis en Grecia.

Respecto a las principales materias primas, destaca la reducción, en el primer semestre de 2015, del precio internacional del petróleo respecto de igual período del año anterior, que se asocia, principalmente, a factores de oferta, dado el incremento de la producción en los Estados Unidos de América y la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener invariable su nivel de producción. No obstante que el precio internacional del petróleo ha presentado una recuperación, aún se mantiene lejos de los niveles registrados en igual período del año anterior. Por su parte, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo, continuaron reflejando una disminución ante una abundante oferta mundial, resultado de los incrementos de las últimas dos cosechas.

En cuanto a la inflación internacional, en términos generales, continuó registrando un proceso de desaceleración, explicado principalmente por la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados. En las economías avanzadas, la inflación es significativamente inferior a los objetivos establecidos por los bancos centrales. En efecto, en la Zona del Euro la inflación se encuentra cercana a cero y, en Japón se ubica en 0.50%. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en general, también se observó una reducción moderada, pero en algunos países se incrementó, ante las presiones inflacionarias provenientes del rubro de alimentos. En América Latina, los países con esquema de metas explícitas de inflación, como México y Chile, muestran una inflación dentro de la meta establecida por sus bancos centrales, mientras que en Brasil, Colombia y Perú, se sitúa por arriba del límite superior de su meta, en tanto que, en Guatemala y la República Dominicana, la inflación se ubica por debajo del límite inferior de las respectivas metas.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, durante el primer semestre del año, en las economías avanzadas no se registraron cambios

respecto del cierre de 2014 y continuaron en niveles históricamente bajos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se observan reducciones en las tasas de interés de política monetaria de la República Popular China y Perú, mientras que en Brasil se incrementó, ante la aceleración de las presiones inflacionarias. En Centroamérica, Guatemala y Costa Rica redujeron sus tasas de interés de política monetaria. En el caso de Guatemala, por la reducción de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, la cual mantiene el pronóstico de inflación por debajo del límite inferior de la meta para finales de año y, en el caso de Costa Rica, por la desaceleración de la demanda agregada. Asimismo, la República Dominicana redujo su tasa de interés de política monetaria, debido, entre otros factores, a que su ritmo inflacionario observado y previsto se mantiene por debajo de su meta de inflación.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, durante el primer trimestre del año, la actividad económica registró una contracción al presentar una tasa de variación intertrimestral anualizada de -0.2%, de acuerdo a la tercera estimación realizada por la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés). Entre los principales factores que afectaron la actividad económica destacan: la disminución de las exportaciones netas; la menor inversión fija no residencial y estatal; y el menor gasto de los gobiernos locales. Se registró una contribución positiva, pero moderada, del gasto del consumidor, de la inversión en inventarios y de la inversión fija residencial.

La apreciación del dólar respecto de las principales monedas a nivel mundial, ha repercutido en las exportaciones y en las ganancias de las empresas, mientras que en la moderación de la inversión del sector petrolero han influido los bajos precios en el mercado internacional. El FMI señala que la actividad económica estadounidense continuaría creciendo de manera sólida durante el resto de 2015; sin embargo, los factores temporales de inicios de año (clima inusualmente frío, huelgas en los puertos de la Costa Oeste y recortes de la

inversión en el sector petrolero) afectaron la previsión de crecimiento, la cual fue modificada a la baja por dicho organismo. El FMI ha subrayado que originalmente había estimado un incremento en el gasto de los consumidores, como reflejo de la caída en los precios de la energía; sin embargo, este no se materializó plenamente, dado que una parte del ingreso disponible se orientó al ahorro. No obstante, esos resultados no han modificado las expectativas acerca de sus fundamentos económicos, razón por la cual se mantiene una óptica favorable en cuanto a la recuperación del mercado laboral, la confianza de los consumidores y el ingreso real disponible; en un entorno de condiciones financieras acomodaticias.

La expectativa de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América continúa generando volatilidad en los mercados financieros internacionales, ya que la moderación en el dinamismo de la actividad económica estaría sugiriendo que la Reserva Federal (FED) podría retrasar dicho proceso. Sin embargo, la presidenta de dicha institución ha indicado que la actividad económica fue afectada por factores transitorios y que el inicio del proceso de ajuste de la tasa de interés objetivo de fondos federales podría darse en algún momento del presente año, en congruencia con el objetivo dual de dicha institución de máximo empleo y baja inflación (2.0%), y por el desempeño de una serie de indicadores económicos. Existe consenso que la normalización de la política monetaria sería un proceso gradual y ordenado. La expectativa del mercado es que el alza podría ocurrir a finales del segundo semestre de 2015, basado en el mercado de futuros.

Con relación a la parte fiscal, el proceso de aprobación del presupuesto federal para 2015, el cual debe cobrar vigencia el 1 de octubre de 2015, sigue generando incertidumbre, dado que el proyecto presentado por el Presidente Obama en febrero de 2015 incluye un incremento relevante en el gasto destinado a los programas sociales de educación y de salud. Los republicanos han planteado su intención de apoyar un presupuesto equilibrado y cumplir con los recortes

automáticos del gasto establecidos en la Ley de Control Presupuestario de 2011, aspecto que es opuesto a la iniciativa presentada por el presidente estadounidense. Además, a partir del 15 de marzo de 2015 empezó a regir el techo de la deuda pública (alrededor de US\$18.0 mil millones), aspecto que también podría generar mayor incertidumbre, en la medida que no se logren los acuerdos políticos para buscar que la deuda pública retorne a una senda de estabilidad de mediano plazo.

Con relación a la Zona del Euro, durante el primer trimestre de 2015, el PIB creció 1.5%, asociado, principalmente, al dinamismo del consumo privado; a los menores precios internacionales de los combustibles; a la depreciación del euro, que contribuyó a elevar las exportaciones; y a mejores condiciones financieras, en términos de tasas de interés y de acceso al crédito, luego de la intensificación, a partir de marzo de 2015, de la postura acomodaticia de política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE), al ampliar el programa de compras de activos a €60.0 mil millones mensuales. Dichos aspectos anticipan que la actividad económica continuaría mejorando en lo que resta del año; aunque dicha mejora sería moderada.

Los riesgos que podrían afectar dicha perspectiva incluyen la posible intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en el área de influencia de Rusia, que afecta las relaciones tanto comerciales como financieras con Europa; la lenta implementación de reformas estructurales; la continua desaceleración de la economía de la República Popular China; y la crisis de Grecia, ante la incertidumbre sobre el proceso de negociación de su deuda, situación que podría provocar su salida de la Zona del Euro. En cuanto a la inflación, si bien ha permanecido en niveles cercanos a cero, el riesgo de deflación se ha reducido.

En Japón, la economía se ha recuperado moderadamente al registrarse en el primer trimestre de 2015 un crecimiento de 3.9%, resultado de una mejora en el consumo interno, apoyado por la postura acomodaticia de la política monetaria del Banco Central desde el año

anterior, mediante la expansión de la base monetaria y el incremento del monto de su programa de compra de activos, en adición a los beneficios provenientes de los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados. Sin embargo, algunos indicadores de corto plazo reflejan resultados mixtos, por lo que se estima que la economía crecería 1.1% en 2015.

RECUADRO 1 ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2015

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV con los Estados Unidos de América. Al respecto, el FMI señala que en el primer trimestre de 2015 la economía estadounidense fue afectada por varios factores, entre ellos, el impacto de las condiciones climáticas adversas, la moderación de la inversión del sector petrolero ante los bajos precios internacionales del petróleo, la huelga en los puertos de la costa oeste y los efectos del fortalecimiento del dólar respecto de las principales monedas a nivel mundial. Sin embargo, la solidez del mercado laboral, las condiciones financieras acomodaticias y el menor precio internacional del petróleo, respecto del año previo, propiciarían un mejor desempeño económico durante el resto del año, por lo que dicho ente estima una tasa de crecimiento económico de 2.5% en 2015.

Por su parte, el mercado laboral ha mostrado una recuperación sostenida durante el último año y varios indicadores sugieren que las perspectivas del empleo están coincidiendo con los niveles previos a la crisis económica y financiera de 2008-2009. Sin embargo, el desempleo de largo plazo y los elevados niveles de trabajo a tiempo parcial, revelan la existencia de capacidad ociosa en el mercado laboral.

En cuanto a la inflación, el FMI advierte que el fortalecimiento del dólar estadounidense respecto de las principales monedas (apreciación de 13.0% en términos reales en el último año), la caída de los precios internacionales de los bienes transables y la reducción de los costos de la energía, podrían incidir en que la inflación se reduzca en los próximos meses; no obstante, se espera que en la última parte del año revierta su tendencia y comience a registrar incrementos hasta alcanzar el objetivo de la FED (2.0%) en 2017.

Con relación a la política monetaria, indicó que se desempeña en un contexto de incertidumbre. Subrayó que la economía estadounidense sigue creciendo por debajo de su nivel potencial y que las presiones salariales y de precios permanecen bajas, por lo que es posible que el primer aumento de la tasa de interés de política monetaria sea postergado. No obstante, dependiendo del momento en que ocurra dicho aumento, existen riesgos respecto de la oportunidad de dicha decisión, dado que si se posterga demasiado el inicio de la normalización de la política monetaria se podría comprometer el objetivo de inflación de mediano plazo, mientras que un ajuste demasiado rápido puede afectar el proceso de recuperación económica e incidir en los portafolios de inversión a nivel mundial, lo que tendría efectos perjudiciales mayores que los esperados en las condiciones financieras, el crecimiento económico, el mercado laboral y la inflación. Además, podría haber efectos importantes de contagio en aquellas economías que mantienen fuertes vínculos comerciales y financieros con los Estados Unidos de América.

En materia fiscal, la falta de consenso entre el Congreso y el Ejecutivo para aprobar el presupuesto para el próximo ejercicio fiscal, crea incertidumbre que es perjudicial para la economía estadounidense, tanto en términos de expectativas de crecimiento económico como de volatilidad en los mercados financieros internacionales.

El FMI enfatizó su preocupación por la evolución de las finanzas públicas, dado que, si bien se estima que la deuda y el déficit se reducirán en los próximos años, las políticas actuales estarían incidiendo en que esa tendencia podría ser insostenible en el mediano plazo. En efecto, se mencionó que para 2019 la deuda pública comenzaría a aumentar, en la medida que comiencen a materializarse las presiones de gasto relacionadas con el envejecimiento de la población, en combinación con tasas de interés más altas. Por esa razón, el FMI proyecta que la deuda pública podría representar alrededor de 79% del PIB en 2015.

La disminución de los riesgos de carácter fiscal a más largo plazo abriría un espacio de espera para expandir de manera moderada el presupuesto en el corto plazo, con el objeto de adoptar medidas que apoyen el crecimiento económico, la generación de empleo y la productividad.

Finalmente, el FMI planteó que es necesario abordar las recomendaciones de las consultas del Artículo IV que se han formulado en años anteriores, dado que la economía estadounidense enfrenta retos fundamentales en el largo plazo, como el combate contra la pobreza, el aumento de la productividad, el incremento de la participación de la fuerza laboral y las reformas a la política migratoria.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Mayo de 2015.

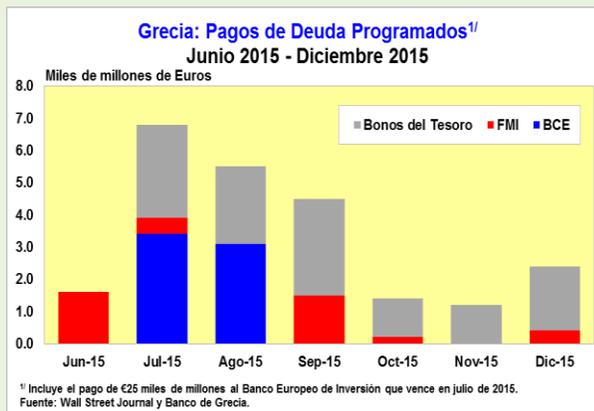
RECUADRO 2

CRISIS DE DEUDA EN GRECIA: ANTECEDENTES Y ACONTECIMIENTOS EN 2015

La economía griega ha experimentado una marcada recesión, debido a las medidas de austeridad que ha tenido que adoptar para enfrentar la crisis de deuda soberana, desde 2010. Derivado de los crecientes costos de dicha deuda, Grecia recibió apoyo financiero en 2010 y en 2012 mediante dos programas de rescate otorgados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y por los países que integran la Zona del Euro, los cuales, en conjunto, suman alrededor de €240 mil millones. Los recursos de dichos rescates fueron condicionados a la implementación de reformas orientadas a reducir el déficit presupuestario y mejorar la competitividad del país. Sin embargo, el partido político *Syriza*, que asumió el gobierno a inicios de 2015, manifestó la intención de renegociar los términos acordados en dichos rescates.

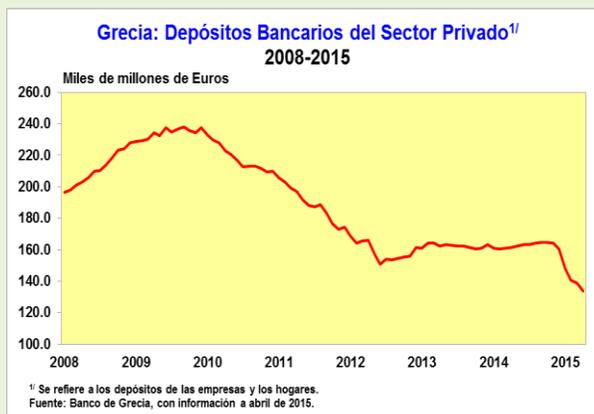
En efecto, en febrero de 2015 se aprobó una extensión por cuatro meses del segundo programa de rescate, con un nuevo vencimiento el 30 de junio de 2015, lo que hacía necesario una ampliación del monto del financiamiento por €7.2 mil millones, previa evaluación de las medidas de ajuste. Sin embargo, a finales de junio no se alcanzó un acuerdo entre el gobierno de Grecia y sus acreedores (los países que integran la Zona del Euro, el FMI y el Banco Central Europeo), en cuanto a las reformas económicas a ser implementadas para recibir el apoyo financiero. La falta de consenso, radicaba, principalmente, en las reformas propuestas por Grecia en el mercado laboral, ya que contemplaba la recontractación de trabajadores del sector público que habían sido despedidos en el marco del programa de austeridad, así como el incremento del salario mínimo. En cuanto al presupuesto nacional, proponía un superávit primario (que excluye los pagos de intereses de la deuda pública) de 2.5%, mientras que los acreedores esperaban que dicho superávit alcanzara 3% del PIB. Tampoco hubo consenso para incrementar el Impuesto al Valor Agregado, particularmente en los productos pertenecientes a los rubros de alimentación y electricidad. Finalmente, proponía que el programa de rescate de la Zona del Euro incluyera la adquisición de la deuda de €27 mil millones a favor del Banco Central Europeo (BCE) a fin de disponer de un plazo mayor para cumplir con ese compromiso. Con el propósito de respaldar su postura, el primer ministro griego, Alexis Tsipras, convocó a un referendo, que se realizó el 5 de julio, cuyo resultado fue que la población eligió no aceptar las condiciones propuestas por los acreedores.

Es importante considerar, que debido a que el gobierno griego aún no logra superar su crisis de financiamiento, no ha recibido fondos de rescate desde agosto de 2014 y tiene pendientes reembolsos de deuda que vencieron el 30 de junio, incluyendo €1.5 mil millones a favor del FMI, por lo que, si bien un acuerdo podría ayudar a resolver los problemas de financiamiento en el corto plazo, aún sería necesaria la implementación de un tercer programa de rescate.



Ante la imposibilidad de obtener préstamos interbancarios, el funcionamiento del sistema bancario griego depende en gran medida del financiamiento que el BCE le ha otorgado mediante el Programa de Apoyo de Emergencias de Liquidez, que es indispensable para compensar el retiro de depósitos del sector privado, los cuales se han reducido en alrededor de 20% entre noviembre de 2014 y abril de 2015. Este beneficio se ha mantenido vigente a pesar del vencimiento del plan de rescate, pero no se ha incrementado, por ello, el gobierno griego impuso restricciones a los bancos para evitar la salida de capitales, estableció el cierre temporal del sistema bancario y limitó el retiro de efectivo de cajeros automáticos a €60 diarios con tarjeta de débito.

Dada la necesidad de nuevas negociaciones para implementar un tercer programa de rescate, el rol del BCE es crucial; de lo contrario podría provocar la salida de Grecia de la Zona del Euro. Las perspectivas económicas para Grecia ante una posible salida de la Zona del Euro no son alentadoras, ya que la mayoría de los pronósticos anticipan una recesión económica.



Fuente: Harari, Daniel. "Greek debt crisis: background and developments in 2015" House of Commons Library. Briefing Paper Number 7114. 22 de junio de 2015; y actualización al 6 de julio de 2015, con información obtenida de fuentes internacionales.

3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúan siendo el principal motor del crecimiento mundial, pero su dinamismo se ha ralentizado, principalmente, por el cambio en el modelo de crecimiento económico de la República Popular China y por el impacto de la caída en el precio internacional de las materias primas tanto petroleras como no petroleras en algunos países exportadores de estas, así como por las salidas de capitales asociadas a la expectativa de normalización de la política monetaria estadounidense. La drástica reducción observada en el precio internacional del petróleo desde el segundo semestre de 2014 ha contribuido a dinamizar la actividad económica en los países importadores netos del crudo, pero ha sido un factor desfavorable para los países que dependen de los ingresos de este tipo de exportaciones. La situación podría ser más compleja para aquellos países que tienen, por un lado, poco espacio para adoptar políticas anticíclicas y, por el otro, un débil nivel de reservas monetarias internacionales para hacer frente a las vulnerabilidades externas. En ese contexto, el menor volumen de comercio mundial previsto es resultado de la disminución de las importaciones en términos reales de las economías emergentes, especialmente de la República Popular China.

Para 2015 se prevé que el PIB de este grupo de economías crezca 4.2%, superior al crecimiento de las economías avanzadas (2.1%), en un entorno que, como se indicó, siguen presentes los riesgos a la baja.

El FMI considera que la moderación en el ritmo de crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo está asociada a la existencia de factores coyunturales y estructurales. En ese sentido, las economías de mercados emergentes, exportadoras netas de materias primas, particularmente petróleo, tienen el reto de implementar políticas anticíclicas para reducir el impacto de la caída de los precios y de una menor demanda interna; además, las economías que dependen de los flujos de capital foráneo, tienen que seguir

preparándose para la normalización de la política monetaria estadounidense.

Ante las perspectivas de crecimientos menos dinámicos, la mayoría de economías emergentes han orientado la política monetaria a apoyar el consumo interno, lo cual ha tenido impactos en las tasas de interés real, los tipos de cambio y los flujos de capital, que varían entre países. Dichas decisiones de política económica han sido coherentes con la incertidumbre, la evolución de la actividad económica y la inflación, así como la expectativa relativa a la normalización de la política monetaria estadounidense.

Para 2015 las perspectivas más sólidas de crecimiento se centran en Asia emergente (especialmente India y Malasia). En la República Popular China, durante el primer trimestre del año el PIB registró un crecimiento de 7.0%, el cual se explica por el dinamismo en la producción industrial y en la inversión fija. La moderación en la actividad económica es resultado, como se indicó, de la implementación de un modelo de crecimiento orientado a impulsar el consumo interno. En materia de política monetaria, hubo reducciones de las tasas de interés de depósitos y préstamos, así como la disminución de la tasa de encaje, medidas que si bien podrían apoyar el crecimiento económico, también podrían poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero. Dado el alto grado de vinculación de esta economía con el resto del mundo, una desaceleración mayor a la esperada se convierte en un importante riesgo para el crecimiento económico mundial. El FMI ha anticipado que ese proceso de ralentización en este país continuará por un período prolongado.

En Rusia, el impacto provocado por la caída de los precios internacionales del petróleo y las tensiones geopolíticas derivadas del conflicto con Ucrania, que dieron origen a la implementación de sanciones económicas por la comunidad internacional a sectores estratégicos, entre ellos el del petróleo, han afectado el crecimiento de dicho país. La caída del precio del petróleo no solo profundizó el débil desempeño económico ruso,

sino que generó expectativas de recesión tanto para 2015 como para 2016.

En cuanto a las economías de América Latina, según la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, las condiciones adversas al crecimiento que han enfrentado los principales países de la región en los dos últimos años se mantendrán vigentes en el presente año, especialmente por la caída en los precios de las materias primas, que erosionó sus términos de intercambio. Asimismo, continúa latente el riesgo de que la normalización de la política monetaria estadounidense podría provocar una mayor salida de capitales, que podría afectar los mercados cambiarios. No obstante, la recuperación de las economías avanzadas, principalmente la de los Estados Unidos de América, ha contribuido a mantener cierto dinamismo en la región. En efecto, ese es el caso de otros países más pequeños, como los de Centroamérica y la República Dominicana que registran un impacto favorable en sus términos de intercambio, debido a la caída en el precio del petróleo y sus derivados, particularmente porque son importadores netos. En adición, el favorable desempeño de la economía estadounidense, genera un impulso adicional tanto a la demanda interna como externa.

En Brasil, el PIB se contrajo 1.6% en el primer trimestre del año, debido a un menor gasto de consumo, a la caída en la formación bruta de capital y a la debilidad de la demanda externa, asociada en parte a la desaceleración de la economía china, al notable deterioro de la actividad industrial, que obedece a los menores precios internacionales de las materias primas y al constante deterioro de la confianza de los inversionistas. En la pérdida de confianza han influido, las tensiones políticas generadas por los señalamientos de corrupción a varias instituciones públicas y a la compañía de capital mixto Petróleo Brasileiro, S.A. (Petrobras), con efectos en el consumo y en la inversión. Algunos analistas consideran que el impacto de la contracción de la economía brasileña, no es de tal magnitud que pueda inducir a los países de la región a una crisis económica,

aunque es un factor de riesgo, principalmente para aquellos países cuyos vínculos comerciales y financieros con Brasil son más directos.

En México, durante el primer trimestre de 2015, la economía registró un crecimiento de 2.5%. De acuerdo con el Banco de México, la actividad económica presenta un ritmo de crecimiento moderado, asociado a la disminución de la producción industrial, a la caída del sector construcción y a la debilidad del sector petrolero. En un contexto de mediano plazo; sin embargo, las perspectivas son más halagadoras, debido al proceso de reforma económica que impulsa el gobierno, particularmente en los sectores de energía y de telecomunicaciones.

En Chile, el crecimiento del PIB en el primer trimestre fue 2.4%, impulsado por el consumo interno, así como por la inversión en varios sectores (construcción, comercio y servicios). Cabe indicar que el desempeño económico ha sido afectado por factores políticos, ante los señalamientos de actos de corrupción, los cuales han incidido en la confianza empresarial y en las expectativas de los agentes económicos.

En Colombia el PIB en el primer trimestre creció 2.8%, explicado por el crecimiento de la mayoría de los sectores económicos, con excepción de los de Minas y Canteras e Industria Manufacturera, que han sido afectados por la caída en el precio del petróleo y sus productos derivados.

En Perú, durante el primer trimestre el PIB registró un crecimiento de 1.7%, resultado de la mejora en el consumo total, principalmente del gobierno, lo que moderó la caída de las exportaciones y de la inversión. En el caso de la inversión, esta cayó, principalmente, en el sector minero, ante la baja de las exportaciones de cobre y oro, ante la menor demanda de la economía china.

En Centroamérica, las perspectivas económicas continúan siendo positivas, en virtud de que la recuperación de la economía estadounidense significa un impulso a las exportaciones de la región, así como de las

remesas familiares; mientras que, por el lado del canal financiero, no se anticipan efectos relevantes, dado el

limitado grado de integración de la región a los mercados financieros internacionales.

RECUADRO 3 APRECIACIÓN DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y ACTIVIDAD ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA

El dólar de los Estados Unidos de América se ha apreciado en términos efectivos reales en alrededor de 18.0%, desde junio de 2014 y, en general, se espera que esta tendencia persista, impulsada por perspectivas favorables de crecimiento económico en el referido país y por la ampliación de los diferenciales de tasas de interés, respecto de las principales monedas a nivel mundial.

¿Cómo podría la tendencia a la apreciación del dólar estadounidense afectar al crecimiento de América Latina? El FMI, en un análisis de los últimos 45 años, indica que los mercados emergentes han tendido a registrar, en promedio, un crecimiento económico más lento durante períodos de apreciación prolongada del dólar, en particular para América Latina, donde este patrón parece ser más fuerte que en otras regiones, especialmente en los países exportadores de materias primas de América del Sur.

Al respecto, el análisis evidencia que durante períodos prolongados de apreciación del dólar el menor crecimiento económico de América Latina ha estado asociado a tasas de interés reales más elevadas en los Estados Unidos de América, a una débil dinámica en los mercados de materias primas y, consecuentemente, a términos de intercambio menos favorables.

Es importante destacar que el crecimiento económico observado en los Estados Unidos de América no ha sido tan volátil durante los episodios de apreciación y de depreciación del dólar estadounidense, lo que sugiere que las diferencias en las tasas de crecimiento de América Latina durante los episodios de apreciación y de depreciación del dólar, reflejan, básicamente, factores distintos al crecimiento en los Estados Unidos de América.

Druck y Magud (2015), economistas del FMI, evaluaron empíricamente los posibles canales de transmisión que podrían explicar el vínculo entre un dólar más fuerte y una menor actividad en América Latina. Los resultados preliminares son los siguientes.

Canal financiero: Las tasas de interés reales más altas en los Estados Unidos de América hacen que el financiamiento externo sea más costoso y restrictivo para los deudores en los mercados emergentes, afectando negativamente a la inversión y el consumo. Estos efectos se han visto agravados en episodios anteriores de apreciación sostenida del dólar, por los descalces de monedas en los balances de los sectores público y privado.

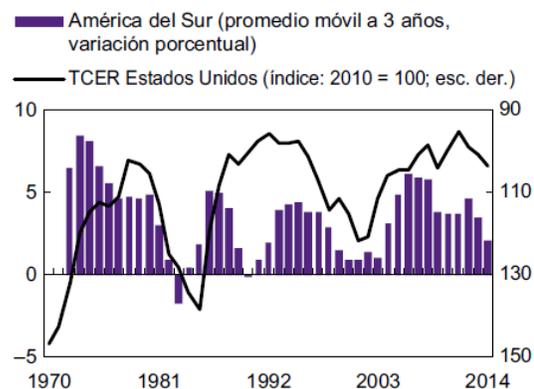
Efectos ingreso/sustitución: Un dólar estadounidense más fuerte implica monedas nacionales y precios de las materias primas débiles, lo que reduce el poder adquisitivo en dólares de los agentes en los mercados emergentes. Este argumento es particularmente relevante en el caso de los principales exportadores netos de materias primas de América del Sur, aunque no tanto para América Central y México.

El debilitamiento resultante de la actividad económica debería verse compensado parcialmente por los efectos positivos de la reorientación del gasto (demanda hacia bienes internos, por precios más elevados de los bienes externos, debido a la depreciación de las monedas locales). Sin embargo, muchas economías latinoamericanas dependen de bienes externos finales, intermedios y de capital, que no pueden ser fácilmente sustituidos por bienes internos, dada la poca diversificación de sus economías. La baja tasa de sustitución implícita entre bienes importados y nacionales validaría el argumento de que el efecto ingreso domina el efecto de las variaciones del tipo de cambio en la reorientación del gasto.

En aquellos países muy integrados con la economía estadounidense, los efectos mencionados deben considerarse paralelamente a los efectos positivos de contagio de la demanda, particularmente si el fortalecimiento del dólar está impulsado por un crecimiento económico más acelerado en los Estados Unidos de América. Estas externalidades positivas son relevantes, en particular, en América Central y México, debido a los fuertes flujos comerciales y de remesas familiares.

En resumen, las perspectivas de un dólar persistentemente apreciado y de una mayor tasa de interés en los Estados Unidos de América, podrían plantear riesgos para el crecimiento económico en América Latina, particularmente para los países exportadores de materias primas y para aquellos que están expuestos a importantes descalces de monedas.

Fortalecimiento del dólar y crecimiento en América del Sur



Fuentes: Federal Reserve Economic Data (FRED); FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: TCER = tipo de cambio efectivo real. Mayor valor = apreciación.

Fuente: Perspectivas Económicas Las Américas. Fondo Monetario Internacional (FMI), Abril 2015.

4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer semestre del año, los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad, debido, entre otros factores, al proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América; a la divergencia de las políticas monetarias de las economías avanzadas; a la ralentización de la actividad económica mundial; y a la caída en el precio internacional del petróleo.

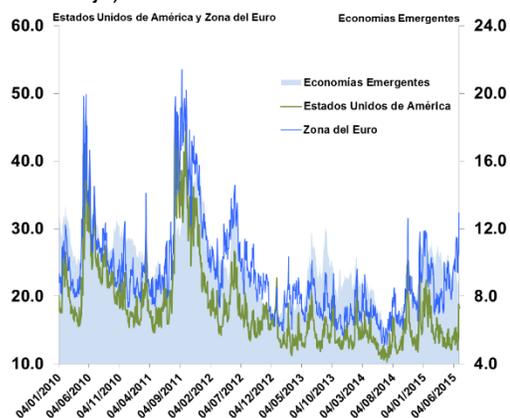
En la Zona del Euro, se registró una mayor volatilidad, asociada principalmente a la incertidumbre sobre el acuerdo que Grecia pudiera alcanzar con sus acreedores para el pago de su deuda pública, dado que el resultado del referéndum realizado el 5 de julio rechazó la implementación de las nuevas medidas de austeridad e incrementos de impuestos requeridos por los acreedores para la liberación de los fondos del rescate financiero. El 7 de julio, luego de los resultados del referéndum, los acreedores acordaron establecer requisitos para continuar con el apoyo financiero a Grecia, fijando como plazo el 9 de julio para recibir una propuesta. En efecto, las autoridades griegas se comprometieron con una serie de medidas de naturaleza estructural (introducir reformas al sistema de pensiones) y medidas de austeridad fiscal (ajuste de salarios a los empleados públicos y algunas prestaciones, reducción del gasto público y aumento de impuestos, entre otras), algunas de las cuales requerirán la aprobación urgente por parte del parlamento, para generar confianza a los acreedores. En todo caso, el peso relativo de Grecia en el PIB de la Zona es bajo (aproximadamente 2.2%).

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los episodios de volatilidad se asocian a las expectativas de un moderado crecimiento económico, así como al proceso de normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América, situación que en algunos casos se ha traducido en depreciaciones de las monedas respecto del dólar estadounidense.

En lo que se refiere a los mercados accionarios de los Estados Unidos de América y de la Zona del Euro, estos continuaron mostrando una tendencia al alza, registrando en algunos casos niveles récord. En el caso de los Estados Unidos de América se explica por la expectativa de recuperación económica. En ese sentido, la presidenta de la FED ha indicado que actualmente el dinamismo del mercado bursátil no es consistente con el proceso

Gráfica 2

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2015
(porcentaje)

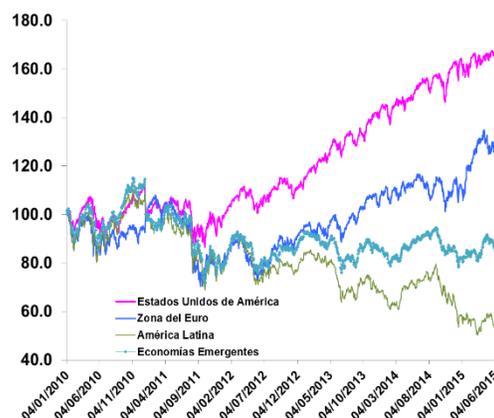


(1) Al 30 de junio de 2015.

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

Gráfica 3

Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2015
(Base 2010=100)



(1) Al 30 de junio de 2015.

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

de recuperación económica, aspecto que hace suponer que las valoraciones actuales de los mercados accionarios son elevadas y pueden constituirse en un riesgo, aunque de momento es moderado.

Con relación a la Zona del Euro, la tendencia al alza fue más pronunciada, atribuida a la expectativa de una mejora en la actividad económica, luego del anuncio de la ampliación del programa estímulo monetario. En las economías emergentes y América Latina, a finales del primer semestre se observó una caída en los índices accionarios, dada la expectativa de una desaceleración en la actividad económica en algunas de estas economías, entre las que destacan Brasil y Chile.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Hasta mayo, los precios internacionales de las materias que afectan a la inflación en Guatemala (principalmente, maíz amarillo y trigo) mostraron una tendencia a la baja, comportamiento que se modificó a partir de la segunda quincena de junio, cuando se registraron importantes alzas, asociadas a un deterioro climático que habría ocasionado daños en la producción de varios países. Por su parte, el precio internacional del petróleo mostró una tendencia al alza durante el semestre, luego de la importante reducción que se observó entre julio y diciembre de 2014.

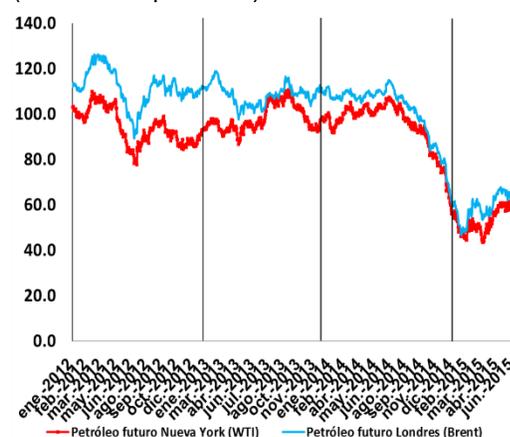
Al 30 de junio de 2015, los precios del petróleo mostraron un aumento acumulado de 11.64%, mientras que los del maíz amarillo y del trigo fueron de 4.23% y 4.27%, en su orden.

a) Petróleo

Los precios internacionales del petróleo, aunque se han elevado, siguen registrando niveles inferiores a los observados el año anterior. Dicha reducción se explica más por factores de oferta que de demanda. En efecto, la oferta de crudo se incrementó, principalmente, por el aumento en la producción de los Estados Unidos de América, debido al uso de nueva tecnología de extracción (técnicas de fracturación hidráulica y perforación horizontal) que permitió el acceso a yacimientos de esquisto, especialmente en Dakota del Norte y Texas, por lo que dicho país ya no es el principal importador de crudo a nivel mundial y, por ende, no presiona el mercado internacional. También influyó la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), de

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 2015.

Fuente: Bloomberg.

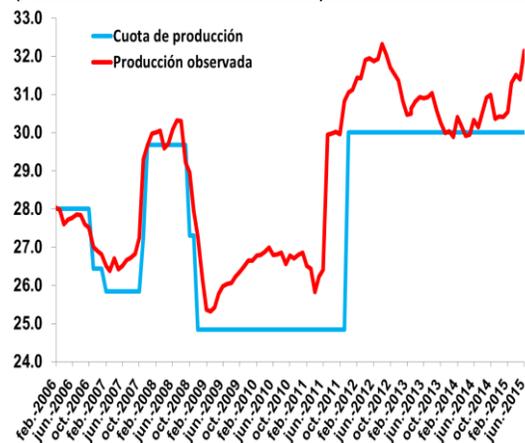
mantener invariable su nivel de producción, aun considerando los bajos precios internacionales del petróleo.

La evolución del mercado petrolero en el primer semestre del año se ha caracterizado por volatilidad y una recuperación del precio, asociadas a las perspectivas de una posible reducción en la producción de crudo, luego de que las principales compañías petroleras en los Estados Unidos de América redujeron sus planes de inversión y han acelerado el cierre de pozos y las plataformas petroleras ineficientes. No obstante, esta situación ha sido parcialmente compensada en virtud del crecimiento del nivel de inventarios. En efecto, la Agencia Internacional de Energía indicó que el incremento en la producción del año anterior y en el primer trimestre del presente año, provocó un importante aumento en los niveles de inventarios en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)⁴. En el caso de los Estados Unidos de América, el Departamento de Energía (DOE por sus siglas en inglés) informó que el nivel de inventarios a finales de junio de 2015 se situó en los niveles más altos desde 1982. Además, el DOE señaló que las interrupciones en el suministro mundial de petróleo se situaron en junio en aproximadamente 3.3 mbd, de los cuales 2.5 mbd corresponden a los países miembros de la OPEP; sin embargo, dichas interrupciones han sido marginales, por lo que no han incidido de manera relevante en el precio internacional del crudo. Por su parte, la firma *Information Handling Services Energy* (IHS Energy) que estima que la oferta mundial de petróleo se situaría en 95.1 millones de barriles diarios (mbd), lo que estaría reflejando un incremento de 2.0 mbd respecto de la producción observada en 2014. Dentro de los países de la OPEP que han aumentado su producción destacan: Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos e Irak; lo que ha permitido un volumen mayor, respecto de la cuota de producción establecida (30.0 mbd), como se ilustra en la gráfica 5.

Por el lado de la demanda mundial, IHS Energy prevé que la misma se situará en 93.8 mbd, superior en 1.3 mbd respecto de 2014. Aun cuando se registra un incremento, el nivel es inferior a la oferta disponible, por lo que se prevé un superávit de 1.3 mbd.

Gráfica 5

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

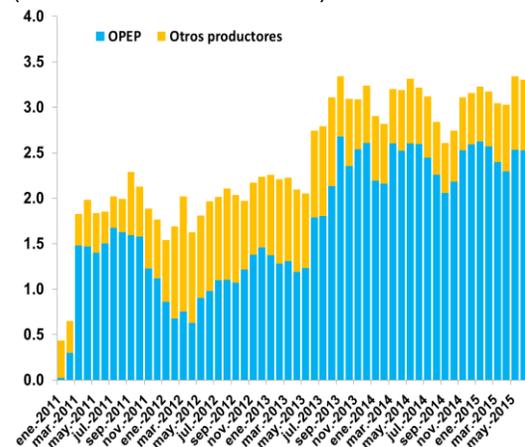


(1) Con información preliminar a junio de 2015.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 6

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



(1) Con información preliminar a junio de 2015.

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

⁴ Con cifras a abril de 2015.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2014 - 2015
(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de junio 2015		
	2014(a)	2015(b)	Variación
Oferta	93.1	95.1	2.0
Demanda	92.5	93.8	1.3
Balance (oferta - demanda)	0.6	1.3	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS *Energy*.

En resumen, el balance entre oferta y demanda es positivo, situación que revela que el precio internacional, en el corto plazo, permanecerá en niveles bajos, respecto de 2014. No obstante, persisten riesgos geopolíticos en Oriente Medio, así como presiones de algunos países miembros de la OPEP, que insisten en recortes en la producción.

RECUADRO 4

¿HA TERMINADO EL *BOOM* DEL PETRÓLEO “*SHALE*” EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA?

El sostenido aumento de los precios del petróleo en los últimos diez años, fue impulsado principalmente por una fuerte demanda (principalmente por el sostenido crecimiento de la economía china) acompañada de una serie de perturbaciones en la oferta (fundamentalmente conflictos geopolíticos en las principales regiones productoras), lo cual terminó provocando importantes cambios en el panorama energético mundial. Entre 2011 y mediados de 2014, los precios del petróleo se ubicaron en torno a US\$105 por barril, comparado con un precio de US\$25 por barril diez años atrás.

En este contexto, los Estados Unidos de América se convirtió en uno de los principales productores mundiales de petróleo como consecuencia de la extracción no convencional del crudo. En efecto, la producción petrolera en los Estados Unidos de América respondió fuertemente al alza de los precios y a importantes innovaciones tecnológicas, llegando a superar los 9 millones de barriles diarios de producción a finales de 2014. Dicho incremento en la producción fue impulsado principalmente por el petróleo ligero de arenas compactas (*shale oil*), que actualmente representa más del 50% de la producción total de petróleo de dicho país. El referido incremento en la producción petrolera ha permitido reducir las importaciones estadounidenses de crudo, mientras que el consumo se ha mantenido estable.

Por otra parte, la considerable reducción de los precios del petróleo, a partir de julio de 2014, puede tener importantes efectos en la industria del petróleo no convencional de los Estados Unidos de América. De hecho, entre agosto de 2014 y febrero de 2015, el precio del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) se redujo prácticamente a la mitad (US\$50 por barril), por debajo de la mayoría de las estimaciones del umbral de rentabilidad de la producción de *shale oil*, por lo que los mercados esperan que los precios del petróleo se recuperen moderadamente en niveles de alrededor de US\$60 por barril en 2016.

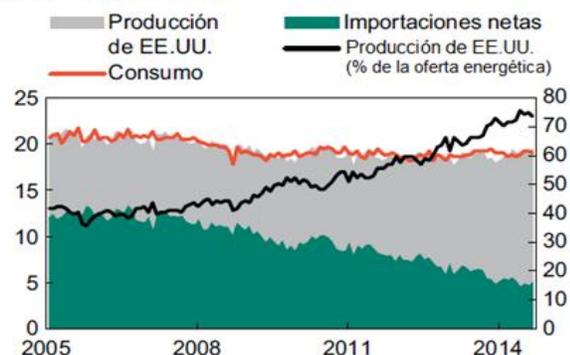
No obstante, es importante señalar que el sector de extracción de petróleo y gas representa entre 1.5% y 2.0% del Producto Interno Bruto (PIB) de los Estados Unidos de América; mientras que la inversión en extracción de petróleo y gas y actividades conexas, ha sido de alrededor de un punto porcentual del PIB de los últimos años (alrededor de 8.5% de la inversión no residencial). La participación de este sector en el empleo total es reducida (únicamente 0.6%). Adicionalmente, es importante indicar que la producción se concentra en pocos estados; por ejemplo, en Dakota del Norte, uno de los dos grandes centros (después de Texas).

En general, se prevé que la disminución del precio del petróleo tenga un impacto neto positivo en la economía estadounidense, pero los efectos en la industria del petróleo serían negativos.

Respecto a la inversión, los analistas estiman que la inversión en perforación y exploración de yacimientos de *shale oil* podría reducirse en alrededor del 40.0% respecto del nivel que se había previsto para 2015. No obstante, existe incertidumbre respecto de estimaciones anteriores, debido a que los precios límite de rentabilidad varían mucho, según cada yacimiento; también los costos operativos y financieros varían considerablemente según cada operador; y las empresas pueden trasladar parte de las inversiones que habían planeado en yacimientos de *shale oil* hacia inversiones más tradicionales, por lo que se prevé que la caída de los precios del petróleo afecte a las nuevas inversiones y no a los proyectos de inversión en marcha.

En conclusión, la caída de los precios del petróleo afectará a la industria no convencional de petróleo en los Estados Unidos de América, porque reducirá la inversión en aquellos proyectos de menor rendimiento y probablemente provocará el cierre de aquellas operaciones que generen flujos de fondos negativos. Sin embargo, el entorno de precios más bajos del crudo posiblemente no hará que la industria energética de dicho país vuelva a su estado anterior (la revolución de los hidrocarburos no convencionales), pero podría inducir una reestructuración de la industria, impulsando fusiones y fomentando mejoras tecnológicas que permitan seguir recortando costos de producción.

Estados Unidos: Producción de petróleo y consumo¹
(Millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia de Información Energética de Estados Unidos.
¹Se refiere a la producción, consumo e importaciones netas de hidrocarburos. Los hidrocarburos comprenden el petróleo crudo y los productos derivados del petróleo.

Fuente: Perspectivas Económicas Las Américas. Fondo Monetario Internacional (FMI). Abril 2015.

b) Gasolinas

En los primeros seis meses del año, el precio de la gasolina en los Estados Unidos de América registró una tendencia al alza, la cual se explica por un incremento en la demanda, en una coyuntura en la que se inició el mantenimiento de algunas de las refinerías, lo que provocó una reducción en el volumen de los inventarios. Adicionalmente, la huelga de trabajadores en algunas de las principales refinerías afectó los precios.

c) Maíz amarillo

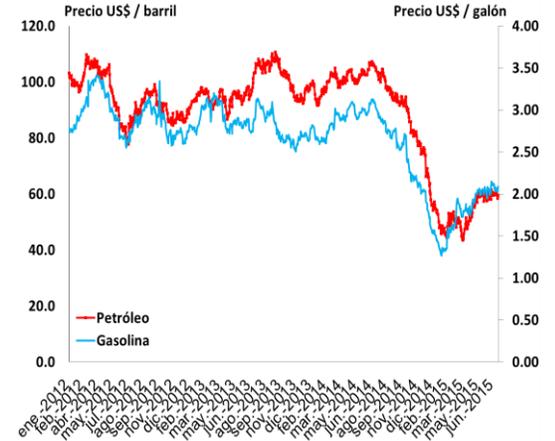
El precio internacional del maíz amarillo registró una moderada tendencia a la baja, dada la previsión de una adecuada producción para la temporada 2015/2016; sin embargo, durante la segunda quincena de junio se observó un alza importante, asociada a expectativas de daños a la producción debido a factores climáticos, así como a la sustitución de cultivos. En efecto, de acuerdo al Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA por sus siglas en inglés), la producción mundial para la cosecha 2015/2016 se situaría en 989.3 millones de toneladas métricas (mtm), cifra inferior en 1.0% a la registrada en la cosecha previa (999.4 mtm). La reducción prevista estaría focalizada en los Estados Unidos de América, la Unión Europea, Brasil y Ucrania, debido parcialmente a la reducción de las áreas de siembra de dicho cultivo.

En cuanto a la demanda mundial correspondiente a la cosecha 2015/2016, se estima en 991.1 mtm, superior en 1.4% respecto de la cosecha anterior (976.9 mtm), situación que se explica, según el USDA, por el incremento en el consumo de la República Popular China, de Brasil, de los Estados Unidos de América y de la Unión Europea. La mayor demanda estaría asociada a la mayor utilización del grano para la producción de alimentos, concentrados para ganado y producción de etanol.

En síntesis, el balance entre oferta y demanda es desfavorable, por lo que el principal riesgo continúa siendo un deterioro en las condiciones climáticas en los principales países productores.

Gráfica 7

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

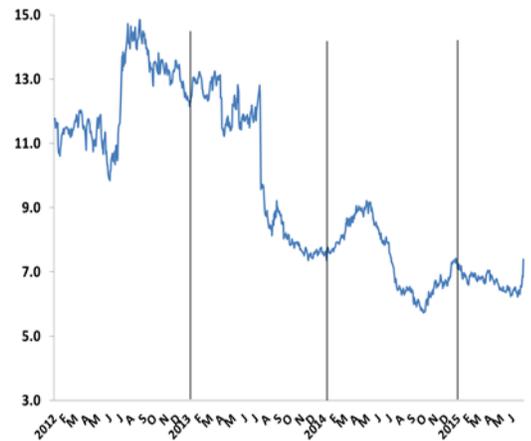


(1) Con información al 30 de junio de 2015.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2015.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas				Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2015/2016 (b)	2014/2015	2015/2016
Producción	869.1	990.6	999.4	989.3	0.9	-1.0
Consumo	864.5	953.1	976.9	991.1	2.5	1.5
Déficit / Superávit	4.6	37.5	22.5	-1.8	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: USDA, junio de 2015.

d) Trigo

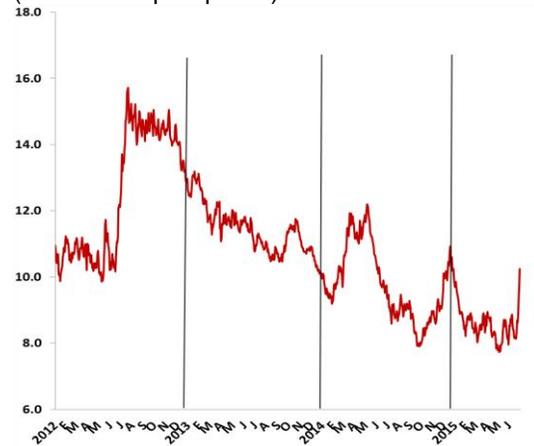
El precio internacional del trigo registró una fuerte reducción entre enero y mayo, principalmente, por previsiones de una producción récord a nivel mundial para la cosecha 2015/2016, ante condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras. Sin embargo, durante la última semana de junio registró un importante incremento atribuido a las expectativas de posibles daños a la producción, debido a factores climáticos (sequías en algunas de las principales zonas productoras).

Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2015/2016 se situaría en 721.6 mtm, inferior en 0.6% respecto de la cosecha anterior (726.3 mtm), debido a la disminución de la producción en la Unión Europea, India, Rusia y Ucrania. Si bien se prevé una reducción en la producción mundial, el volumen previsto seguiría siendo relevante si se compara con cosechas anteriores.

El consumo mundial se estima en 719.6 mtm, superior en 0.5% al registrado el año previo (715.9 mtm). El incremento en la demanda sería cubierto por la producción proyectada y el nivel de inventarios, por lo que se anticipa un balance levemente positivo, aunque se advierte que un mayor deterioro climático podría seguir impulsando los precios al alza.

Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2015.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas				Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2015/2016 (b)	2014/2015	2015/2016
Producción	658.5	716.8	726.3	721.6	1.3	-0.7
Consumo	679.2	703.8	715.9	719.6	1.7	0.5
Déficit / Superávit	-20.7	13.1	10.4	2.0	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2015.

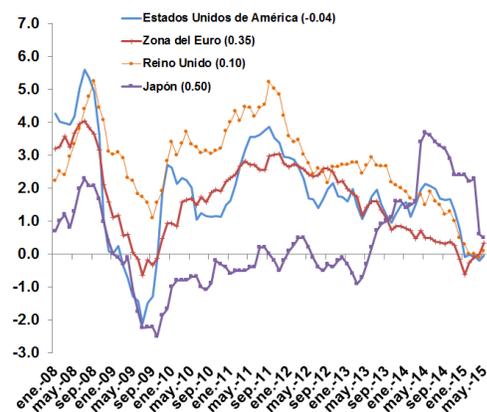
6. Inflación y política monetaria

Durante el primer semestre de 2015, en términos generales, las presiones inflacionarias en la mayoría de regiones del mundo han estado contenidas, debido a la reducción de los precios del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas importantes. Cabe indicar que en algunas economías, además de ese choque de oferta positivo, la desaceleración de la inflación también se explica por la debilidad de la demanda agregada. En las economías avanzadas esta se ubica en niveles por debajo de 2.0%; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo los resultados han sido mixtos. En algunos países la inflación muestra una tendencia decreciente, mientras que en otros ha sido creciente, especialmente en Brasil.

En los Estados Unidos de América, la inflación interanual fue negativa por quinto mes consecutivo (-0.04% a mayo), según la FED, por la baja en los precios tanto de la energía como de otros bienes importados. Dicha institución anticipó que la menor inflación provocaría una mejora en el ingreso disponible, lo que se traduciría en un incremento en el consumo. Si bien se ha observado cierta mejora en el nivel de consumo, también el ahorro ha sido positivo, lo cual contribuye a la contención de presiones inflacionarias. La FED ha indicado que el proceso de normalización de la política monetaria podría empezar este año de manera gradual y ordenada, en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y baja inflación. El consenso en el mercado es que dicho proceso podría ocurrir en el segundo semestre del año, aunque algunos analistas sugieren que la moderación de la actividad económica podría retrasar el inicio de la referida normalización.

Gráfica 10

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2008-2015
(porcentaje)



(1) Datos a mayo de 2015.

Fuente: Bancos centrales.

En la Zona del Euro, la inflación, después de registrar tasas negativas durante cuatro meses consecutivos, a mayo se situó en 0.35%, lo que detiene el riesgo de deflación. Los bajos niveles de inflación continúan asociados al débil crecimiento económico, así como a la disminución en los precios internacionales del petróleo y sus derivados. Respecto de la tasa de interés de política monetaria, esta continúa en niveles históricamente bajos (0.05%). Por su parte, la postura de la política monetaria del BCE es altamente acomodaticia, luego de que en marzo se ampliara el programa de compras mensuales de activos a un monto mensual de €60.0 mil millones. Dicho programa estaría vigente hasta septiembre de 2016, con la posibilidad de que se extienda, siempre que el BCE lo considere prudente. Según el FMI la inflación se situará en 1.0% a finales del presente año; sin embargo, a principios de marzo el BCE modificó a la baja su proyección de inflación para 2015 (a 0.0%), como resultado de los bajos precios internacionales de la energía.

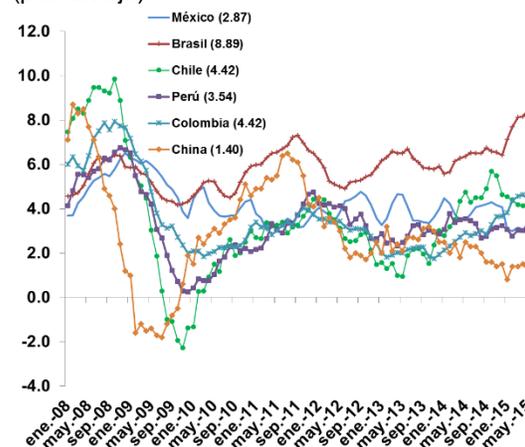
En Japón, la inflación a mayo se situó en 0.50%, resultado, entre otros factores, de la debilidad de la demanda interna y de los bajos precios internacionales de la energía. El Banco Central de Japón no ha variado su postura de política monetaria a lo largo del año, pero continúa aplicando su programa de flexibilización monetaria, vigente desde octubre pasado, el cual busca estimular la actividad económica y alcanzar el objetivo de inflación de 2.0%. Dicho programa contempla incrementar la base monetaria a un ritmo anual de ¥80.0 billones y comprar activos por medio de bonos soberanos, también por un monto anual de ¥80.0 billones.

En las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo la inflación registró, en general, una disminución, a causa, como se indicó, de la reducción en los precios internacionales del petróleo; en tanto que las respuestas de política monetaria han sido heterogéneas. Algunos países no han modificado sus tasas de interés de política monetaria, mientras que otros las han disminuido. En la República Popular China, la inflación a junio se situó en 1.40%, inferior al objetivo de mediano plazo del Banco Central (3.0%).

En América Latina, la inflación en las principales economías que operan con el esquema de metas explícitas de inflación se encuentra contenida, con excepción de Colombia y Brasil.

Gráfica 11

Ritmo Inflacionario Total de las Economías Emergentes (1)
2008-2015
(porcentaje)



(1) Datos a junio de 2015.

Fuente: Bancos centrales.

En México, Perú y Chile, a junio de 2015, la inflación se situó en 2.87%, 3.54% y 3.97%, respectivamente, lo que se explica, principalmente, por la reducción en los precios de la energía. En Colombia la inflación a junio se situó en 4.42%, reflejo del dinamismo de la demanda interna y de la depreciación del peso; mientras que en Brasil se ubicó en 8.89%, lo que se explica por las medidas de ajuste fiscal del gobierno, particularmente la disminución en los subsidios a la electricidad y a los combustibles.

En cuanto a la respuesta de política monetaria, en Chile, México y Colombia, la tasa de interés no se modificó en el primer semestre, en tanto que en Perú se redujo 25 puntos básicos, ante una moderación en la actividad económica. En Brasil, a junio la tasa se situó en 13.75%, reflejando un incremento de 200 puntos básicos, respecto de diciembre de 2014.

En lo que respecta a Centroamérica y la República Dominicana, la inflación continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada a la reducción en el precio de los combustibles, aunque debe advertirse que el rubro de alimentos continúa mostrando alzas en varios países (ver Anexo 1). En ese contexto, en la mayoría de países de la región, la inflación se encuentra por debajo de límite inferior de la meta establecida por los bancos centrales; incluso, en El Salvador es negativa. Cabe indicar que en Costa Rica, República Dominicana y Guatemala las autoridades monetarias disminuyeron sus tasas de interés de política monetaria en 175, 125 y 75 puntos básicos, respectivamente.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

De acuerdo con el FMI, la actividad económica mundial continúa el proceso de recuperación moderada, aunque con importantes diferencias entre países y regiones. La referida recuperación se sustenta en un mejor desempeño de las economías avanzadas, en especial de los Estados Unidos de América, apoyado por la reducción en los precios internacionales del petróleo y sus derivados; mientras que las economías de mercados

emergentes y en desarrollo continuarían presentando una moderada ralentización derivada, particularmente, de la desaceleración económica en la República Popular China y en algunos países exportadores de petróleo.

En las economías avanzadas, el envejecimiento de la población, la debilidad de la inversión y el bajo crecimiento de la productividad están provocando importantes limitaciones para un crecimiento más acelerado del producto potencial. Adicionalmente, en la mayoría de estas economías, el crecimiento continúa dependiendo de la política monetaria acomodaticia. Tomando en consideración que algunas de estas economías continúan enfrentando los efectos de la pasada crisis económica y financiera, con una persistente brecha del producto negativa y una alta deuda tanto del sector público como del sector privado, será necesario implementar importantes reformas estructurales que permitan mejorar el crecimiento del producto potencial.

Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los efectos del crecimiento observado en los últimos años estarían afectando las expectativas de crecimiento en el mediano plazo; en tanto que, los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados siguen beneficiando a las economías que son importadoras netas de crudo, pero siguen afectando a las economías que son exportadoras netas. No obstante, de acuerdo con el FMI, las economías emergentes continúan siendo el motor de crecimiento económico mundial.

Dicho organismo señala que la distribución de los riesgos que podrían afectar el crecimiento mundial, se encuentran más equilibrados que el año anterior; no obstante, aún se encuentran sesgados a la baja. Destaca que, un riesgo al alza es que los bajos precios del petróleo generen un incremento superior a lo previsto en la demanda interna en varias economías importantes a nivel mundial; mientras que los riesgos a la baja son: una reducción adicional en el crecimiento económico de la República Popular China, mayores tensiones geopolíticas y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

El crecimiento económico mundial estimado para el presente año es de 3.3%, ligeramente menor al de 2014 (3.4%), mientras que para 2016 se prevé alcance 3.8%. Las economías avanzadas registrarían una tasa de crecimiento de 2.1% para 2015 y de 2.4% para 2016; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.2% y 4.7% para 2015 y para 2016, respectivamente.

En las economías avanzadas, el mejor desempeño provendría de los Estados Unidos de América, cuyo PIB registraría un crecimiento de 2.4% en 2015 y 2.8% en 2016. A pesar de la contracción de la actividad económica en el primer trimestre de 2015, asociada, como se indicó, a factores de naturaleza temporal (clima inusualmente frío, huelgas en los puertos de la costa Oeste y el importante recorte de la inversión en el sector petrolero), el FMI estima recuperación en lo que resta del año, resultado de los bajos precios de la energía, una inflación menor al objetivo de 2.0%, un menor ajuste fiscal y un mercado de vivienda con perspectivas positivas, factores que estarían compensando la debilidad de las exportaciones, ante la fortaleza del dólar. Sin embargo, en el largo plazo, las expectativas son menos alentadoras, dado que el producto potencial crecería alrededor de 2.0%, explicado principalmente por el envejecimiento de la población y la baja productividad. Con relación a la inflación, se prevé que se sitúe en 0.5% en 2015 y en 2.1% en 2016.

En la Zona del Euro, se estima que el crecimiento del PIB en 2015 se sitúe en 1.5% y en 2016 en 1.7%, tasas superiores a la de 2014 (0.8%). Dichos resultados se sustentarían en el mejor desempeño económico en Alemania, Francia, Italia y España, principalmente; sin embargo, la reciente crisis en Grecia ha hecho prioritario que los acreedores, conjuntamente con las autoridades griegas, busquen restablecer la estabilidad, confianza y el crecimiento económico en dicho país, mediante una estrategia equilibrada, que incorpore reformas estructurales y fiscales respaldadas con financiamiento,

requisitos necesarios para que los acreedores sigan brindándole apoyo financiero.

Según el FMI, la actividad económica en la Zona del Euro empezó a recuperarse desde 2014, pero la inversión privada y el producto potencial permanecen frágiles como consecuencia de las debilidades estructurales y del deterioro de la productividad. No obstante, la reducción en los precios internacionales del petróleo, el mayor acceso del sector privado al crédito bancario, las bajas tasas de interés, la depreciación del euro, la mayor flexibilización cuantitativa del BCE y una política fiscal neutra impulsarían la actividad económica durante el presente año y el próximo. Con relación a la inflación, se prevé que se sitúe en 0.2% en 2015 y en 1.2% en 2016.

En Japón, el crecimiento del PIB se estima que alcance 1.1% en 2015 y 1.6% en 2016, niveles superiores al observado en 2014 (-0.1%). Dicho comportamiento se sustentaría en la depreciación del yen y en el programa de flexibilización cuantitativa implementado por el banco central. Respecto de la inflación, el FMI prevé que se ubique en 0.9% en 2015 y en 0.5% en 2016.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento económico en 2015 registraría desaceleración por quinto año consecutivo (al ubicarse en 4.2%), explicado por el menor crecimiento previsto en las economías exportadoras de petróleo (tales como Rusia y Arabia Saudita), la ralentización económica en la República Popular China y la continua debilidad en varias economías de América Latina (Brasil, Argentina y Venezuela). Para 2016 se proyecta cierta aceleración del crecimiento económico (4.7%) con un menor ritmo inflacionario (4.5%), inferior al estimado para el presente año (5.7%).

En el caso de la República Popular China, el crecimiento del PIB sería de 6.8% en 2015 y 6.5% en 2016, que se explicaría por la desaceleración del crédito, especialmente en el mercado inmobiliario, y de la inversión. Las autoridades chinas estiman que las reformas estructurales implementadas y los bajos precios

internacionales del petróleo permitirán un mayor consumo interno. La inflación se proyecta en 1.2% y 1.5%, para 2015 y 2016, respectivamente, lo que estaría reflejando la caída en los precios de las materias primas y la apreciación de la moneda.

En América Latina y el Caribe, se prevé que el crecimiento del PIB se sitúe en 0.5% en 2015; en tanto que para 2016 en 1.7%. El crecimiento del presente año se asocia, principalmente, a la pérdida del impulso de la actividad económica (especialmente en Brasil), la caída en los precios internacionales de las materias primas, el reducido espacio, en algunas de estas economías, para implementar políticas macroeconómicas de apoyo al crecimiento económico y el deterioro de los términos de intercambio en las exportadoras de materias primas.

Para Brasil, el FMI prevé que el PIB se contraiga en 1.5% en 2015; mientras que para 2016 crecería 0.7%. El resultado para 2015 se asocia a la baja en la confianza del sector privado, al racionamiento del servicio de electricidad y agua potable, a la pérdida de competitividad y a los problemas de corrupción tanto en el sector público como en la empresa de capital mixto denominada Petróleo Brasileiro, S.A. (Petrobras). La inflación se proyecta en 8.0% para 2015 (5.4% para 2016), la más alta del grupo de países que operan con el esquema de metas explícitas de inflación en América Latina.

En México se prevé que la actividad económica en 2015 crezca 2.6% y para 2016, 3.2%. Dicho comportamiento se asocia a la moderación en la demanda interna y a una política fiscal más restrictiva, que estaría contrarrestando parcialmente los efectos favorables de la recuperación económica de los Estados Unidos de América. Respecto de la inflación, esta se proyecta en 3.1% para 2015 y en 3.0% para 2016.

En Chile, Colombia y Perú las tasas crecimiento del PIB para 2015 se ubicarían en 2.7%, 3.4% y 3.8%, en su orden, tasas más bajas respecto a las previstas a inicios del presente año; en tanto que para 2016 de 3.3%, 3.7% y 5.0%, respectivamente. Por su parte, se estima que la inflación en Chile se situó en 2.9% y en 3.0% en

2016; mientras que en Colombia en 3.6% y en 3.2% para 2016; en tanto que en Perú en 2.2% y en 2.0% para 2016.

En la región centroamericana, se anticipa un crecimiento del PIB de 3.6% tanto para 2015 como para 2016, ligeramente por arriba del crecimiento observado en 2014 (3.5%). Dicho crecimiento refleja la mejora en la actividad económica de los Estados Unidos de América, lo que favorecería el ingreso de divisas por exportaciones, remesas familiares y turismo. Cabe enfatizar que, a diferencia de otros países de América Latina, se prevé que la región tendrá una mejora en sus términos de intercambio derivada de la caída en el precio internacional del petróleo, dada su condición de importadora neta. En lo que respecta a la inflación, esta se situaría en 3.7% en 2015, asociada a la reducción en los precios de los combustibles, mientras que para 2016 se estima en 4.3%.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Principales socios						
Estados Unidos	2.4	2.4	2.8	0.9	0.5	2.1
El Salvador	2.0	2.5	2.5	0.5	0.6	1.7
Honduras	3.1	3.3	3.4	5.8	4.7	5.2
Zona del Euro	0.8	1.5	1.7	-0.2	0.2	1.2
México	2.1	2.6	3.2	4.1	3.1	3.0
Otros socios						
Colombia	4.6	3.4	3.7	3.7	3.6	3.2
Japón	-0.1	1.1	1.6	2.6	0.9	0.5
Brasil	0.1	-1.5	0.7	6.4	8.0	5.4
Chile	1.8	2.7	3.3	4.6	2.9	3.0
Perú	2.4	3.8	5.0	3.2	2.2	2.0
Reino Unido	2.9	2.4	2.4	0.9	0.5	1.9
China	7.4	6.8	6.5	1.5	1.2	1.5
Mundial	3.4	3.3	3.8			
-Economías avanzadas	1.8	2.1	2.4	1.0	0.6	1.6
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.6	4.2	4.7	5.1	5.7	4.5
-América Latina y el Caribe ^{1/}	1.3	0.5	1.7	5.3	6.2	5.9
-América Central	3.5	3.6	3.6	4.2	3.7	4.3
Principales socios	2.2	2.4	2.8	1.5	1.1	2.3

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, abril de 2015 y julio de 2015 y consultas de Artículo IV. *Consensus Forecasts* y reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a junio de 2015.

^{1/} En la inflación se excluye a Argentina y se refiere al promedio simple de la inflación observada al final del período y de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Producto Interno Bruto del primer trimestre de 2015 registró una tasa de crecimiento interanual de 4.8% (ver detalle en Anexo 2). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: industria manufacturera; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que en conjunto explicarían alrededor de 78% del referido crecimiento. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo de todos los componentes de la demanda interna, en particular del gasto de consumo privado y del gasto de consumo del Gobierno General.

Cabe indicar que el referido crecimiento fue mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2014 (4.4%) y sustenta la previsión revisada en julio de crecimiento anual para 2015 (de entre 3.6% y 4.2%). Además, las expectativas sobre la actividad económica continúan siendo favorables; en efecto, a mayo el IMAE registró un crecimiento de 3.4%⁵, resultado de la incidencia positiva de los sectores de comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; industrias manufactureras; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. El crecimiento interanual de la tendencia-ciclo de dicho indicador fue de 3.9% (gráfica 13).

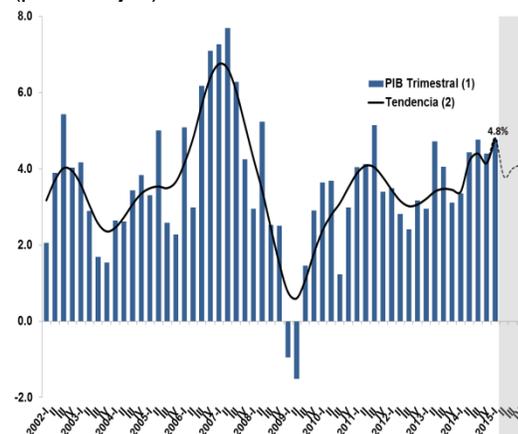
No obstante, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a junio se situó en 33.04 puntos, por debajo del observado al mismo mes del año anterior (64.29); ubicándose en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), lo cual anticipa que los analistas encuestados esperan una moderación en el ritmo de actividad económica para los próximos seis meses (ver gráfica 14).

B. SECTOR EXTERNO

A mayo, el comercio exterior de Guatemala, con base en la información de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), muestra que el valor FOB de las exportaciones de bienes creció 3.6%, respecto a similar período de 2014; resultado de un

Gráfica 12

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



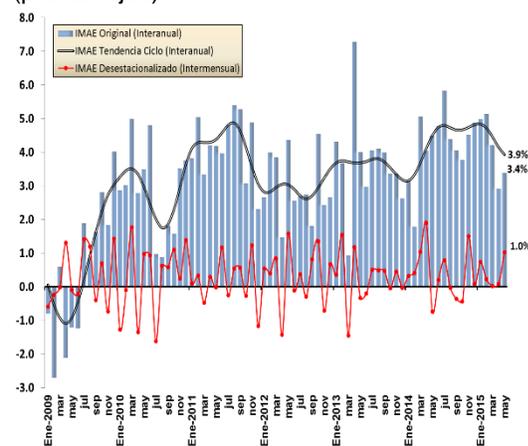
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2015.

(2) Proyectada a diciembre de 2015, con base en el filtro de Hodrick- Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 13

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



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a mayo de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁵ Variación interanual de la serie original del IMAE.

aumento importante en el volumen, que contrarrestó la disminución en el precio medio de exportación. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 5.5%, fundamentalmente, por la reducción del precio medio de las importaciones, principalmente, el de combustibles y lubricantes. La balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$2,426.4 millones, inferior en US\$578.8 millones al observado en el mismo período de 2014 (US\$3,005.2 millones). El moderado dinamismo del comercio exterior, obedece, en parte, a que sigue privando una mayor oferta mundial de petróleo, especialmente por el incremento en la producción de los Estados Unidos de América, lo que ha repercutido en el precio de esta materia prima.

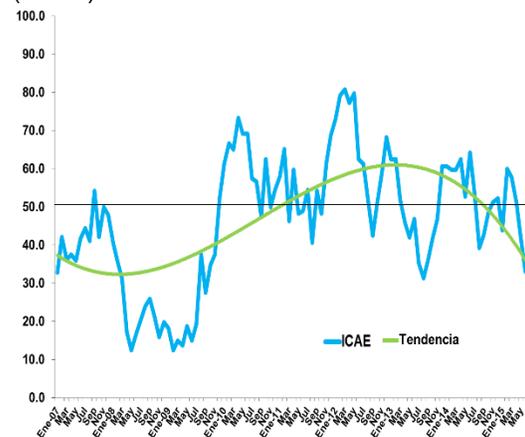
Como se indicó, el valor de las exportaciones FOB estuvo influenciado por el incremento en el volumen (18.9%), ante la mayor demanda externa de productos guatemaltecos y de la disminución registrada en el precio medio (12.0%). Entre los principales productos exportados destacan, hierro y acero; banano; frutas frescas, secas o congeladas; artículos de vestuario; grasas y aceites comestibles; azúcar; y café. En contraste, disminuyó el valor exportado de algunos productos como el petróleo y caucho natural.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$53.9 millones respecto a lo acumulado a mayo de 2014, alcanzando un total de US\$94.0 millones (134.5%), explicado tanto por un mayor volumen exportado (41.0%), como por un incremento en el precio medio (67.1%). Este comportamiento obedece, en buena medida, al inicio de las operaciones de extracción y exportaciones de ferróníquel por parte de Compañía Procesadora de Níquel de Izabal, S.A., a partir del segundo semestre de 2014. El valor de las exportaciones de banano aumentó 16.9%, explicado por el mayor volumen exportado (15.9%) y por el leve incremento en el precio medio por quintal de 0.9%, al pasar de US\$15.03 a US\$15.16. El referido resultado en el volumen se asocia a la mayor demanda externa, lo que motivó un incremento en las áreas de cultivo; mientras que, el aumento en el precio obedece, fundamentalmente, a sequías en Filipinas (segundo productor mundial de banano) causadas por el fenómeno de El Niño. Cabe indicar que el 95.4% de las exportaciones de dicho producto son destinadas a los Estados Unidos de América.

Por su parte, el valor de las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas aumentó US\$29.8 millones (20.8%) respecto al

Gráfica 14

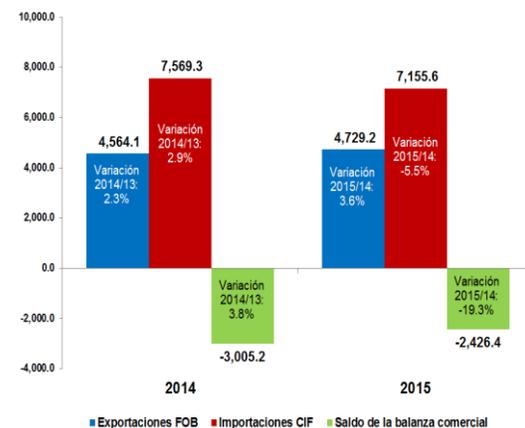
Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) (1)
(índice)



(1) Con información a junio de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

Gráfica 15

Balanza Comercial de Bienes (1)
(millones de US\$)



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

valor acumulado en similar período del año anterior, explicado, principalmente, por el aumento del volumen exportado (8.9%) ante la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América y la mejora de su precio medio (10.0%), destacando la exportación de melón, sandía, papaya y frambuesas.

Las ventas al exterior de artículos de vestuario aumentaron 3.9%, resultado del aumento en el volumen exportado (8.5%), compensado, en parte, por la disminución en el precio medio de exportación (4.3%). El aumento en el volumen exportado se asocia a una mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América, país que compra el 91.5% de estos bienes.

El valor de las ventas al exterior de grasas y aceites aumentó US\$17.4 millones (14.0%), reflejó de un incremento en el volumen exportado (32.8%), que fue compensado en parte por una disminución en el precio medio (14.6%). Del valor exportado en este rubro, el aceite de Palma tuvo la mayor participación (76.2%), destinándose a los mercados de México, Países bajos, El Salvador y Alemania (30.4%, 27.6%, 20.2% y 6.0%, en su orden).

El valor exportado de azúcar aumentó US\$17.3 millones (3.7%), debido, fundamentalmente, a un mayor volumen exportado (15.9%), dado que el precio medio registró una disminución (10.6%), al pasar de US\$20.90 a US\$18.69 por quintal. Dicha reducción, se asocia a las perspectivas de una mayor producción mundial de caña de azúcar, fundamentalmente por las expectativas de sobreproducción en Brasil; a los elevados niveles de inventarios del edulcorante, particularmente en Brasil y Tailandia; así como a la reducción en las compras de caña de azúcar destinadas a la producción de etanol, debido a la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados. Respecto al volumen exportado, según el Centro Guatemalteco de Investigación y Capacitación de la Caña (CENGICAÑA), la cosecha 2014/2015 registró un aumento de 8.0%, respecto de la cosecha anterior (2013/2014), apoyada por la mayor

eficiencia productiva y la diversificación de países compradores del producto guatemalteco.

Las ventas al exterior de café ascendieron a US\$375.3 millones, mayores en US\$15.2 millones al valor observado a mayo de 2014 (4.2%); que se explica por un incremento en el precio medio de 8.5% (de US\$154.72 pasó a US\$167.83 por quintal), contrarrestado parcialmente por un menor volumen exportado (3.9%). El incremento en el precio se asocia a condiciones climáticas adversas (lluvias por debajo del nivel promedio) en las principales zonas productoras de Brasil, situación que de continuar podría mermar la producción mundial para la presente temporada; mientras que, la reducción en el volumen responde a los daños en las plantaciones del grano ocasionados por la Roya. No obstante, la Asociación Nacional del Café (ANACAFÉ), espera que en la cosecha 2014-2015 la producción cafetalera se incremente levemente, producto de renovación de plantaciones luego de los efectos ocasionados por la Roya.

El valor de las exportaciones de petróleo, se redujo 48.6% (US\$52.7 millones), explicado por la caída del precio medio por barril (51.5%), al pasar de US\$88.69 a US\$43.00; en tanto que el volumen aumentó (5.9%), como consecuencia de los resultados de una inversión realizada a finales de 2014 para trabajos de reacondicionamiento (limpieza de pozos y cambio de bombas) en el área Xan.

En cuanto al valor exportado de caucho natural, se registró una disminución de 30.0%, debido a la reducción, tanto en el precio medio de 26.7%, como en el volumen exportado (4.5%). El comportamiento a la baja del precio medio de exportación se atribuye a la sobre oferta del producto en varios países asiáticos; así como por la caída en la demanda mundial del producto asociada al menor dinamismo de la actividad económica de la República Popular China (el principal comprador). La caída en el precio internacional de dicho producto, también motivó la caída en el volumen, ante un menor incentivo por exportar.

En cuanto a las importaciones, la disminución de su valor CIF (5.5%), estuvo determinada por la reducción de 11.8% en el precio medio, efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento de 7.6% en el volumen importado. El referido comportamiento se explica, principalmente, por la considerable reducción en el valor importado de combustibles y lubricantes (31.2%), explicado por la caída de 34.8% en el precio medio, ya que ha habido una mayor demanda de bienes de consumo (5.9%), de materias primas y productos intermedios (2.0%) y de materiales de construcción (0.6%).

Dado que el país es un importador neto de derivados del petróleo, la significativa caída en el precio internacional del crudo, desde julio de 2014 ha significado un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes (factura petrolera⁶) que representa alrededor de 20.0% de las importaciones totales. En efecto, con cifras acumuladas a mayo, la factura petrolera ha registrado una reducción de US\$508.0 millones, al pasar de US\$1,550.3 millones en 2014 a US\$1,042.3 millones en 2015.

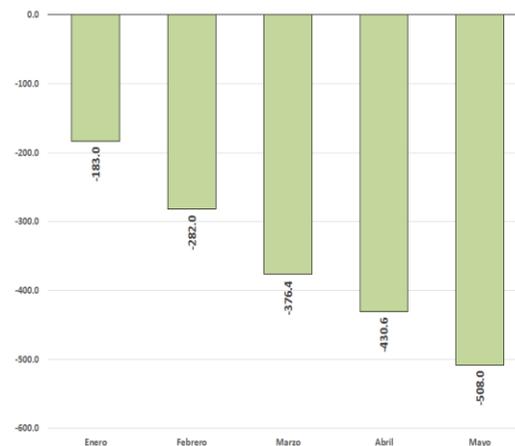
El ingreso de divisas por remesas familiares a junio de 2015, alcanzó un monto de US\$2,955.0 millones, superior en US\$251.0 millones (9.3%) respecto del registrado en igual período de 2014, el cual se asocia a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó al 30 de junio de 2015 en US\$7,717.7 millones, monto superior en US\$384.3 millones al registrado en diciembre de 2014. Dicho monto equivale a 5.1 meses de importación de bienes que, conforme estándares internacionales continúa reflejando una sólida posición externa del país.

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

Gráfica 16

Ahorro Acumulado en el rubro de Combustibles y Lubricantes (Factura Petrolera) en 2015, respecto de 2014 (millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con información de las declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

⁶ Incluye gasolinas regular y superior, diésel, gas propano, asfalto, bunker y otros derivados del petróleo.

del año el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad y ha registrado una apreciación de 1.98% en términos interanuales, como resultado, como se indicó, de la combinación de una menor demanda de divisas para importaciones y de una mayor oferta de divisas en el mercado, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares. A esa fecha, el Banco de Guatemala, conforme la regla de participación vigente, había realizado compras netas por US\$135.8 millones.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

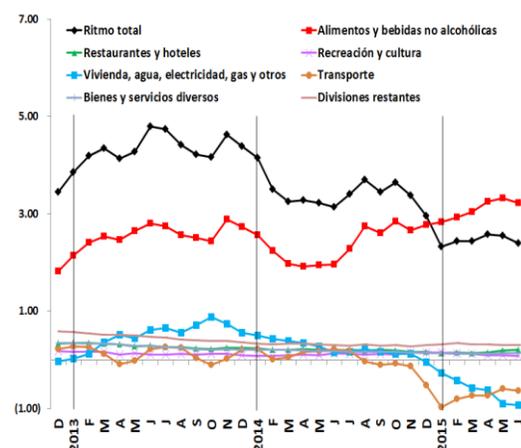
1. Evolución reciente de la inflación

A junio, el ritmo inflacionario se situó en 2.39%, valor por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento del ritmo inflacionario desde noviembre de 2014 se relaciona, básicamente, con la considerable caída del precio internacional del petróleo y sus derivados. A junio, el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se explica, de acuerdo con su impacto, por las alzas en las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; y *Prendas de vestir y calzado*. Dichas alzas fueron compensadas parcialmente por las bajas en las divisiones *Transporte*; y *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*. Las divisiones mencionadas explican en conjunto el 87.45% de la inflación total observada (gráfica 17).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) continúa registrando, en promedio, el mayor impacto dentro del IPC. A junio mostró una variación interanual de 9.80%, equivalente a 4.1 veces el ritmo de inflación total (2.39%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; las Carnes; las Frutas; y el Pan y cereales. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza registrada se explica, principalmente, por los incrementos en el precio medio del Güisquil, el Culantro, la Cebolla, la Papa, las Otras legumbres y hortalizas, la Lechuga, la Zanahoria, el Chile pimienta, el Brócoli y el Frijol que, de acuerdo al Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA) y análisis del

Gráfica 17

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



(1) Con información a junio de 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Banco Central, obedece a la menor oferta de algunos productos en el mercado interno asociada a factores estacionales y al incremento en la demanda tanto local (dada la evolución de los salarios y las remesas familiares) como externa, especialmente de El Salvador y Honduras.

El alza en el grupo de gasto Carnes se asocia, principalmente, al aumento en el precio medio de la Carne de res que, según el MAGA, obedece a una disminución de la oferta en el mercado interno, asociada al trasiego de ganado en pie a México y a la reducción en el hato ganadero, derivado de la sustitución de crianza de ganado por siembra de caña de azúcar y palma africana.

Con relación a las Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicho grupo registraron alzas, principalmente, el Aguacate, las Naranjas, el Banano, el Plátano y las Frutas de estación. En el caso de las Frutas de estación, se observó un aumento en el precio medio, principalmente, del mango, la piña, el melón y la papaya, debido a factores estacionales en su ciclo de producción.

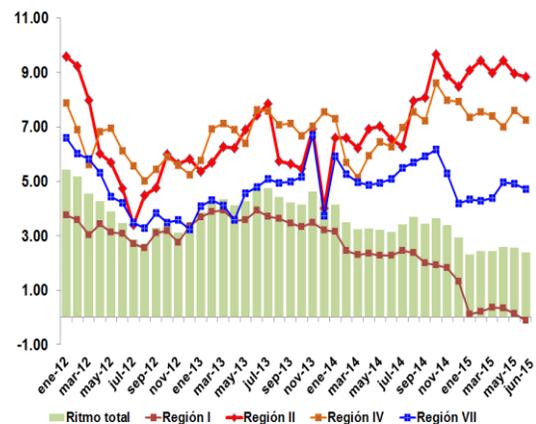
El grupo de gasto Pan y cereales registró incrementos importantes, explicados principalmente por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería y el Pan. En el primer caso, el incremento obedece, principalmente, a que la cosecha de maíz fue menor a la prevista. En el segundo caso, el comportamiento al alza en el precio medio se explica, en buena medida, por el cambio de tendencia del precio internacional del trigo, insumo fundamental para su elaboración.

La división de gasto *Restaurantes y hoteles* fue influenciada por el incremento en el precio medio de los gastos básicos siguientes: Almuerzo consumido fuera del hogar, Desayuno consumido fuera del hogar y Otras comidas consumidas fuera del hogar, en congruencia con los aumentos registrados en algunos de sus componentes, principalmente, las carnes, los productos de tortillería y algunas verduras y hortalizas.

La división de gasto *Bienes y servicios diversos* registró un alza en los gastos básicos siguientes: Jabón, Colonias y perfumes, Papel higiénico y Champú. Asimismo, el incremento observado en la división de gasto *Prendas de vestir y calzado* respondió al aumento en el precio medio de la Blusa para mujer, Zapatos para mujer, Traje para hombre, y el calzado para niño.

Gráfica 18

Comportamiento del Ritmo Inflacionario por Regiones (1)
(porcentajes)



(1) Con información a junio de 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la división de gasto *Transporte*, mostró una variación interanual negativa, la cual se explica por el comportamiento del precio interno de la Gasolina superior, la Gasolina regular y el Diésel, ante la disminución del precio internacional de dichos derivados del crudo, respecto del año anterior.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* también registró una variación interanual negativa, asociada, principalmente, al comportamiento del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad. En el caso del Gas propano, la disminución se asocia, por un lado, a la baja del precio internacional del gas natural, derivada de niveles de inventarios en el hemisferio norte superiores al promedio de los últimos cinco años y, por el otro, a los bajos precios de los derivados del petróleo. Por su parte, el Servicio de electricidad, registró una disminución asociada a la reducción del pliego tarifario trimestral a partir de mayo, tanto para la tarifa social como la tarifa no social.

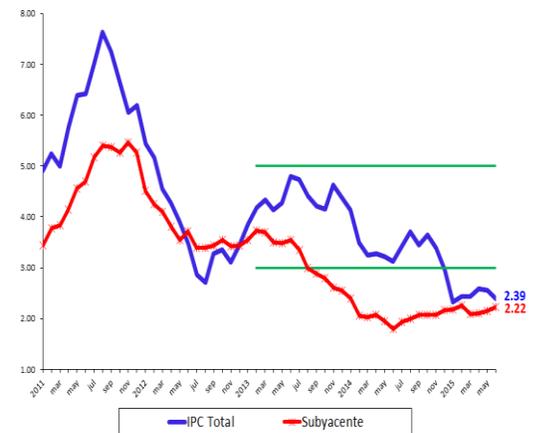
En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁷, con excepción de la Región I (Metropolitana), a junio, se observan alzas en el resto de regiones, destacando, según su impacto, las siguientes: Región IV, Región II, Región VII y Región I (gráfica 18). Al analizar en conjunto las ocho regiones se observa que cuatro de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total, las que tuvieron una incidencia de 70.71% 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*.

En el comportamiento de otras medidas de inflación, destaca el de la inflación subyacente, la cual a junio de 2015 presentó una variación interanual de 2.22%, manteniendo la leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014 (gráfica 19). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación subyacente por la alta volatilidad que presentan (por ejemplo, legumbres y

⁷ La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Petén).

Gráfica 19

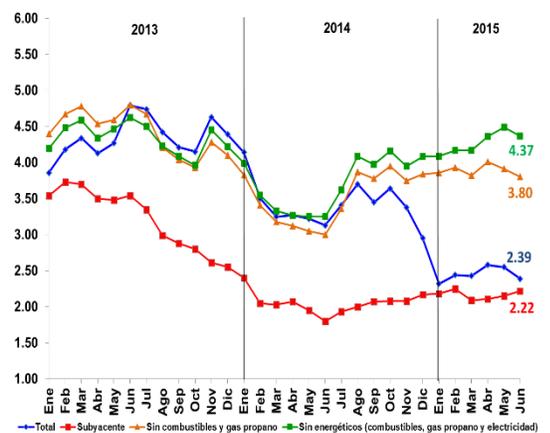
Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 20

Inflación Subyacente (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

hortalizas). También suelen excluirse algunos gastos básicos que integran el rubro de combustibles (como las gasolinas superior y regular, el diésel y el gas propano) y el servicio de electricidad (que ha registrado reducciones importantes en el pliego tarifario), que en algunas ocasiones también presentan una marcada volatilidad. Por ello, el comportamiento de la inflación subyacente puede contribuir a explicar el origen de los choques que afectan la inflación total, dado que al excluir los bienes y servicios más volátiles, que generalmente están afectados por choques de oferta, se puede tener una medida que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total.

En ese sentido, el comportamiento de la inflación subyacente durante el primer semestre del año revela que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, aunque son positivas, están contenidas, lo que sería indicativo de que la evolución en el ritmo inflacionario total ha estado fuertemente influenciada por factores de oferta, destacando la significativa reducción del precio del petróleo y sus derivados (gráfica 20).

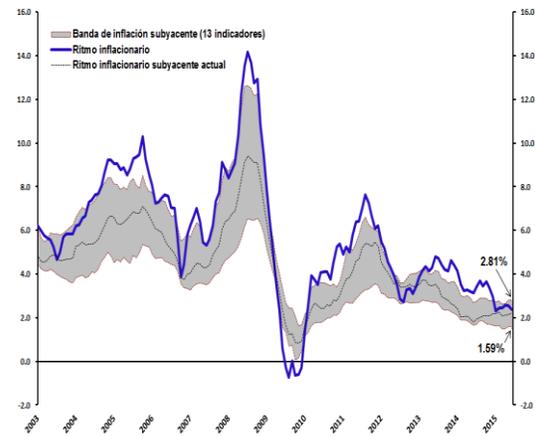
Es importante destacar que se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial⁸, es un indicador que, por lo general, se encuentra en el valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 21).

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a junio, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.59% y 2.81%, confirmando que, aunque existen factores de demanda que presionan la inflación al alza, especialmente en el rubro de alimentos, estos no son significativos.

La inflación importada, a junio de 2015 continuó registrando la disminución iniciada desde julio del año anterior, asociada, principalmente, a la reducción observada en el precio internacional del petróleo y sus derivados y a la disminución del precio de otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo (gráfica 22). A junio, la inflación interna registró un nivel de 4.50% y la inflación importada de -2.11%.

Gráfica 21

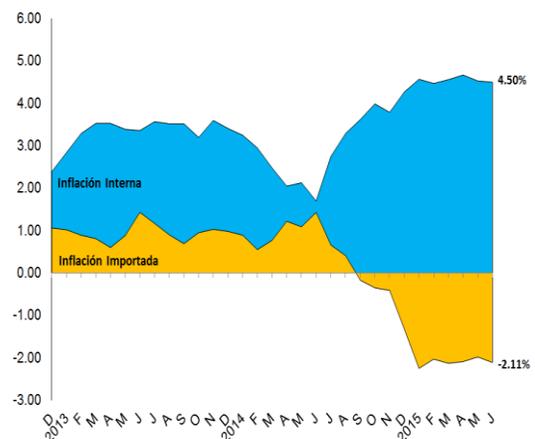
Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Con información a junio de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 22

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



(1) Con información a junio de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

⁸ Excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de toda la canasta para el mes en estudio.

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

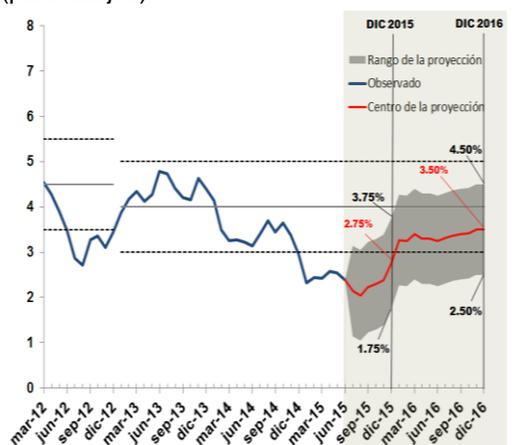
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 1.75% y 3.75% y entre 2.50% y 4.50% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, respectivamente; en ambos casos se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación (4% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 1.45% y 3.45% y entre 2.00% y 4.00% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, en su orden; en ambos casos se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

Los pronósticos de inflación continúan descontando que las presiones por factores de demanda (división de alimentos y bebidas no alcohólicas, especialmente) son compensadas por los beneficios del choque de oferta relacionado con la caída del precio internacional de petróleo y sus derivados. Sin embargo, este efecto podría diluirse en el horizonte de pronóstico, dando lugar a que las presiones de demanda se hagan más evidentes. De este modo, la trayectoria esperada de la inflación mostraría reducciones en los siguientes tres meses, para luego iniciar una leve tendencia al alza, pero ubicándose todavía por debajo del margen de tolerancia de la meta de inflación en 2015 y, posteriormente, dentro de dicho margen durante 2016. Vale indicar que el pronóstico considera, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: 1) alzas en el precio de las gasolinas y el diésel durante el segundo semestre de 2015; 2) incrementos en el precio interno del gas propano a partir del segundo semestre de 2015; 3) reducciones en la tarifa del servicio de electricidad durante 2015 y estabilidad en 2016; 4) comportamiento estacional de los productos agrícolas; 5) incrementos en el precio de la carne de res, tanto en 2015 como en 2016; 6) leves alzas en el precio medio del pan en 2015 y en 2016. Asimismo, por el lado de la demanda, se considera los aspectos siguientes: 1) brecha del producto cerrada; 2) consumo privado dinámico; 3) crédito bancario en crecimiento; y 4) comportamiento estable de la demanda externa.

Gráfica 23

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

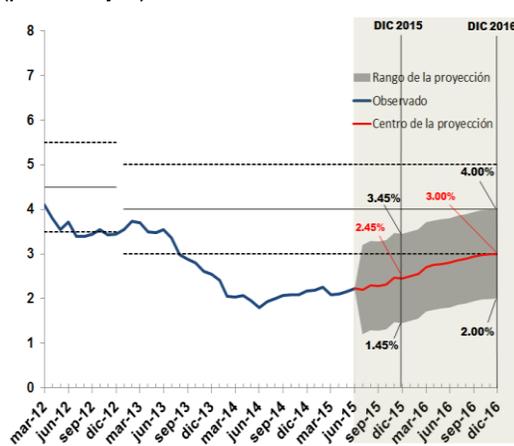


(1) Información observada a junio de 2015 y proyectada a diciembre 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 24

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Información observada a junio de 2015 y proyectada a diciembre 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Con relación a la proyección de inflación subyacente, se estima una ligera tendencia al alza durante 2015 y 2016, asociada a factores de demanda.

b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y del Modelo Macroeconómico Estructural (MME). Dichos modelos, en el escenario base, incorporan medidas futuras de política monetaria y reflejan los eventos que se consideran con mayor probabilidad de ocurrencia.

Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) las presiones inflacionarias derivadas de factores externos están relativamente deprimidas para 2015, pero se espera que sean crecientes en 2016; y ii) el análisis de presiones inflacionarias de oferta y de demanda sugiere que no se registran presiones inflacionarias o desinflacionarias sustanciales de origen interno.

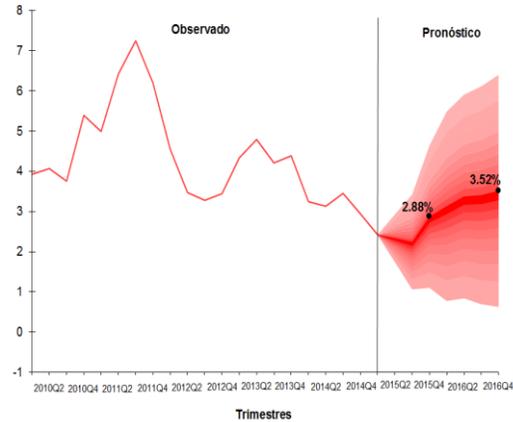
Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en junio, con datos a mayo, anticipan una trayectoria de inflación con valores por debajo de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría para finales de 2015 y de 2016 en 2.88% y en 3.52% respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder de política monetaria congruente con mantener el nivel de inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere una tasa cercana a 3.25% a partir del tercer trimestre de 2015, para situarla nuevamente en 3.50% a partir del segundo trimestre de 2016. Ese aumento obedecería al aumento esperado en la inflación externa, en virtud del alza prevista en el precio internacional del petróleo.

c) Expectativas de inflación

En junio, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se ubicaron en un rango de entre 2.63% y 4.63% para diciembre de 2015 y entre 2.80% y 4.80% para diciembre de 2016. En ambos casos, los límites de las expectativas se ubican por debajo de los

Gráfica 25

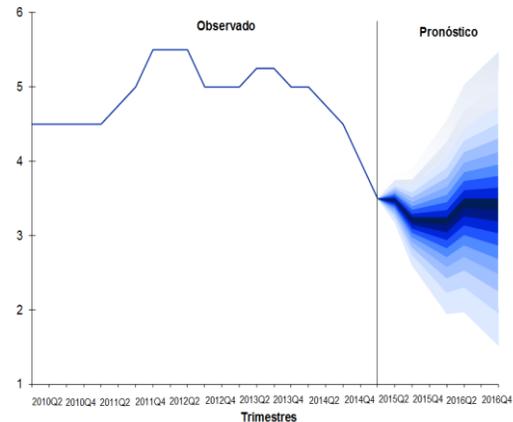
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)



(1) Con información observada a mayo de 2015 y pronosticada hasta diciembre 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 26

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



(1) Con información observada a mayo de 2015 y pronosticada hasta diciembre 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráfica 27). Las expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo la evolución del precio del petróleo y sus derivados, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria, el comportamiento del tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar y la evolución de los precios de las materias primas, entre otros, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2015 los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento dinámico, homogéneo y congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo.

i) Emisión monetaria

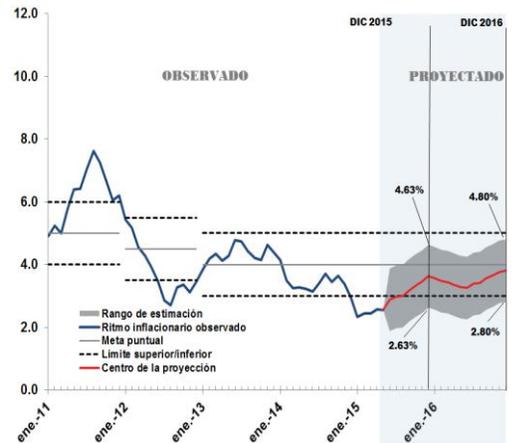
El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. A la fecha indicada, la demanda de emisión monetaria, en términos generales, ha sido congruente con su estacionalidad; sin embargo, a partir de la segunda semana de mayo el saldo de la emisión monetaria comenzó a expandirse como resultado, principalmente, de una demanda adicional de efectivo por motivo precaución por parte de los agentes económicos, debido a rumores acerca de un banco del sistema. Dicha situación ocasionó un aumento considerable en la emisión monetaria, la cual pasó de un ritmo de 10.2% a 21.5% entre el 7 y el 14 de mayo. Dentro de los dos componentes de la emisión monetaria, numerario en circulación⁹ y caja de bancos, el primero aumentó Q1,237.4 millones, incidiendo en que el coeficiente de preferencia de liquidez¹⁰ registrara una tendencia al alza, al pasar de 0.1433 a 0.1509; mientras que la caja de bancos aumentó

⁹ Se refiere a los billetes y monedas en poder del público.

¹⁰ Corresponde al ratio del numerario en circulación y los depósitos totales y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario.

Gráfica 27

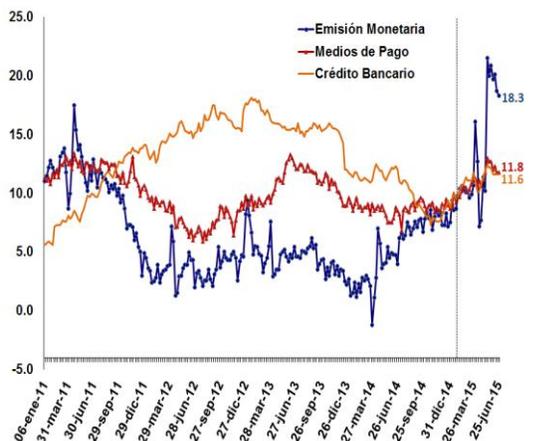
Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de junio de 2015. Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 28

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



(1) Variación interanual observada al 25 de junio de 2015. Fuente: Banco de Guatemala.

Q1,385.5 millones. Cabe mencionar que el incremento de la emisión monetaria se considera de carácter temporal y se anticipa que estaría normalizándose en el transcurso del año, lo que se confirma por el comportamiento del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público que ha empezado a disminuir, ubicándose en 0.1450 al 25 de junio.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 25 de junio, registraron un crecimiento interanual de 11.8%, asociado al dinamismo del numerario en circulación y de las captaciones bancarias. En consecuencia, el multiplicador de los medios de pago totales ha mantenido una tendencia positiva, reflejo del proceso adecuado de creación secundaria de dinero. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 40.0%.

iii) Crédito bancario al sector privado

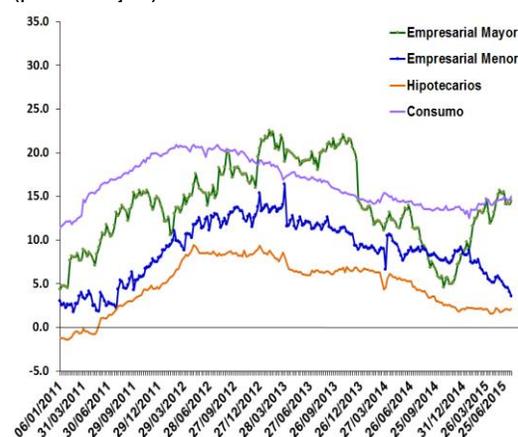
El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 25 de junio, registró un crecimiento interanual de 11.6%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (19.0%) como en moneda nacional (7.8%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y por encima del crecimiento del PIB nominal.

El crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada al dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo. La referida aceleración en el crédito en moneda extranjera ha sido financiada, por una parte, con captaciones en moneda extranjera, las cuales, al 25 de junio, registran una variación interanual de 12.2%; y por la otra, con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior. Con dicho comportamiento, el crédito bancario continúa ubicándose por arriba del crecimiento del PIB nominal (7.6%) y su peso relativo con relación al PIB ha venido aumentando.

El comportamiento de la cartera crediticia por tipo de deudor, denota que el crédito empresarial mayor y al consumo (componentes que en conjunto representan alrededor de 82.0% de la cartera crediticia total) registran una tendencia al alza desde el último trimestre de 2014. Por su parte, el crédito hipotecario

Gráfica 29

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



(1) Con información al 25 de junio de 2015.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

(componente que representa alrededor de 5.0%) evidencia un crecimiento moderado; mientras que el crédito empresarial menor continúa desacelerándose.

Por otra parte, la variación interanual del crédito bancario al sector privado, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que las mayores tasas de variación relativa se han concentrado en los sectores siguientes: Electricidad, gas y agua (62.6%), Industria Manufacturera (14.1%); Consumo (12.8%); Comercio (10.7%); y Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas (8.3%).

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 2015, la referida tasa se ha ubicado, consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (10 puntos básicos en promedio), pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de condiciones de liquidez adecuadas en el mercado de dinero y con los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central que constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados (gráfica 30).

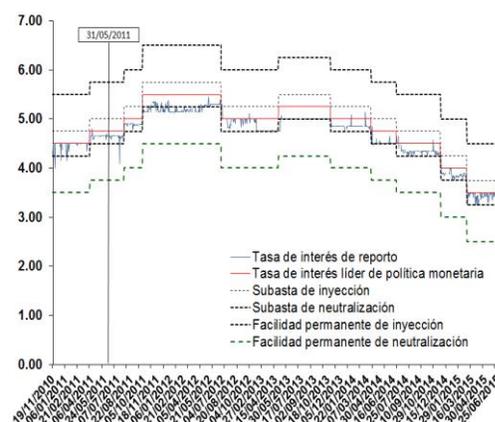
ii) De largo plazo

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, en moneda nacional, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.50%, significativamente inferior a los niveles registrados en la década anterior (gráfica 31).

Al 25 de junio, la tasa de interés activa en moneda nacional se redujo 48 puntos respecto de diciembre de 2014, pasando de 13.64% a 13.16%, lo que se explica, principalmente, por la disminución en las tasas de interés de todos los destinos crediticios (consumo, microcrédito, hipotecario, empresarial menor y empresarial mayor; en su orden de reducción). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado,

Gráfica 30

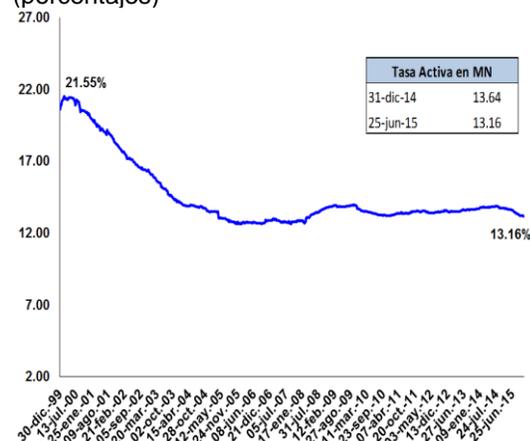
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder (1) (porcentajes)



(1) Con información al 25 de junio de 2015.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 31

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 25 de junio de 2015.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

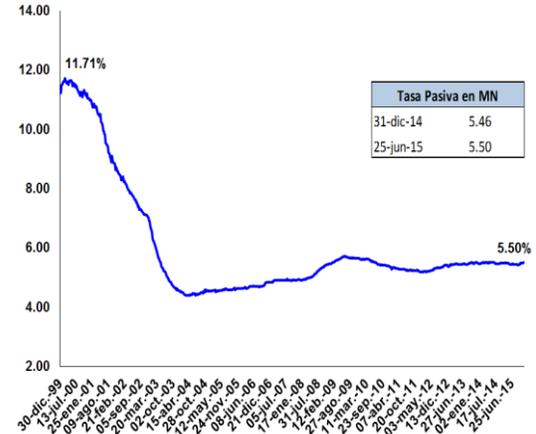
en moneda nacional, esta se situó en 5.50% (gráfica 32), cuatro puntos básicos por arriba de su valor en diciembre de 2014.

c) Tipo de cambio real de Equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al primer trimestre de 2015, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos¹¹ estiman una leve sobreapreciación de entre 1.00% y 4.19%, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar (gráficas 35 y 36).

Gráfica 32

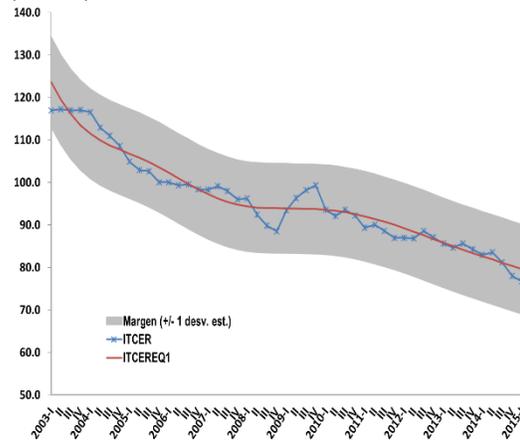
Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 25 de junio de 2015.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 33

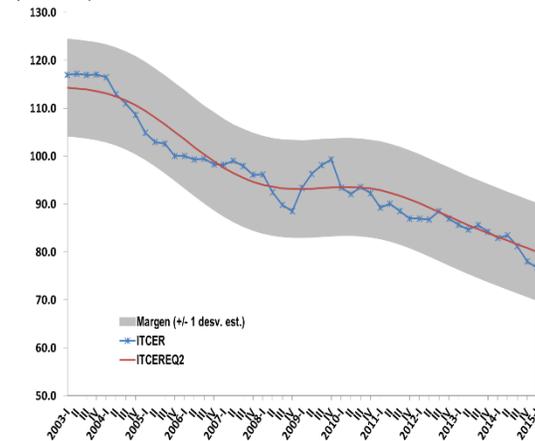
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(índice)



(1) Con información a marzo de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 34

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

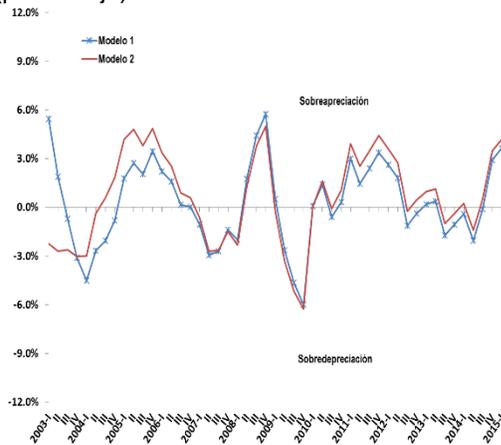


(1) Con información a marzo de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

¹¹ El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

Gráfica 35

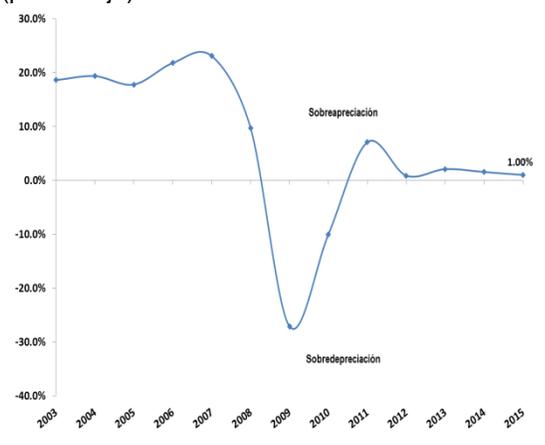
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (porcentaje)



(1) Con información a marzo de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 36

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a marzo de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

D. FINANZAS PÚBLICAS

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015 fue aprobado mediante Decreto Número 22-2014 por un monto de Q70,600.0 millones. En adición, mediante Acuerdo Gubernativo Número 138-2015, dicho presupuesto fue ampliado por un monto de Q115.4 millones¹². Como resultado, el presupuesto vigente asciende a un monto de Q70,715.4 millones (14.5% del PIB). El presupuesto prevé un déficit fiscal de 2.0% del PIB (1.9% en 2014), una carga tributaria de 11.2% (10.8% en 2014) y un aumento del gasto público de 12.5% respecto del año anterior. Cabe indicar que dentro de la recaudación tributaria, se incluyen Q2,343.1 millones (0.5% del PIB) provenientes de medidas administrativas a implementar por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT); así como Q1,931.4 millones (0.4% del PIB) provenientes de la creación del impuesto a la telefonía (actualmente suspendido), del aumento al impuesto a la distribución del cemento y del incremento del porcentaje a las regalías por la explotación de minerales y materiales de construcción. Sobre esa base, en febrero del presente año el Organismo Ejecutivo y la SAT suscribieron el convenio que

¹² La ampliación presupuestaria en referencia se encuentra prevista en el Artículo 54 del Decreto Número 22-2014 y dispone ampliar el presupuesto de funcionamiento de algunos ministerios y secretarías. La fuente de financiamiento provendrá de donaciones externas y de la aplicación de la Ley de Extinción de Dominio, por lo que no tendrá impacto en el déficit fiscal previsto en el presupuesto aprobado.

contiene una meta de recaudación para 2015 de Q54,701.1 millones.

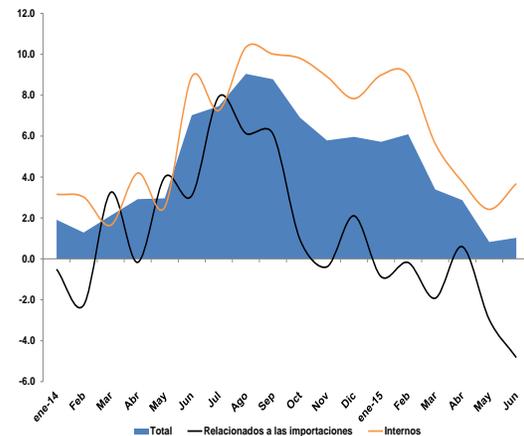
Cabe destacar que durante los primeros seis meses del año, el cumplimiento de la meta de recaudación tributaria ha sido afectado negativamente por diversos factores: la resolución de la Corte de Constitucionalidad al suspender temporalmente el impuesto a la telefonía; la merma de los ingresos por regalías y los menores ingresos por el Impuesto sobre la Renta y por el Impuesto al Valor Agregado sobre Importaciones, este último, debido, particularmente, al efecto de la reducción del precio medio de importación de los combustibles y lubricantes¹³; y la crisis institucional de la SAT que ha dificultado la implementación de medidas administrativas. Lo anterior, anticipa que no se alcance la meta de recaudación establecida, lo cual continuará afectando la ejecución del gasto público.

1. Ingresos

Al 30 de junio de 2015, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 2.3% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 2.2% que registraron los ingresos tributarios (94.0% de los ingresos totales) y de 4.2% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos disminuyeron 0.5%, afectados por el bajo desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual se redujo 3.3%, asociado entre otras razones, según el MFP, a la migración de los contribuyentes del régimen opcional simplificado (esquema progresivo con tasas marginales de 5% y 7% sobre ingresos) hacia el régimen sobre utilidades, derivado de la reducción gradual de la tasa impositiva de 31% en 2013 a 25% en 2015; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 10.6%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 3.8%, destacando

Gráfica 37

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2014-2015
(porcentajes)



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

(2) Cifras preliminares a junio de 2015.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

¹³ A mayo de 2015, según estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, el efecto neto del precio de los combustibles sobre la recaudación tributaria, ha sido de una disminución entre Q100.0 millones y Q130.0 millones. Cabe indicar que la disminución del precio internacional del petróleo ha afectado negativamente la recaudación tributaria. En cuanto al valor, se estima que la recaudación de impuestos relacionados a las importaciones (IVA a las importaciones y los Derechos Arancelarios a la Importación) ha disminuido en alrededor de Q300.0 millones. Por el lado del volumen ha tenido un efecto positivo, ya que la recaudación de los Impuestos Derivados de Petróleo ha aumentado en alrededor de Q200.0 millones, reflejando el mayor consumo de productos derivados del petróleo respecto al mismo período del año anterior.

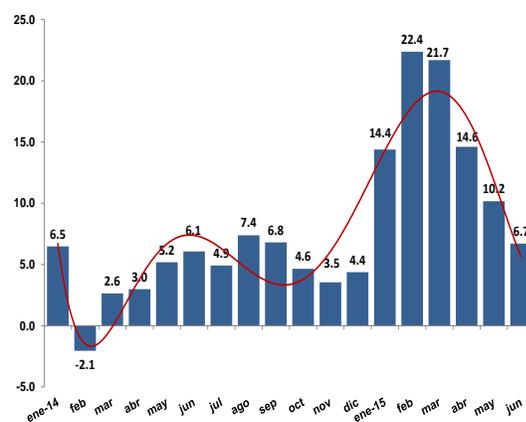
el desempeño del IVA doméstico (9.3%) y del impuesto sobre la distribución de petróleo (19.7%), reflejando un mayor dinamismo en el consumo privado; mientras que el IVA sobre las importaciones disminuyó 4.1%, afectado, por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, en el rubro de combustibles y lubricantes. Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de junio de 2015, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q24,490.6 millones, equivalente a 91.6% de la meta para dicho período (Q26,748.4 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q2,257.8 millones (8.4%).

2. Gastos

Durante el primer trimestre del año, el gasto público evidenció un comportamiento dinámico, reflejo del aumento en la disponibilidad de caja del Gobierno Central, como resultado de la colocación de bonos del tesoro en el mercado local (Q7,021.7 millones) y de los desembolsos de préstamos de apoyo presupuestario provenientes de organismos financieros internacionales (Q3,520.6 millones). Sin embargo, el bajo desempeño de la recaudación tributaria, durante los primeros seis meses del año respecto de lo previsto, ha conllevado a adoptar medidas de contención del gasto público, mediante la limitación de la ejecución del gasto no prioritario, la aprobación mensual de una cuota financiera sobre la base de la liquidez del gobierno y privilegiar aquellos gastos esenciales, como las nóminas salariales, el servicio de la deuda pública, aportes institucionales y el gasto social asociado a los pactos del gobierno. En ese contexto, al 30 de junio de 2015, el gasto público registró un crecimiento de 6.7% respecto de similar período del año anterior. En lo que respecta a la distribución del gasto, los de funcionamiento aumentaron 9.5%, mientras que los de capital disminuyeron 4.7%. El resultado en el gasto de funcionamiento se asocia, principalmente, al incremento en la nómina de algunos ministerios como el de Educación, derivado de la mejora salarial que se otorgó al magisterio nacional; al aporte ordinario y extraordinario al Tribunal Supremo Electoral; a los aportes a las entidades descentralizadas y autónomas y a la priorización del gasto social (incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y seguridad interna). En cuanto al gasto capital, la reducción es resultado de la caída en la inversión directa de 21.1%, debido, principalmente, a la baja ejecución del

Gráfica 38

Gasto Público y Tendencia (1) (2)
Años: 2014-2015
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a junio 2015.
(2) Variación interanual acumulada y tendencia.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

gasto de infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 43.9%, mayor a la registrada en 2014 (42.2%), destacándose el grado de ejecución del Servicio de la Deuda Pública con 55.4%. Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (46.7%) y el Ministerio de Gobernación (44.0%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Desarrollo Social (33.6%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (28.3%).

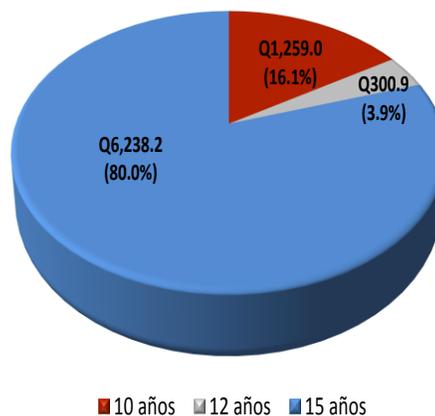
3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gastos públicos, al 30 de junio, resultó en un déficit fiscal de Q3,716.9 millones (0.8% del PIB), superior al registrado en el mismo período del año anterior (Q2,438.1 millones), como consecuencia del mayor dinamismo registrado en el gasto público. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento interno neto fue positivo en Q4,097.1 millones, resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q7,798.1 millones¹⁴, vencimientos por Q3,697.9 millones y amortización neta de primas de deuda interna por Q3.1 millones. En lo que respecta al financiamiento externo neto, este se ubicó en Q3,571.4 millones, derivado de desembolsos por Q4,867.8 millones y amortizaciones por Q1,296.4 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q3,951.6 millones.

Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q61,723.5 millones (12.6% del PIB), mayor en Q4,100.2 millones respecto al 31 de diciembre de 2014 (Q57,623.3 millones, 12.7% del PIB); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$7,485.8 millones (11.8% del PIB), mayor en US\$446.5 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2014 (US\$7,039.3 millones, 12.0% del PIB).

Gráfica 39

Composición de Bonos del Tesoro 2015, de acuerdo al plazo de colocación (1)
Año: 2015
(millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de junio de 2015.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

¹⁴ La totalidad de dicho monto fue colocada en moneda nacional a plazos de 10, 12, y 15 años y a tasas de rendimiento promedio ponderado de 7.1%, 7.4% y 7.5%, respectivamente.

Cuadro 5

Gobierno Central (1)
Ejecución Presupuestaria a Junio
Años: 2014-2015
(millones de quetzales)

Concepto	2014	2015 ^{pl}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	25,466.4	26,057.8	591.3	2.3
A. Ingresos (1+2)	25,387.6	26,016.8	629.2	2.5
1. Ingresos Corrientes	25,383.9	26,013.8	630.0	2.5
a. Tributarios	23,962.0	24,490.6	528.6	2.2
b. No Tributarios	1,421.9	1,523.2	101.3	7.1
2. Ingresos de Capital	3.8	3.0	-0.8	-20.7
B. Donaciones	78.8	41.0	-37.8	-48.0
II. Total de Gastos	27,904.6	29,774.6	1,870.1	6.7
A. De Funcionamiento	22,383.8	24,512.5	2,128.8	9.5
B. De Capital	5,520.8	5,262.1	-258.7	-4.7
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-2,438.1	-3,716.9	-1,278.7	52.4
IV. Financiamiento Total	2,438.1	3,716.9	1,278.7	52.4
A. Interno	7,215.3	4,097.1	-3,118.2	-43.2
B. Externo	-473.7	3,571.4	4,045.1	-853.9
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-4,303.4	-3,951.6	351.8	-8.2
Carga tributaria	5.3	5.0		
Superávit ó Déficit / PIB	-0.5	-0.8		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS¹⁵

I. EN CENTROAMÉRICA Y REPÚBLICA DOMINICANA

Durante el primer semestre del año, en Centroamérica y República Dominicana la inflación total continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada principalmente, a la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

Como puede observarse, Guatemala ha mostrado una reducción menor de su inflación total comparada con el promedio de la región, lo cual se asocia al hecho de que el rubro de alimentos continúa mostrando alzas significativas, contrario a lo observado en el resto de la región.

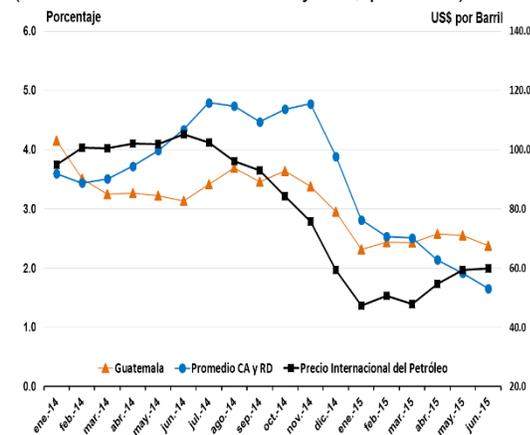
Es importante mencionar que el análisis de la inflación de alimentos resulta crucial para explicar la inflación total en países de ingreso medio y bajo, tanto por su peso relativo en la canasta del IPC, como por su volatilidad. Al respecto, es relevante señalar que Guatemala tiene una de las ponderaciones más altas (28.75%) del rubro de alimentos de la región (26.28% en El Salvador, 31.81% en Honduras, 30.88% en Nicaragua, 18.61% en Costa Rica y 25.10% en República Dominicana).

Adicionalmente, existen otros elementos de tipo sectorial e institucional que impulsan las presiones inflacionarias o desinflacionarias en la inflación de alimentos, como la estructura de mercado del sector de alimentos, los subsidios a productos específicos, la estructura de comercialización, la estructura de costos de las empresas y el número de productos agropecuarios de la canasta de consumo, entre otros factores.

En general, dentro de las principales consideraciones macroeconómicas que podrían explicar el comportamiento de la inflación de alimentos en la región, destaca el dinamismo de la demanda agregada, aproximado por la brecha del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE)¹⁶, la cual evidencia que en Guatemala la actividad económica ha mostrado mayor dinamismo desde febrero de 2014, mientras que la región, si bien muestra recuperación, la misma ha sido menos dinámica, lo que implicaría que las presiones de demanda se han mantenido relativamente

Gráfica A1.1

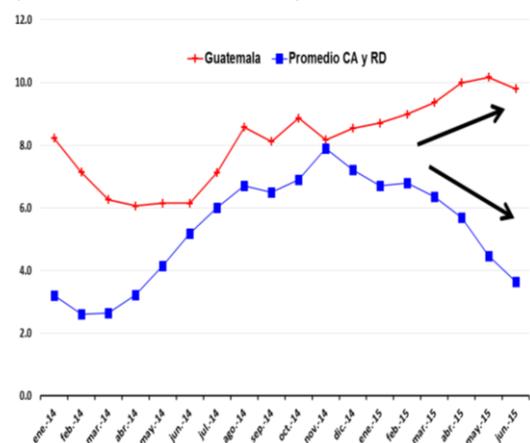
Guatemala, Centroamérica y República Dominicana: Inflación Total y Precio Internacional del Petróleo 2014-2015 (tasa de variación interanual y US\$ por barril)



Fuente: Bancos centrales de cada país.

Gráfica A1.2

Guatemala, Centroamérica y República Dominicana: Inflación de Alimentos 2014-2015 (tasa de variación interanual)



Fuente: Bancos centrales de cada país.

¹⁵ Fuente: "Análisis de la Inflación de Alimentos". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Junio de 2015.

¹⁶ Calculada como la desviación del índice primario respecto de su nivel de largo plazo.

moderadas en el resto de países, en tanto que en Guatemala las mismas podrían estar generando presiones sobre los precios de los alimentos, considerando, en adición a algunos aspectos de oferta, el dinamismo observado en los salarios, las remesas familiares y el crédito al consumo.

Finalmente, otro factor que podría estar incidiendo en el alza en los precios de los alimentos en Guatemala, es el hecho de que los precios de los combustibles se han reducido, lo que implica un incremento adicional del ingreso disponible, lo cual favorece el consumo privado y, consecuentemente, genera presiones de demanda.

II. EN GUATEMALA

En general, las causas de los incrementos de precios en los alimentos son objeto de amplio debate. Existe la convicción generalizada de que son el resultado de una combinación de aumentos en la demanda a mediano plazo, el descenso en el crecimiento de la productividad agrícola y alteraciones de la oferta a corto plazo.

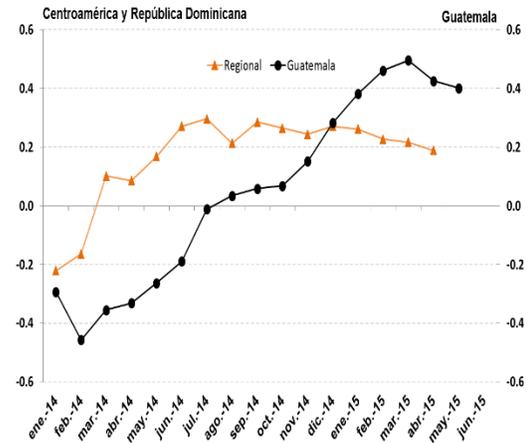
En Guatemala, la inflación de alimentos continúa registrando, en promedio, el mayor impacto dentro de la inflación total del país. De hecho, la inflación de alimentos, a junio de 2015, representa 4.1 veces la inflación total.

Por el lado de la oferta, los principales grupos de gasto que incidieron en el comportamiento de la inflación de alimentos son los siguientes: Hortalizas, legumbres y tubérculos; Carnes; Frutas; y Pan y cereales. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos y Frutas, el alza registrada se explica, principalmente por factores estacionales en su ciclo de producción. En cuanto al incremento en las Carnes, este se asocia, principalmente, al aumento en el precio medio de la carne de res, debido a una disminución de la oferta en el mercado interno; mientras que el aumento del rubro de Pan y cereales se asocia a una menor cosecha de maíz y al aumento reciente en el precio internacional del trigo.

Por el lado de la demanda, la brecha del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) y la inflación de Alimentos registran una importante correlación, lo que podría explicar las presiones en la inflación de alimentos por esa vía. En efecto, dicha vinculación se hace evidente a partir de marzo de 2014 y se une al dinamismo de los salarios medios totales de los afiliados al Instituto Guatemalteco

Gráfica A1.3

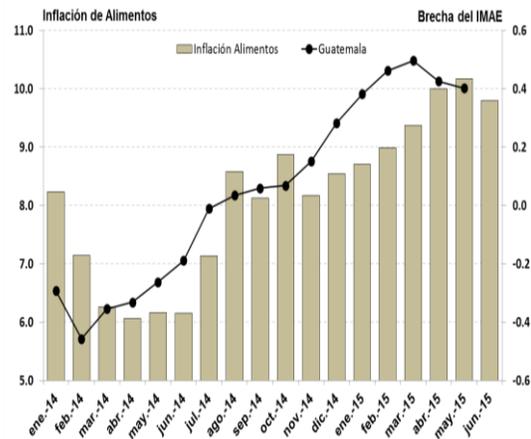
Guatemala, Centroamérica y República Dominicana:
Brecha del IMAE
2014-2015
(como porcentaje del potencial)



Fuente: Bancos centrales de cada país.

Gráfica A1.4

Guatemala: Brecha del IMAE (1) e Inflación de Alimentos
2014-2015
(tasa de variación interanual)



(1) Se calcula como la desviación del índice primario respecto de su nivel de largo plazo.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

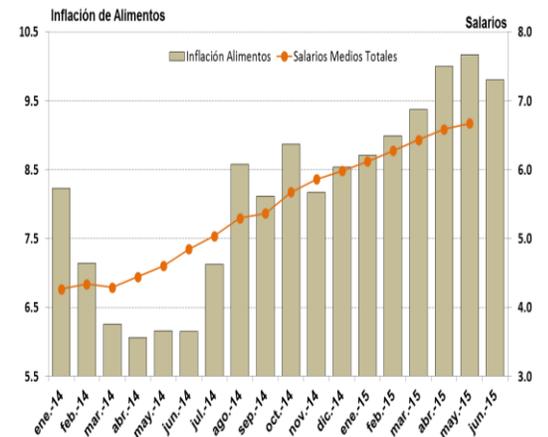
de Seguridad Social (IGSS) y a la evolución del crédito bancario al sector privado, en particular el destinado al consumo, variables relevantes que estarían aumentando la demanda de alimentos y, por ende, sus precios.

Vale indicar que, en países de ingreso medio y bajo, una reducción en el precio de los combustibles puede generar presiones al alza en el precio de los alimentos, ya que el incremento adicional en el ingreso disponible de las personas, se destina al consumo privado y, en particular, al consumo de alimentos, lo que incide en aumentos de precios en dicha división de gasto. En este contexto, la reducción en el precio de los combustibles observada durante el primer semestre de este año, ha contribuido, parcialmente, a que la demanda por alimentos en el país aumente, dado el incremento en el ingreso disponible de la población, el cual se destina en mayor proporción al consumo de este tipo de productos. Otro factor que ha explicado el aumento del ingreso disponible, es el incremento en el flujo de remesas familiares, las cuales han registrado un comportamiento más dinámico en el transcurso del año.

En resumen, aunque el comportamiento al alza en la inflación de alimentos ha sido influenciado por factores tanto de oferta como de demanda, son los factores de demanda los que más han contribuido a tal comportamiento.

Gráfica A1.5

Guatemala: Salarios Medios Totales de los Afiliados Cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (1) e Inflación de Alimentos (2) 2014-2015 (tasa de variación interanual)



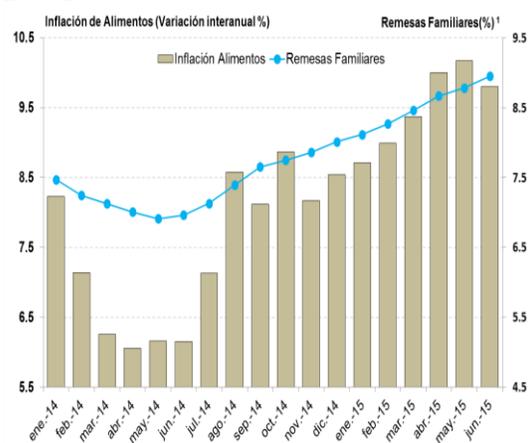
(1) Con información a mayo.

(2) Con información a junio.

Nota: La tasa de variación se refiere al índice elaborado con base a los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS.
Fuente: Instituto Guatemalteco de Seguridad Social e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica A1.6

Guatemala: Remesas Familiares e Inflación de Alimentos 2014-2015

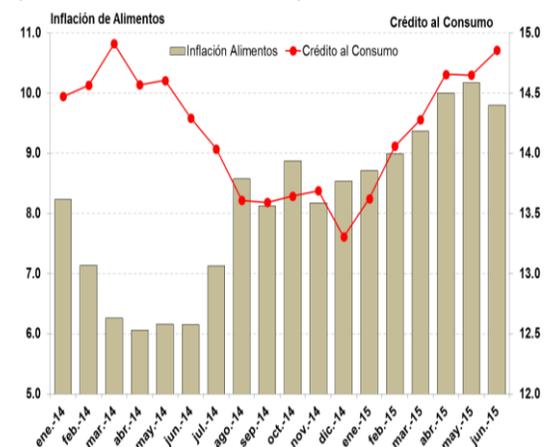


¹ Media móvil de 12 meses de la variación interanual.

Media Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica A1.7

Guatemala: Crédito al Consumo Total e Inflación de Alimentos 2014-2015 (tasa de variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

ANEXO 2

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el primer trimestre de 2015, medida por el origen de la producción, registró tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la industria manufacturera; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; y transporte, almacenamiento y comunicaciones. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 78% de dicho resultado.

Cuadro A2.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2014				2015
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.6	3.6	4.9	2.5	3.7	4.7
Explotación de Minas y Canteras	0.8	34.5	57.3	72.5	27.1	26.1
Industria Manufacturera	17.7	2.8	2.0	4.1	3.9	4.1
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	7.1	5.8	2.7	4.5	4.3
Construcción	2.8	3.1	4.5	5.3	4.3	3.8
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	3.1	3.6	4.0	4.4	5.2
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.4	1.8	3.4	2.8	3.9	3.4
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.4	8.0	8.6	5.7	14.4	13.2
Alquiler de Vivienda	9.9	3.1	3.0	3.1	3.1	3.1
Servicios Privados	15.8	3.5	3.4	2.5	3.8	4.1
Administración Pública y Defensa	7.9	0.8	4.5	4.4	1.9	4.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	4.4	4.8	4.4	4.8

(1) Medido por el origen de la producción.

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

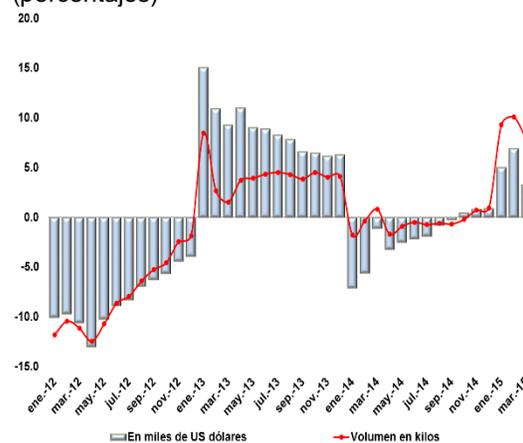
(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

El crecimiento de la industria manufacturera se asocia, principalmente, al incremento en la producción de alimentos, bebidas y tabaco; entre las cuales destacan la elaboración de azúcar, matanza de aves, elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal, elaboración de alimentos preparados para animales y producción de aguas minerales, como consecuencia del

Gráfica A2.1

Exportación de Textiles (1) (2) (3)
(porcentajes)



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

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

(3) Con cifras a marzo de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

incremento observado en la demanda interna. Asimismo, se observó un incremento en la demanda externa de textiles y prendas de vestir, cuero y calzado, principalmente por parte de los Estados Unidos de América.

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

En la evolución de los servicios privados, influyó el crecimiento mostrado por las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, resultado del aumento en la demanda final e intermedia de este tipo de servicios.

El desempeño de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo asociado, principalmente, a un mayor volumen de producción de los cultivos no tradicionales, en particular, frutas (melón y plátano); caña de azúcar; tubérculos, raíces, hortalizas y legumbres (repollo, tomate, cebolla y otras verduras). Asimismo, se observó una recuperación en el valor agregado de los cultivos tradicionales, asociada al mayor dinamismo en el cultivo de banano, cardamomo y café, derivado del mantenimiento de buenas prácticas agrícolas y de la renovación del parque cafetalero.

El resultado del comercio al por mayor y al por menor se asoció al incremento del volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los cuales destaca el comercio de alimentos, bebidas y tabaco; productos textiles; enseres domésticos; combustibles; maquinaria y equipo; partes, piezas y accesorios para vehículos automotores; materias primas y/o productos intermedios para el sector agropecuario; aparatos, artículos y equipo de uso doméstico, entre otros.

Finalmente, en el comportamiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, incidió, fundamentalmente, el crecimiento de la actividad de correo y comunicaciones, vinculado al desempeño que

mostraron las telecomunicaciones, ante la expansión de los servicios de datos móviles y fijos, así como de los servicios de programación de televisión por cable o satelital y accesos de banda ancha. Asimismo, destaca el crecimiento de las actividades de transporte vía terrestre y las de transporte complementarias y auxiliares, como resultado del incremento en la demanda de estos servicios por parte de las actividades de extracción de minerales metálicos y de algunas actividades agroindustriales.

II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al primer trimestre de 2015, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 5.1%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento del número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares, de los salarios medios y del crédito bancario al sector privado, principalmente, el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un aumento de 6.9%, explicado, fundamentalmente, por un incremento en el pago de remuneraciones y un mayor nivel de ejecución en la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 3.6%, asociado, principalmente, a la mayor inversión en construcción de edificaciones residenciales y no residenciales privadas y al aumento, en términos de volumen, en las importaciones de bienes de capital, especialmente las destinadas para la agricultura y el transporte.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 3.5% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de minerales metálicos; tejidos de punto o ganchillo y prendas de vestir; otras plantas vivas, flores y semillas; banano; melón; aceite vegetal; productos básicos de hierro y acero;

productos químicos y fibras textiles manufacturadas; bebidas no alcohólicas, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.1%, derivado del incremento que registró el volumen de importación de bienes de consumo, de bienes de capital, de materias primas y productos intermedios para la agricultura (como abonos y plaguicidas); y de combustibles y lubricantes.

Cuadro A2.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2014				2015
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna		4.2	3.8	3.4	5.0	3.2
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.3	3.8	4.2	3.4	4.2	5.1
Gasto de Gobierno Central	11.6	6.3	4.6	6.2	6.5	6.9
Formación Bruta de Capital Fijo	14.5	3.8	3.1	0.7	9.2	3.6
Exportaciones de bienes y servicios	27.1	2.4	5.1	14.8	8.3	3.5
(-) Importaciones de bienes y servicios	-37.5	8.1	4.2	7.7	4.2	4.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	4.4	4.8	4.4	4.8

(1) Medido por el destino del gasto.

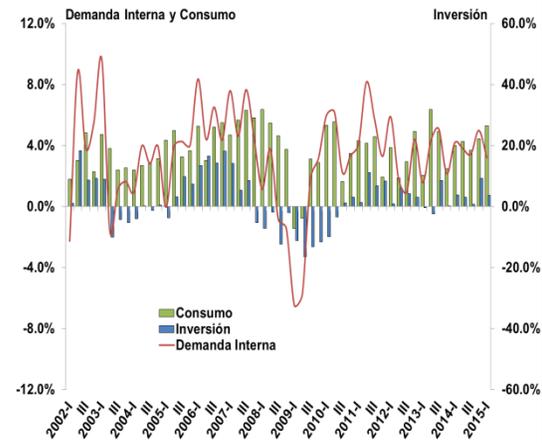
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A2.2

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



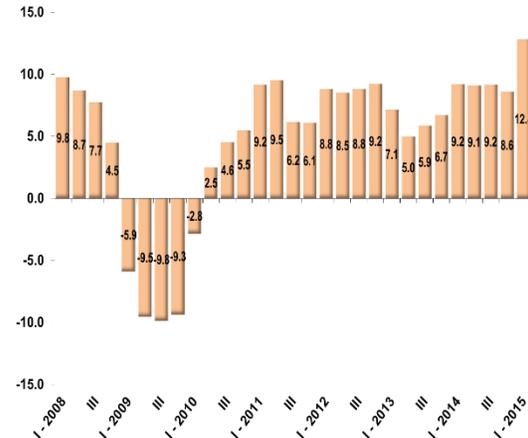
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a marzo de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A2.3

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



(1) Variación interanual, con información a marzo de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Banco de Guatemala (1946): "Memoria del Semestre Inicial de Operaciones Julio-Diciembre de 1946" Banco de Guatemala.
2. Carstens, Agustin; y Jácome, Luis (2005). "La fiera domada". Finanzas y desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Diciembre de 2005.
3. Carstens, Agustin; y Jácome, Luis (2005). "Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges". IMF Working Paper WP/05/114. IMF.
4. Fernandez, Andrés; Rodríguez, Luis; Parejo, Jose; Calvo, Antonio; y Galindo, Miguel (2011). "Política Monetaria: Fundamentos y Estrategias". Ediciones Paraninfo. Pág 205-256. Madrid, España.
5. Fondo Monetario Internacional (2015): Estados Unidos de América: Consulta del Artículo IV correspondiente a 2015. Mayo de 2015.
6. Fondo Monetario Internacional (2015): Perspectivas Económicas Las Américas. Abril de 2015.
7. Harari, Daniel (2015): "Greek debt crisis: background and developments in 2015". House of Commons Library. Briefing Paper Number 7114. June 22, 2015.
8. Harari, Daniel (2015): "Greek debt crisis: background and developments in 2015". House of Commons Library. Briefing Paper Number 7114. Update - July 6, 2015.
9. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook: Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors". April.
10. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook, Update: Slower Growth in Emerging Markets, a Gradual Pickup in Advanced Economies". July.
11. Jácome, Luis; Matamoros-Indorf, Marcela; Sharma, Mrinalini; y Townsend, Simon (2012): "Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?" IMF Working Paper WP/12/16. IMF.