



**BANCO DE GUATEMALA**



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA  
A MARZO DE 2013**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2013

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA	3
RESUMEN EJECUTIVO	4
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	11
A. COYUNTURA RECIENTE	11
1. Actividad económica	11
2. Mercados financieros	24
3. Precios internacionales de algunas materias primas	28
4. Inflación y política monetaria	36
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	39
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	44
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	44
1. Actividad sectorial	44
2. Demanda agregada	48
B. COMERCIO EXTERIOR	51
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	52
1. Evolución reciente de la inflación	52
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	56
3. Variables informativas de la política monetaria	61
D. FINANZAS PÚBLICAS	70
1. Ingresos	70
2. Gastos	71
3. Resultado fiscal y financiamiento	72
ANEXOS	74
ANEXO 1	75
IMPORTANCIA DE LAS ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS PARA LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	75
ANEXO 2	81
GESTIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO	81
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	89

---

<sup>1</sup> El informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 19 de abril de 2013.



# **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2013**

## **EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA**

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

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados, 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 clara y única sobre la evolución futura de la inflación. Lo anterior genera un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Es por ello que existe consenso a nivel internacional que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo ordenado de la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

Con la aprobación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2005, se explicita por primera vez el propósito de adoptar un esquema de metas explícitas de inflación. Bajo este esquema, la implementación de la política monetaria es consistente con la elección de la meta de inflación y se

consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

A partir de ese año, el Banco de Guatemala empezó a señalar su postura de política monetaria mediante la fijación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez de corto plazo, por lo que se definió, como tasa de interés líder de la política monetaria, la tasa de interés para los depósitos a plazo a 7 días. Luego, con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, a partir del 1 de junio de 2011 se definió como tasa de interés líder de la política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*). La conveniencia de haber realizado este cambio radica en que la tasa de interés al plazo más corto permite un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que éstos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, contando con facilidades permanentes para inyectar o neutralizar liquidez.

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

## **DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Durante el primer trimestre de 2013, la Junta Monetaria, en sus sesiones celebradas en febrero y en marzo, decidió mantener sin cambios el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, por lo que ésta permaneció en 5.00%.

La Junta Monetaria, para dichas decisiones tomó en consideración, en el ámbito externo, las perspectivas de crecimiento económico mundial, la evolución de los mercados financieros internacionales y los precios de las principales materias primas. Una perspectiva de mayor expansión respecto de 2012, pero donde persisten los riesgos a la baja, concentrados fundamentalmente en Europa, dado que varios de los temores respecto al denominado precipicio fiscal en los Estados Unidos de América desaparecieron. Además, si bien el precio internacional del petróleo y sus derivados mostraron un incremento, los precios internacionales del maíz y del trigo se mantuvieron relativamente estables.

En el ámbito interno, tomó en cuenta el dinamismo de los principales indicadores de la actividad económica interna como el IMAE, el comercio exterior, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado. Además, consideró que el comportamiento de la inflación se mantenía dentro del margen de tolerancia previsto; sin embargo, destacó que los pronósticos y las expectativas de inflación aumentaron para los horizontes de política relevantes, lo cual se constituía en una señal de alerta.

En ese contexto, la Junta Monetaria manifestó, en ambas ocasiones, que continuaría dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquéllos que son una fuente de incertidumbre, a efecto de que, si se materializaran los riesgos previstos, se adopten las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

## RESUMEN EJECUTIVO

**En el entorno externo,** el crecimiento económico mundial, aunque moderadamente, continúa en recuperación, contribuyendo a incrementar la confianza de los empresarios, inversionistas y consumidores. Los riesgos a la baja aún permanecen y siguen concentrándose en la Zona del Euro, asociados a la inestabilidad financiera derivada de la crisis de deuda soberana y financiera, así como a los efectos de los programas de austeridad fiscal y de la moderación en la demanda externa.

En el caso de los Estados Unidos de América, las proyecciones continúan mostrando un ritmo de recuperación gradual que, aunque moderado, se refleja en la mejora de los indicadores de corto plazo del mercado laboral e inmobiliario, así como en el índice de confianza del consumidor. Ello a pesar del significativo ajuste fiscal, contenido en el nuevo presupuesto federal.

La Zona del Euro continuaría con un crecimiento negativo en 2013, aunque en 2014 comenzaría a observar tasas de crecimiento levemente positivas. Uno de los grandes retos es reducir el desempleo, el cual continúa elevado, limitando la confianza de los consumidores y de los empresarios e impidiendo una recuperación más rápida de la demanda interna. Además, persiste la fragilidad en el sistema financiero, lo que ha retrasado el impulso que el crédito al sector privado pudiera brindar al sector real de la economía. Si bien algunos indicadores de alta frecuencia evidencian mejoras relevantes en el desempeño económico de la región, los efectos de las políticas fiscales restrictivas, la caída de los salarios reales y del crédito al sector privado continuará incidiendo negativamente en la demanda interna, sobre todo en los países de la periferia.

En Japón, los índices de confianza y los indicadores de la actividad económica se ubican por debajo de los niveles consistentes con un crecimiento moderado, situación que ha incidido en que las autoridades aplicaran políticas económicas expansivas en 2012 y las hayan intensificado en el presente año.

Aunque algunas agencias internacionales de calificación crediticia indican que las medidas de estímulo implementadas por las autoridades japonesas podrían incidir negativamente en su calificación, varios analistas y organismos internacionales consideran que las nuevas medidas de estímulo monetario apoyarán una mayor expansión de su actividad económica en 2013, aunque no se descartan los riesgos que la implementación de políticas monetaria y fiscal expansivas podrían tener sobre la confianza de los mercados locales e internacionales, en particular, en un contexto en que un plan de consolidación fiscal sólido de mediano plazo aún no se ha definido.

Las economías emergentes, luego de haber ralentizado su crecimiento económico durante 2012, han repuntado nuevamente, particularmente la República Popular China y algunas de las economías más importantes de América Latina. La República Popular China experimentó una desaceleración, pero durante el cuarto trimestre de ese año la actividad económica se dinamizó, creciendo 7.8% en el año. Las expectativas de una expansión económica durante el presente año por alrededor de 8.0%, sobre las cuales existe consenso entre analistas y expertos internacionales, han disipado la preocupación que existía el año previo respecto a un “aterrizaje forzoso”. Para América Latina se anticipa que el crecimiento se dinamizará en los siguientes dos años; en tanto que las economías de Centroamérica y México registrarán tasas de crecimiento moderadas.

Durante este trimestre, la evolución económica ha incidido en los mercados financieros que han mostrado niveles menores de incertidumbre y volatilidad, ante la moderación de algunos de los principales riesgos para el crecimiento económico mundial. Los precios de los activos reportaron ganancias durante este trimestre. La confianza de los inversionistas mejoró ante el compromiso de las autoridades de las principales economías avanzadas de mantener políticas enfocadas en la recuperación. En adición, disminuyeron las primas de riesgos entre los bonos de deuda de España e Italia y de los otros países con problemas

de la Zona del Euro frente al bono alemán. A finales de marzo, la incertidumbre y la volatilidad nuevamente aumentaron, derivado del rescate financiero a Chipre por parte del Banco Central Europeo, la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (*Troika*) para solventar los problemas de deuda soberana y de su sistema financiero. Dicha incertidumbre no fue por la aprobación del programa *per se* sino por la falta de acuerdo político en el parlamento chipriota por ratificar el programa y por la percepción de que el gobierno no sería capaz de cumplir con las condiciones del programa. Esa incertidumbre habría disminuido posteriormente debido al compromiso de Chipre de cumplir con las medidas del programa.

En lo que respecta a los precios internacionales de las materias primas que repercuten en la inflación de Guatemala, éstos continúan en niveles altos y los pronósticos anticipan que su tendencia podría no ceder durante 2013. En el caso del petróleo, debido a las mejores perspectivas de crecimiento económico para las economías emergentes y a los problemas geopolíticos en Oriente Medio; mientras que para el maíz y el trigo, hay previsiones de que sus precios pueden verse influenciados por factores climáticos que afectarían su producción.

La inflación a nivel mundial durante el primer trimestre de 2013 se mantuvo en niveles bajos y estables. No obstante, las economías avanzadas registran tendencias diferentes, destacando las recientes alzas de precios en el Reino Unido y en los Estados Unidos de América, mientras que en la Zona del Euro y en Japón han observado una reducción. Las economías con metas explícitas de inflación de América Latina (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) mostraron una trayectoria descendente, con excepción de Brasil; mientras que en Centroamérica se experimentó una fase ascendente del ritmo inflacionario. En cuanto a las tasas de interés de política monetaria en América Latina se observó que, en general, la mayoría de los bancos centrales consideraron prudente mantener sus tasas de interés de política monetaria, con excepción de Colombia y México que la

redujeron.

En lo que respecta a las perspectivas económicas de corto y mediano plazo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) considera que la recuperación de la economía mundial podría acelerarse moderadamente en 2013; sin embargo, continuará prevaleciendo la heterogeneidad a nivel mundial, convirtiéndose en un proceso de recuperación a tres velocidades, dado que las economías de mercados emergentes y en desarrollo mantendrán su dinamismo, mientras que en las economías avanzadas se observa un punto de bifurcación entre el positivo desempeño registrado en los Estados Unidos de América y la debilidad en la Zona del Euro. El FMI subraya que algo que afecta positivamente las perspectivas económicas es el hecho que las políticas adoptadas en la economías avanzadas en los últimos meses lograron eliminar dos de los mayores riesgos para la recuperación mundial, como la ruptura de la Zona del Euro y un fuerte ajuste fiscal en los Estados Unidos de América a causa del "precipicio fiscal". Sin embargo, el FMI destaca que los riesgos globales a la baja permanecen y están concentrados, en mayor medida, en estas economías.

**En el ámbito interno**, el PIB en términos reales creció 3.2% en el cuarto trimestre de 2012, lo cual es consistente con la estimación de cierre del PIB anual de ese año (3.0%). Por el lado del origen de la producción, la mayoría de las actividades económicas registraron tasas de crecimiento positivas, varias superiores a 3.0%; mientras que por el lado del destino del gasto, el consumo privado creció 3.2%.

En cuanto al comercio exterior de Guatemala, luego de la marcada desaceleración observada en 2012, la cual estuvo asociada, fundamentalmente, a la reducción en los precios medios de exportación e importación; a febrero del presente año muestra signos de una recuperación, en congruencia con el incremento previsto en los volúmenes de comercio mundial. En efecto, a febrero de 2013, las exportaciones e importaciones registran un crecimiento interanual de 4.8% y de 5.6%, respectivamente, consistente con las estimaciones previstas para

fin de año de 8.5% y 10.0%, en su orden. Destaca por el lado de las exportaciones, el mayor dinamismo observado en los productos relacionados con los rubros de frutas secas o congeladas, artículos de vestuario y petróleo, moderados parcialmente por la evolución a la baja del café, piedras y metales preciosos y semipreciosos y caucho natural. Por su parte, en las importaciones resalta el comportamiento de los combustibles y lubricantes, bienes de capital y materias primas y productos intermedios.

En cuanto a la inflación durante el primer trimestre, ésta continuó con la tendencia al alza iniciada en septiembre de 2012. En dicho comportamiento, además de los factores externos asociados a la volatilidad observada en los precios internacionales de las materias primas y a la reversión de los factores transitorios que coadyuvaron a la reducción de la inflación en buena parte de 2012, influyeron factores asociados al mayor dinamismo de la demanda interna, derivados de mejoras en el ingreso personal. Por su parte, la inflación subyacente luego de haber permanecido muy estable a lo largo de 2012, también registra una tendencia al alza, evidenciando la presencia de presiones inflacionarias. La inflación importada presentó un comportamiento a la baja, por lo que actualmente la mayor parte del ritmo inflacionario total no responde a los factores provenientes de choques de oferta asociados a los precios de las materias primas importadas, sino a la inflación interna.

Los pronósticos de corto plazo, con información a marzo de 2013, revelan que la inflación podría situarse en un rango entre 3.83% y 5.83% para diciembre de 2013 y entre 4.09% y 6.09% para diciembre de 2014; en ambos casos, la tendencia ha sido creciente, de manera que los límites inferior y superior del rango proyectado se ubican por encima de los respectivos límites del margen de tolerancia de la meta de inflación. Estos pronósticos son pasivos, es decir, no incluyen medidas de política monetaria. Por su parte, los pronósticos de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), que incorporan

medidas de política monetaria, sugieren que la inflación registraría una trayectoria ascendente a lo largo del presente año, la cual continuaría hasta el primer trimestre de 2014, previendo que la inflación descienda y se acerque a la meta de inflación en respuesta a los incrementos en el nivel de la tasa de política monetaria previstos en el horizonte de pronóstico. Con esas condiciones, el MMS sugiere que la inflación se situaría en 5.08% y en 4.85% para finales de 2013 y de 2014, respectivamente.

En el primer trimestre, las expectativas de los agentes económicos reflejan que para diciembre del presente año la inflación interanual se situaría entre 3.63% y 5.63%, mientras que para diciembre de 2014 entre 3.72% y 5.72%; en ambos casos, los límites inferior y superior de las expectativas se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación y, a criterio del panel de analistas consultados, los factores que explican las expectativas de inflación están asociados al comportamiento de los precios internacionales de los combustibles y de las materias primas, así como al desempeño de la política fiscal.

A marzo de 2013, los principales agregados monetarios y de crédito han evidenciado un comportamiento dinámico; por una parte, los medios de pago mantuvieron una tendencia positiva que refleja un mayor dinamismo respecto del observado el año previo y, por la otra, el crédito bancario al sector privado sigue exhibiendo tasas de crecimiento de dos dígitos. La emisión monetaria registra un comportamiento moderado que es congruente con su estacionalidad, pero se anticipa que aumente hacia finales del año. El comportamiento de dichos agregados es congruente con la previsión de una mayor actividad económica respecto del año pasado.

Con relación a las finanzas públicas, según el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, se anticipa un déficit de 2.5% del PIB, ligeramente superior al 2.4% del PIB observado en 2012. En dicho presupuesto se contempló un impacto positivo en los ingresos

fiscales provenientes de la implementación de la reforma tributaria aprobada en 2012 de alrededor de 1.1% del PIB. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2013, derivado, entre otros factores, de la incertidumbre generada por las impugnaciones a algunos de los artículos de dicha reforma, el Ministerio de Finanzas Públicas revisó a la baja las previsiones de los ingresos y gastos contempladas en el presupuesto aprobado para mantener el compromiso de déficit fiscal previsto. Asimismo, la ejecución del gasto público durante el año estará condicionada a la aprobación de algunos préstamos externos (que suman alrededor de US\$500.0 millones) por parte del Congreso de la República, los cuales están contemplados como fuente de financiamiento.

De conformidad con cifras preliminares al 31 de marzo de 2013, los ingresos totales del gobierno central durante el primer trimestre de 2013 fueron mayores en 6.3% respecto a los registrados al primer trimestre de 2012; mientras que los gastos aumentaron 10.6% respecto al mismo periodo del año anterior. Vale indicar que dadas las condiciones favorables del mercado mundial, en febrero se realizó una nueva colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional (Eurobono) por US\$700.0 millones, la cual se constituye en la principal fuente de financiamiento del déficit fiscal, aunque, como se indicó, la parte de financiamiento derivada de empréstitos con el exterior aún es necesaria para completar el financiamiento del déficit previsto.

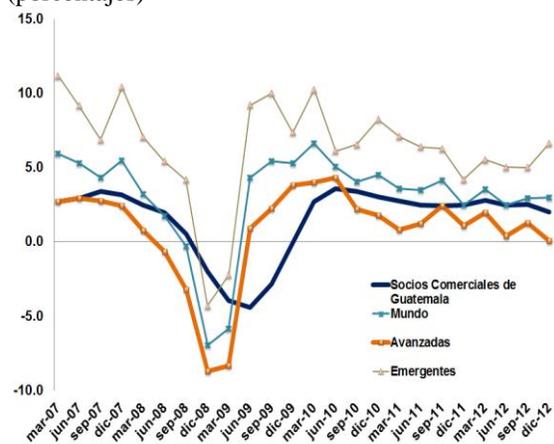
Con relación a la deuda pública cabe indicar que la colocación de bonos en febrero del presente año hizo que el saldo de la deuda externa pasara de US\$6,304.9 millones a US\$6,908.3 millones; mientras que la interna muestra un aumento de Q2,529.9 millones. A principios de agosto se tiene programado amortizar US\$300.0 millones correspondientes al denominado Eurobono 2003.

# I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

## A. COYUNTURA RECIENTE

Gráfica 1

Crecimiento Económico Trimestral (1) (2)  
2007-2012  
(porcentajes)



(1) Variación Interanual.

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

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

### 1. Actividad económica

Durante el primer trimestre del año, el crecimiento económico mundial continuó evidenciado un proceso gradual de recuperación, contribuyendo a incrementar la confianza de los empresarios, inversionistas y consumidores sobre un mejor desempeño económico durante 2013, como resultado, principalmente, del mayor dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo, en particular el proceso de recuperación que ha mostrado la República Popular China, luego de haber mantenido una tendencia a la desaceleración en 2012; del desempeño de la economía estadounidense, la cual ha evidenciado una recuperación gradual, aunque moderada; y de la adopción de políticas económicas acomodaticias a nivel mundial. Sin embargo, persisten los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial, los cuales se concentran principalmente en la Zona del Euro y se relacionan con la inestabilidad financiera derivada de la crisis de deuda soberana, los efectos en el crecimiento económico resultantes de los extensos programas de austeridad fiscal y la moderación en la demanda externa, la cual, no obstante, empezó a recuperarse en febrero.

Si bien las medidas de política monetaria implementadas por el Banco Central Europeo (BCE) han limitado las tensiones en los mercados financieros a nivel mundial, la Zona permanece altamente vulnerable a eventos políticos, dado que éstos pueden afectar de manera imprevista la confianza de los inversionistas y generar nuevos episodios de volatilidad, como el observado recientemente ante el resultado del proceso electoral en Italia debido a la falta de acuerdos para formar un gobierno de coalición. Además, la viabilidad del paquete de rescate aprobado por la *Troika* (Comisión Europea, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional) a Chipre, es otra fuente de incertidumbre que actualmente está afectando a la Zona del Euro; no obstante, algunos de los indicadores económicos de alta frecuencia empiezan a reflejar una recuperación (exportaciones, sentimiento económico e indicadores adelantados de producción manufacturera

y de servicios). Una de las principales limitantes para una recuperación económica más profunda continúa siendo el alto nivel de desempleo en la Zona, principalmente en los países de la periferia.

En el caso de los Estados Unidos de América, el consenso de pronósticos continúa destacando que la evolución de algunos indicadores importantes, como el consumo privado, el crédito bancario, la producción manufacturera y de servicios, las ventas minoristas, una moderada recuperación del empleo y las ventas de viviendas nuevas y usadas, ha contribuido positivamente al dinamismo de la economía. Al respecto, el gasto y la confianza de los consumidores han mantenido un comportamiento gradual al alza, debido a la mejora en el mercado laboral y al incremento en los precios de las viviendas, lo cual ha permitido mejorar la riqueza de los hogares, confirmando que el aumento aplicado en enero del presente año al impuesto sobre los salarios y el incremento en los precios de los combustibles no han afectado significativamente a los consumidores. En ese sentido, la recuperación que ha evidenciado el sector inmobiliario denota que se ha superado el ciclo de contracción observado durante los últimos cuatro años, situación en la que estaría contribuyendo el programa de compras de activos respaldados por hipotecas implementado por la Reserva Federal, el cual ha mantenido en niveles bajos las tasas de interés hipotecarias. Esta política acomodaticia también podría haber contribuido a mejorar las condiciones del mercado laboral, dado que, a pesar de los desacuerdos políticos sobre la política fiscal y las tensiones que por esto se han originado, la confianza del sector empresarial se ha mantenido dinámica, reflejándose en la generación de nuevos puestos de trabajo, particularmente en el sector construcción, el cual en el último año ha creado más de 550,000 nuevos puestos de trabajo. Por su parte, los índices anticipados de producción industrial y de servicios, permanecen en zona de expansión (arriba de 50 puntos) y con tendencia al alza ante perspectivas un poco más favorables sobre la evolución de la economía interna y externa.

En efecto, la revisión definitiva de la tasa de crecimiento económico en el cuarto trimestre de 2012 mostró un resultado mayor (0.4%) al estimado preliminarmente (0.1%), asociado a los incrementos tanto del consumo personal como de la inversión fija; no obstante, el comportamiento del PIB trimestral se moderó significativamente con relación al tercer trimestre de 2012 (3.1%), como resultado de la reducción del gasto gubernamental destinado a defensa y de la reducción de los inventarios, así como la fuerte incertidumbre que generó a nivel mundial la expectativa de la vigencia de los profundos ajustes fiscales por US\$600,000 millones durante 2013, el denominado “precipicio fiscal”. Sin embargo, los riesgos a la baja relacionados con la política fiscal y la incertidumbre acerca de acuerdos políticos clave siguen privando, dado que a la fecha no se ha logrado un consenso sobre cómo se financiará el presupuesto estadounidense, ni tampoco se ha logrado un acuerdo sobre la continuidad o magnitud del recorte automático del gasto público para este año denominado “*The sequester*” por US\$85,000 millones<sup>2</sup> y que cobró vigencia el 1 de marzo de 2013, aunque dicho evento parece ya haber sido descontado por los mercados, no se puede descartar como un factor que mas adelante pueda afectar las expectativas de crecimiento económico. Vale indicar que dicho recorte forma parte de las cláusulas de Ley de Control Presupuestario aprobadas el 2 de agosto de 2011, las cuales se activarían en caso el comité de negociación de política no alcance ningún acuerdo en cuanto a la reducción del déficit fiscal.

No obstante las mejores señales de corto plazo en los mercados, el FMI en su informe sobre las Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2013, revisó levemente a la baja su estimación de crecimiento económico de los Estados Unidos de América para el presente año de 2.0% a 1.9%, descontando los posibles efectos que sobre la actividad real podría tener la falta de consenso político para evitar una contracción fiscal mayor en el corto plazo. Si bien, la tasa de crecimiento prevista para 2013 es ligeramente menor a la observada en 2012 (2.2%) y no es

---

<sup>2</sup> Corresponde a un recorte de 7.3% en el presupuesto de defensa y de 5.1% en el gasto corriente, en partidas como salarios, mantenimiento y compras de bienes y servicios.

suficientemente sólida para incidir positivamente en la tasa de desempleo (que aún es elevada), el crecimiento se alcanzará en medio de una profunda consolidación fiscal de aproximadamente 1.8% del PIB, lo cual refleja que la demanda privada subyacente será vigorosa y estará impulsada en parte por la expectativa de tasas de política monetaria bajas. Aunado a ello, el FMI destaca que la mejora en la situación de los mercados financieros, el mantenimiento de una política monetaria laxa por parte de la Reserva Federal y la recuperación gradual de la confianza de los agentes económicos podrían ser factores que eleven el crecimiento económico en 2013.

La Zona del Euro durante 2012 se mantuvo en recesión ante la fuerte crisis de confianza que afectó a los mercados financieros, debido a la incertidumbre sobre la capacidad de las autoridades europeas de resolver la crisis de deuda soberana y financiera y de las economías de la periferia de cumplir con los ajustes fiscales y estructurales previstos en los programas que amparan los paquetes de ayuda financiera que les han sido otorgados. Al respecto, la actividad económica durante el cuarto trimestre de dicho año registró una variación trimestral de -0.9%, con lo cual se acumulan cuatro trimestres consecutivos de contracción, siendo Portugal, Chipre, Italia y España las economías con mayor desaceleración.

Si bien la turbulencia en dicha Zona se ha moderado desde el cuarto trimestre de 2012, en respuesta a las medidas<sup>3</sup> aplicadas por las autoridades europeas, la actividad económica, a pesar de mostrar algunas señales de mejora, continúa débil. De acuerdo con las últimas previsiones del FMI, la Zona del Euro continuará en recesión durante 2013 (-0.3%), debido a que los países del centro se han contagiado de la debilidad de las economías de la periferia, lo que provoca que el crecimiento económico de la región se postergue hasta 2014 (el FMI estima un crecimiento económico de 1.1% para dicho año), como resultado de la reducción, a casi la mitad, del ritmo de consolidación fiscal.

En el primer trimestre del año se han evidenciado algunas

---

<sup>3</sup> Incluye las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), la concreción del Mecanismo de Estabilidad Financiera, la concertación de la operación de alivio de la deuda de Grecia y el acuerdo sobre el mecanismo único de supervisión.

señales de mejora en los indicadores económicos de corto plazo, lo cual podría anticipar el inicio de una fase de crecimiento hacia finales de año, contribuyendo a mejorar la confianza de los mercados y, a la vez, contribuir al regreso de algunos países (Portugal e Irlanda) con programas de ayuda financiera a los mercados internacionales. No obstante, algunas agencias calificadoras como *Standard & Poor's*, resaltan que la confianza de los inversionistas sólo regresará si los estados miembros continúan avanzando en el reequilibrio de sus economías, mediante la estabilización de la deuda pública estructural y la reducción de los déficits en cuenta corriente, requiriendo una respuesta disciplinada y transparente de las autoridades locales como de toda la Unión Europea; así como la necesidad de salvaguardias sociales que permitan la cohesión de los estados miembros que registran altos niveles de desempleo, apalancamiento excesivo del sector privado y estancamiento o reducción de los niveles de vida, por lo que prevén que dicha Zona continuará contrayéndose durante 2013, aunque lo hará a un menor ritmo.

Si bien algunos indicadores de alta frecuencia evidencian mejoras significativas en el desempeño económico de la región, los efectos de las políticas fiscales restrictivas, el alto desempleo, la caída de los salarios reales y del crédito al sector privado continuarán incidiendo negativamente en la demanda interna, sobre todo en los países de la periferia, criterio que comparte la Comisión Europea que prevé que en 2013 la actividad económica de la Zona se contraerá por segundo año consecutivo como resultado de las estrictas condiciones del crédito al sector privado, la reducción en la inversión y los bajos niveles de empleo, aunque anticipa un mejor desempeño de las inversiones y el consumo interno durante 2014, pero la tasa de desempleo continuará en niveles elevados.

Vale indicar que los indicadores de confianza, que han mantenido un comportamiento al alza durante los últimos cuatro meses, han sido influenciados, principalmente, por la evolución positiva de la economía alemana en un entorno externo difícil. En

ese contexto, el índice de sentimiento económico, que mide las expectativas de los inversionistas y analistas sobre la evolución de la economía de la Zona del Euro y las condiciones macroeconómicas para los próximos seis meses, se mantuvo en niveles positivos por cuarta ocasión consecutiva, alcanzado uno de los valores más altos en los últimos tres años, lo cual confirma mejores niveles de confianza a nivel corporativo. Asimismo, el índice de confianza económica del sector empresarial continuó mejorando, particularmente por una mayor confianza en los sectores relacionados con la industria y servicios ante el aumento de los nuevos pedidos locales y para exportación, lo cual estaría apoyando el proceso de recuperación interna. Sin embargo, es posible que en el corto plazo la confianza de los agentes económicos sea afectado por la incertidumbre respecto al programa de rescate financiero a Chipre y sus posibles efectos en el resto de economías de la región, sobre todo, aquellas con problemas preexistentes de deuda. Asimismo, se anticipa que la situación económica que enfrentan algunos países de la Zona, entre ellos Italia, España y Portugal, podría incidir en la permanencia de altos niveles de desempleo, lo cual, aunado a las políticas de austeridad implementadas en la mayoría de países de la Zona del Euro, continuará debilitando la actividad económica.

En Japón, a pesar de que la percepción del escenario económico global ha mejorado, ante la continua moderación de las tensiones financieras globales, los índices de confianza y los indicadores de actividad económica interna se han ubicado por debajo de los niveles consistentes con una expansión moderada, aspecto que incidió en que las autoridades fiscales adoptaran políticas expansivas, implementando para el efecto un programa por ¥20.2 billones (US\$225.0 miles de millones) destinado a apoyar el crecimiento económico. Las medidas incluidas en dicho programa abarcan la inversión en infraestructura pública, sobre todo en las áreas dañadas por el *Tsunami* que afectó al país en marzo de 2011, además de un aumento en el rubro del gasto militar, dado el diferendo que enfrenta con China por el archipiélago de *Diaoyu-Senkaku*. Las autoridades prevén que dicho

programa generaría 600,000 nuevos puestos de trabajo.

Por su parte, el Banco Central de Japón anunció en su reunión de enero de 2013 que la política monetaria continuaría siendo acomodaticia, ratificando dicho compromiso en la reunión de política de abril, en la cual decidió implementar un programa de expansión cuantitativa que tiene como objetivo duplicar la base monetaria, ubicándola alrededor de ¥270.0 billones (US\$2.9 billones) en 2014 y con ello alcanzar una meta de inflación de 2.0%, en un periodo de dos años. El programa comprende la compra mensual de bonos del Estado y activos bancarios e inmobiliarios, las cuales podrían sumar más de medio billón de dólares al año, dado que el monto total de esta parte del programa asciende a US\$1.4 billones. La decisión responde a la desaceleración que aún enfrentan varias economías a nivel mundial, a la disminución del apetito al riesgo, a la reducción de las exportaciones japonesas y de la producción industrial, así como a la deflación que afecta al país. Sin embargo, a criterio de varias agencias de calificación crediticia, las medidas de estímulo implementadas por las autoridades japonesas podrían incidir negativamente en su calificación, debido a los niveles actuales de deuda. No obstante, para algunos analistas y organismos internacionales, las nuevas medidas de estímulo monetario apoyarán el ritmo de expansión, incluso, han elevado su pronóstico de crecimiento. Por ejemplo, el FMI prevé que los estímulos monetarios y fiscales contribuirán a elevar el crecimiento económico durante los próximos dos años. No obstante, no se descartan los riesgos que la implementación de políticas monetaria y fiscal expansivas podría tener, en particular, en un contexto en que un plan de consolidación fiscal sólido de mediano plazo aún no se ha definido.

Por su parte, las economías emergentes luego de haber ralentizado su crecimiento económico durante 2012 ante los efectos adversos de la desaceleración en las economías avanzadas, han empezado a repuntar, particularmente las economías de Asia, incluyendo la República Popular China, África Subsahariana, Europa del Este y varias economías de América Latina, ello como

resultado de una mejora en la demanda interna, del aumento de las exportaciones y del mantenimiento de políticas macroeconómicas consistentes.

En el caso particular de la República Popular China, la economía experimentó durante 2012 una significativa y prolongada desaceleración, al haber registrado durante el tercer trimestre del año la tasa de crecimiento más baja desde 1999 (7.4%), la cual se ubicó por debajo, tanto del límite inferior de la tasa de crecimiento objetivo del gobierno (7.5%) como del crecimiento promedio de los últimos cinco años (9.6%). No obstante, durante el cuarto trimestre la actividad económica se dinamizó, resultado de políticas fiscal y monetaria acomodaticias, alcanzando a finales del año un crecimiento del Producto Interno Bruto de 7.8%, con lo cual se disipó el riesgo de un “aterrizaje forzoso” en 2013 (que algunos analistas previeron el año pasado), dado que las últimas estimaciones dan cuenta de un mejor desempeño económico para los próximos dos años. Vale indicar que, de acuerdo con algunos expertos económicos, la desaceleración de dicha economía durante 2012 respondió principalmente a factores cíclicos, dado que las estimaciones del PIB potencial para ese año muestran que dichos factores representaron -1.3 puntos de la desaceleración, en tanto que los factores estructurales únicamente -0.2 puntos.

Por su parte, los niveles de empleo se han mantenido a pesar de la desaceleración, lo cual, a criterio de dichos expertos, podría deberse a la corrección de la brecha positiva del producto que se ha ubicado por encima de la capacidad productiva no inflacionaria de China en los últimos años y que ha empezado a reducirse, previéndose para 2013 el cierre de la misma. No obstante, al realizar un análisis en un horizonte de más largo plazo, destacan factores estructurales que inciden en la desaceleración de la actividad económica china, entre ellos, las condiciones del mercado laboral. Al respecto, los datos no son alentadores dado que la población económicamente activa de China (15-59 años) se contrajo por primera vez en 2012, lo cual sugiere que dicho país no podrá continuar apoyándose en el crecimiento de la fuerza laboral

para su crecimiento económico en el largo plazo; sin embargo, los crecientes niveles de urbanización que incluyen inversiones en infraestructura y viviendas; así como mayores niveles de renta *per cápita* y de consumo podrían contribuir a un retorno del ritmo de crecimiento observado durante el periodo 2008-2011 (9.6%).

En el transcurso del primer trimestre de 2013, se ha evidenciado un mejor desempeño económico asociado, principalmente, a la perspectiva de mejora del entorno económico mundial y a la continuidad de políticas macroeconómicas flexibles, las cuales de acuerdo con las autoridades de gobierno, que asumieron en marzo de este año la administración de la República Popular China, continuarán bajo el objetivo de favorecer el crecimiento económico durante 2013. Asimismo, los índices de producción industrial han mostrado un comportamiento dinámico, debido a un aumento en la demanda y en las ventas minoristas, coherente con el repunte del consumo privado, que se ha visto beneficiado de la implementación de un amplio conjunto de medidas de estímulo fiscal y monetario y que han sido acompañadas de una amplia expansión del crédito al sector privado, así como de una notable recuperación del sector inmobiliario y la estabilización de la demanda externa. En efecto, el FMI anticipa que el crecimiento económico en 2013 se aceleraría ligeramente, ubicándose alrededor de 8.0%, debido a la persistencia de una sólida demanda interna, tanto de consumo como de inversión, así como de una renovada demanda externa.

Por su parte, para América Latina la percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre, debido a la disminución de las tensiones financieras globales relevantes, particularmente en Europa y en los Estados Unidos de América (política fiscal), lo cual permite anticipar que el crecimiento económico de la región se dinamizará en los próximos dos años, luego de moderarse en 2012 (3.0%) con respecto a la tasa de crecimiento observada en 2011 (4.6%) ante la desaceleración de la República Popular China y el lento proceso de recuperación en los Estados Unidos de América, principales socios comerciales de la región. El FMI anticipa una mayor tasa de expansión para 2013,

ante el repunte de la demanda externa, condiciones de financiamiento favorables y el efecto de la aplicación de políticas más laxas en algunos países. Para las economías de Centroamérica, prevé que éstas crezcan en línea con su potencial (aproximadamente 4.5%), gracias al fortalecimiento de las exportaciones y de las remesas familiares; aunque en algunos casos la consolidación fiscal puede moderar la demanda interna.

Durante el cuarto trimestre de 2012, el crecimiento económico se recuperó ligeramente en Brasil, Argentina y, en menor medida, en Colombia; mientras que Perú, Chile y México mantuvieron un buen desempeño, lo que sugiere que para el primer trimestre de 2013 la región tendrá una gradual recuperación, como resultado de las medidas de estímulo tanto fiscales como monetarias en Brasil, México y Colombia.

Entre los principales socios comerciales de Guatemala destaca el desempeño de la economía mexicana, que reportó un crecimiento de 3.9% en 2012 impulsado por un aumento de las exportaciones; sin embargo, para 2013 los indicadores recientes de producción anticipan un crecimiento moderado debido a la fuerte apreciación real del peso y, principalmente, ante la moderación esperada en el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos de América. Lo anterior, fue determinante para que el Banco Central de México decidiera revisar a la baja su tasa de interés de política monetaria (4.00%), luego de haberla mantenido durante casi cuatro años en 4.50%; sin embargo, el panorama podría mejorar con la implementación de políticas públicas que dinamicen la actual estructura del país, particularmente, en términos de competitividad y generación de energía. Cabe indicar que la estrecha relación comercial de México con la economía estadounidense y europea, representa riesgos significativos a la baja si dichas economías se desaceleran más de lo previsto.

En el caso de Honduras, el consenso de pronósticos anticipa la continuidad del crecimiento económico durante los próximos dos años, en la medida que las condiciones globales se estabilicen, particularmente, en la economía estadounidense (su principal socio comercial y de inversión), y que los beneficios de la inversión, así

como del comercio vía el Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América, Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés) se materialicen. No obstante, el crecimiento promedio esperado para 2013 y para 2014 (3.2%) continúa siendo considerablemente inferior al promedio anual de 5.6% registrado durante el periodo de auge de la actividad económica (2003-2008), lo cual obedece a que el potencial de crecimiento del país está limitado por una débil capacidad productiva y mano de obra poco tecnificada.

Por su parte, las perspectivas económicas para El Salvador no son muy favorables dado que registrará el menor ritmo de crecimiento de la región centroamericana durante el periodo 2013-2017, ante la moderación en la producción interna y los menores niveles de inversión privada externa e interna, aspectos que limitarán la demanda interna. Para 2013, se prevé un crecimiento económico débil como resultado de un moderado consumo privado, asociado a una escasa creación de empleo. Asimismo, algunos analistas y agencias especializadas de información económica señalan que, a pesar de los compromisos fiscales acordados en el Acuerdo *Stand-By* con el FMI, los programas sociales de desarrollo impulsados por el Presidente de la República y los elevados desembolsos para cubrir los subsidios, mantendrán el crecimiento del gasto público en niveles altos (en promedio 4.0% durante el periodo 2013-2017).

A pesar de que la demanda interna juega un papel cada vez más importante en muchos países con economías emergentes y en desarrollo, la mayoría de éstas economías muestran un desempeño económico por debajo de la tendencia de largo plazo (pre-crisis) dado que la actividad económica en la mayoría de economías avanzadas continúa siendo moderada, lo cual evidencia que las economías emergentes no han podido desacoplarse completamente de los eventos ocurridos en las economías avanzadas, principalmente aquellos países emergentes y en desarrollo con una alta exposición al comercio mundial (particularmente, los países productores de materias primas y en especial los de América Latina y de África), quienes se verían perjudicados si la demanda

de materias primas se reduce y, por ende, también los precios, ocasionando en muchos de éstos una reducción de los flujos de capital, una depreciación de su moneda y un menor ritmo de crecimiento económico.

En resumen, se anticipa que las economías con mercados emergentes y en desarrollo, en conjunto, continuarían siendo el motor que impulse el crecimiento económico mundial en los próximos dos años.

## RECUADRO 1 PERSPECTIVAS MUNDIALES Y RETOS DE POLÍTICA

Los representantes del G-20<sup>1</sup> se reunieron en febrero en Moscú, Rusia, con el propósito de evaluar las perspectivas mundiales y los retos de política económica que enfrenta el mundo. En general, los ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales de los países del grupo, concluyeron que los mercados financieros se han recuperado considerablemente y los riesgos de inestabilidad de corto plazo han disminuido. En efecto, la implementación de acciones decisivas de política económica, principalmente, en los países de la Zona del Euro y en los Estados Unidos de América lograron fortalecer la confianza de los agentes económicos, permitiendo contener las amenazas de corto plazo para la recuperación económica global. Dichas políticas han impactado positivamente tanto en los mercados financieros como en la volatilidad de los precios de los activos, los cuales se han reducido a los niveles observados previos a la crisis. Los principales indicadores financieros muestran que desde julio de 2012, el precio de los activos en las economías avanzadas y con mercados emergentes se ha incrementado en alrededor de 15%; mientras que, la emisión de bonos del tesoro de los Estados Unidos de América ha sobrepasado los niveles observados previos a la crisis. En adición, el diferencial de deuda soberana de los países de la periferia de la Zona del Euro, aun cuando ha empezado a reducirse, permanece en niveles elevados.

Los indicadores líderes sugieren que la actividad económica real se fortalecerá gradualmente, en la medida en que las condiciones financieras más favorables se transmitan a todos los sectores de la economía. En ese contexto, las condiciones de la política monetaria laxa en los principales países avanzados continuarán apoyando la recuperación económica mundial, en particular, luego de las políticas monetarias acomodaticias (de naturaleza cuantitativa) del Banco Central Europeo, de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED) y del Banco de Japón. Se espera que en las economías avanzadas la laxitud de la política monetaria se traduzca, eventualmente, en una dinamización del otorgamiento de crédito al sector privado y en una reducción del riesgo financiero. En la mayoría de las economías con mercados emergentes y en desarrollo se ha postergado la restricción de la política monetaria; sin embargo, en el mediano plazo deberán realizar ajustes en sus políticas y fortalecer las medidas macroprudenciales.

El G-20 destacó que, aunque las amenazas de corto plazo se han evitado, aún permanecen retos importantes de mediano plazo, por lo que se deberá hacer énfasis en los aspectos siguientes:

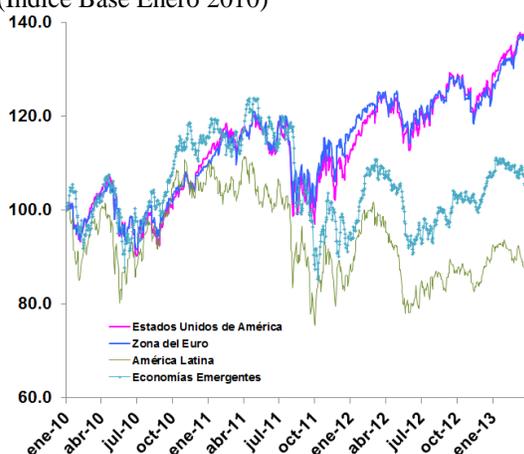
- *La Zona del Euro deberá reafirmarse como una genuina unión económica y monetaria.* Ello disminuiría la fragmentación financiera y mejoraría el mecanismo de transmisión de la política monetaria, dado que es esencial para lograr un crecimiento económico sostenido. Lo anterior, requerirá realizar un progreso sustancial hacia la unión monetaria que incluya unión bancaria y una integración fiscal más sólida.
- *En las economías avanzadas, la consolidación fiscal necesita continuar a un ritmo gradual y sostenido, apoyada por una política monetaria acomodaticia.* En general, los ajustes y metas fiscales son apropiados en la mayoría de países avanzados. Sin embargo, la consolidación debe apoyarse en la adopción e implementación de los planes de mediano plazo en los Estados Unidos de América y en Japón, en donde los recientes anuncios sobre estímulos fiscales adicionales hacen todavía más urgente la consolidación. Por otra parte, a pesar que las expectativas inflacionarias están contenidas, existe la preocupación por la disminución de la efectividad de las medidas de política monetaria no convencionales y de sus efectos colaterales en el mediano plazo, por lo que deberán mantener un monitoreo sobre las implicaciones de su política monetaria.
- *Las respuestas de política en los países con economías emergentes pueden variar.* Dados los riesgos de mediano plazo asociados a un crecimiento bajo y lento de la actividad económica, el reto más importante es reconstruir los espacios fiscales. Algunos países pueden seguir con una política monetaria acomodaticia; en cambio, otras economías deberán de considerar restringir su política monetaria gradualmente. En los países con importantes ingresos por flujos de capital o con un crecimiento del crédito bancario elevado, la supervisión y las medidas macroprudenciales deberían entrar en acción para frenar los excesos en algunos sectores de la economía.

<sup>1</sup> El G-20 es el foro de mayor jerarquía de cooperación y consulta de los temas de trascendencia relacionados con la economía y las finanzas globales. Está Integrado por 19 países y la Unión Europea. Desde 1999 se reúnen regularmente, Jefes de Estado, Gobernadores de los Bancos Centrales y Ministros de Finanzas.

Fuente: International Monetary Fund. 2013. *Global Prospects and Policy Changes: Meetings of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.*

## Gráfica 2

Principales Índices Accionarios (1) (2)  
2010-2013  
(Índice Base Enero 2010)



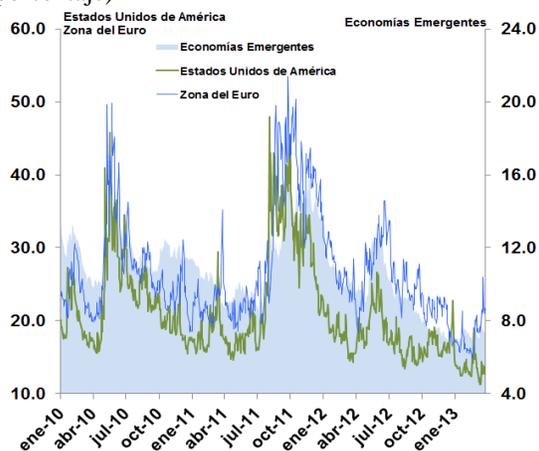
(1) Al 31 de marzo de 2013.

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

Fuente: Bloomberg.

## Gráfica 3

Volatilidad de los principales Índices Accionarios  
(1) (2)  
2010-2013  
(porcentaje)



(1) Al 31 de marzo de 2013.

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

Fuente: Bloomberg.

## 2. Mercados financieros

La evolución positiva de los mercados financieros en lo que va del año ha estado determinada por bajos niveles de incertidumbre y volatilidad, ante la moderación de algunos de los principales riesgos que habían estado impactando negativamente el ritmo de crecimiento económico a nivel mundial durante el segundo semestre de 2012, principalmente los relativos a la expectativa de un severo ajuste fiscal en los Estados Unidos de América (precipicio fiscal), la posible intensificación de la crisis de deuda en la Zona del Euro y la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” de la economía china.

Los precios de los activos a nivel mundial se vieron beneficiados ante este nuevo panorama económico internacional, al reportar ganancias durante el último trimestre. Asimismo, la confianza de los inversionistas mejoró ante el compromiso de las principales economías avanzadas de mantener políticas acomodaticias enfocadas a la recuperación de sus economías. En el caso de los Estados Unidos de América, los acuerdos políticos para evitar el denominado “precipicio fiscal” contribuyeron significativamente a moderar la volatilidad en los mercados financieros; así como las políticas monetaria y fiscal expansivas en Japón para promover el crecimiento y evitar la deflación; y el compromiso del Banco Central Europeo de hacer lo necesario para preservar el euro y apoyar la recuperación económica. En las economías con mercados emergentes y en desarrollo fue relevante la implementación de políticas expansivas en China orientadas a incrementar la inversión en infraestructura y la promoción del financiamiento mediante el crédito bancario y no bancario, con el fin de evitar una brusca desaceleración de la actividad económica.

Este mejor escenario y la expectativa de estabilidad en la economía mundial redujeron la percepción de riesgo en los mercados de deuda soberana, principalmente en las economías de la periferia de la Zona del Euro, manteniendo las primas de riesgo por incumplimiento del deudor (CDS, por sus siglas en inglés) en niveles moderados. Por su parte, los mercados de

deuda en países con economías emergentes, registraron una menor aversión al riesgo, derivado de las nuevas medidas de estímulo monetario implementadas en las principales economías avanzadas. Además, los índices bursátiles continuaron reportando ganancias y las primas por riesgo corporativo mantuvieron una tendencia a la baja.

Con respecto al mercado cambiario, las principales divisas han sido excepcionalmente volátiles en los últimos meses, ocasionando la participación de las autoridades monetarias en ese mercado. En lo que respecta al yen, éste se ha debilitado como resultado de una agresiva postura anti-deflacionaria adoptada por el nuevo gobierno japonés; mientras que el euro ha estado apreciándose de manera irregular ante el dólar estadounidense, como resultado de la mayor flexibilización monetaria en los Estados Unidos de América y el pago al Banco Central Europeo de los préstamos otorgados a algunas instituciones financieras europeas.

Según *Standard & Poor's*, existe un menor pesimismo sobre las condiciones de crédito globales con relación a los meses previos; sin embargo, prevalece la preocupación de que las condiciones monetarias laxas en las principales economías a nivel mundial podrían estar impulsando el crecimiento del crédito al sector privado (en países donde no se necesita) elevando los niveles de apalancamiento, lo cual podría ocasionar problemas crediticios en el futuro, así como desbalances en algunos sectores. Dichas condiciones han ocasionado un mayor nivel de flujos de capitales para la región de Asia del Pacífico, lo cual se convierte en un riesgo para algunas economías de dicha región, dado que potencialmente podría significar apreciaciones de las monedas locales, afectando las relaciones del comercio exterior, los precios de las materias primas y elevando la probabilidad del surgimiento de burbujas crediticias y de activos.

Vale indicar que a finales de marzo, la incertidumbre y la volatilidad se intensificó en los mercados financieros internacionales derivado del rescate financiero a Chipre por parte de la *Troika*, que otorgaría al gobierno y a los bancos chipriotas

€10.0 miles de millones (US\$13.0 miles de millones) destinados a solventar los problemas de deuda soberana y del sistema financiero. La incertidumbre no se derivó de la medida *per-se* sino del hecho de que ésta estaba condicionada a que el país recaudara alrededor de la mitad del monto citado, mediante medidas como impuestos a los depósitos, lo cual fue rechazado por el parlamento chipriota. Sin embargo, recientemente, la creación de un impuesto fue descartada, por lo que la condicionalidad del programa de rescate está orientado a que el país adopte medidas para consolidar el sistema financiero, estabilizar la deuda pública y garantizar la sostenibilidad fiscal, así como para generar condiciones que eleven el crecimiento económico<sup>4</sup>.

De acuerdo con algunas agencias especializadas de información económica como *Bloomberg*, a pesar que la economía de Chipre es relativamente pequeña respecto a la Zona del Euro (con un peso de sólo 0.5% del PIB total de la región), su sector bancario es aproximadamente siete veces más grande que su PIB, lo cual puede aumentar el riesgo de contagio hacia otros países de la unión monetaria, debido a la fragilidad de los sistemas bancarios, especialmente en las economías de la periferia.

---

<sup>4</sup> Un detalle más amplio de las medidas se encuentra en el comunicado de prensa de Christine Lagarde, Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional, del 3 de abril de 2013, relativo al acuerdo logrado a nivel técnico con el FMI.

## RECUADRO 2 DETENIDOS POR LA INCERTIDUMBRE

Los dos años de tiempos difíciles en los Estados Unidos de América y en la Zona del Euro durante la crisis económica y financiera global (2008 y 2009) debieron estar seguidos por una rápida recuperación económica, de acuerdo con algunos economistas y políticos. Ciertamente, Milton Friedman llamó a este fenómeno la teoría de la “cuerda de guitarra”, la cual indica que cuando se pulsa una cuerda de la guitarra y se le suelta, ésta rebota inmediatamente; por lo que, cuanto más lejos se pulsa la cuerda, más rápido regresa. La evolución de muchas economías avanzadas desde la Gran Recesión no siguió este comportamiento. A la profunda recesión en estas economías le siguió una débil y frágil recuperación, es como si a la cuerda se le hubiera tensado tanto que se rompió. Entonces ¿Por qué esta recuperación ha sido tan lenta?

Según, Bloom, Kose y Terrones (2013), hay quienes expresan que la recuperación económica tras una crisis financiera tiende a ser lenta, derivado de las secuelas que ésta provoca, porque es necesario sanear los problemas de hoja de balance, la débil expansión del crédito y la persistencia en los problemas en el mercado inmobiliario, los cuales son aspectos que afectan la actividad económica. Para determinar en qué medida la incertidumbre incide en la actividad económica, los autores analizan las principales características de ésta y su efecto en el crecimiento económico.

En lo que respecta a la incertidumbre económica, ésta ocurre cuando es poco o nada lo que se sabe acerca del futuro de la economía. Las principales fuentes de este tipo de incertidumbre son cambios en las políticas económicas y financieras, opiniones diferentes sobre las perspectivas de crecimiento económico, cambios en la productividad, guerras, terrorismo y desastres naturales. Aunque es difícil cuantificar la incertidumbre, tomando en consideración que no es una variable observable, es posible tener una idea de ésta por métodos indirectos; en ese contexto, la mayoría de estos indicadores indirectos señalan que la incertidumbre se ha incrementado en los últimos años. Se estima que la incertidumbre sobre las políticas en los Estados Unidos de América y la Zona del Euro se incrementó desde la recesión de 2008-2009. A nivel interno, la incertidumbre sobre la economía va en sentido contrario al ciclo económico, ya que durante las expansiones, la incertidumbre macroeconómica es, en promedio, mucho menor que durante las recesiones. Por su parte, la incertidumbre microeconómica sobre sectores o empresas específicas, medida por la volatilidad de la productividad a nivel de fábricas, también es anticíclica, la cual llegó a un máximo durante la gran recesión, desde la crisis de los años setentas.

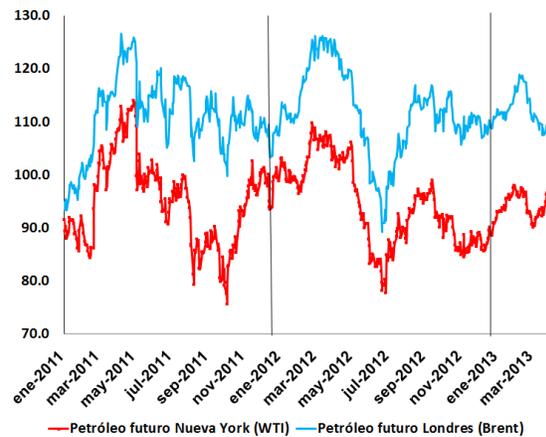
Es difícil establecer causalidad entre la incertidumbre y el ciclo económico, por lo que es complejo encontrar una respuesta concluyente a la interrogante de ¿Provoca la incertidumbre recesiones, o viceversa? Por el lado de la demanda, por ejemplo, las empresas que enfrentan una gran incertidumbre reducen la demanda de inversión y postergan proyectos hasta disponer de información reciente y más certera. Asimismo, los hogares también actúan igual que las empresas, ya que en tiempos de alta incertidumbre, éstos reducen su consumo de bienes durables. Por el lado de la oferta, la incertidumbre también puede perjudicar los planes de contratación de las empresas. En tanto que, problemas en el mercado financiero pueden amplificar los efectos negativos de la incertidumbre en el crecimiento económico. La evidencia empírica (Kose y Terrone, 2012) sugiere que la incertidumbre suele perjudicar el crecimiento económico. Los autores encuentran que un aumento relativamente pequeño de la incertidumbre equivalente a 1 desviación estándar está vinculado a una reducción del crecimiento del producto de entre 0.4 y 1.25 puntos porcentuales. La incertidumbre inducida por las políticas económicas, igualmente muestra una relación inversa con el crecimiento económico. Finalmente, el grado de incertidumbre económica también parece estar relacionado con la profundidad de las recesiones y el vigor de las recuperaciones; particularmente, las recesiones acompañadas de incertidumbre alta son normalmente más profundas y las recuperaciones con elevados niveles de incertidumbre generalmente han sido más débiles.

A pesar de que a las autoridades les resulta difícil superar la incertidumbre intrínseca de los ciclos económicos, la relativa a la política económica es inusualmente alta y parece contribuir en demasía a la incertidumbre macroeconómica. Por tanto, con la implementación de medidas de política enérgicas y oportunas las autoridades pueden reducir la incertidumbre de política económica y apoyar la recuperación del crecimiento económico.

Fuente: Bloom, N., M. Kose y M. Terrones. 2013. *Detenidos por la incertidumbre*. Finanzas y Desarrollo. FMI.

#### Gráfica 4

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



(1) Primera posición a futuro en las Bolsas de Mercancías de Nueva York y de Londres, con información a marzo de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

### 3. Precios internacionales de algunas materias primas

#### a) Petróleo y gasolinas

En el primer trimestre de 2013, el precio internacional del petróleo presentó una tendencia alcista explicada, principalmente, por la demanda estacional derivada del invierno que se registra en el hemisferio norte, así como por un aumento en la demanda de Asia. De manera temporal, a partir de la tercera semana de febrero, se observó una reducción en el referido precio atribuida al incremento en los niveles de inventarios en los Estados Unidos de América, así como a la expectativa de una reducción en la demanda de crudo, la cual cambió en la primera semana de marzo ya que el precio del petróleo empezó a aumentar derivado, principalmente, de una mejora en las perspectivas de crecimiento económico mundial, lo que se traduciría en un incremento en la demanda de crudo, y de que siguen persistiendo riesgos asociados a factores geopolíticos que podrían interrumpir el suministro de petróleo. De acuerdo con los principales entes que dan seguimiento al mercado de petróleo<sup>5</sup>, aunque actualmente existe una brecha positiva entre oferta y demanda de petróleo, ésta es frágil, ya que si bien tanto la oferta como la demanda registran aumentos, el comportamiento de la demanda es más dinámico, situación que eventualmente estaría presionando el precio al alza.

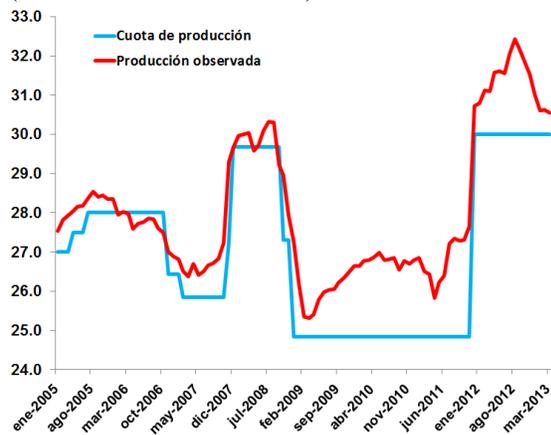
Entre los principales factores que influyeron durante el primer trimestre del año en el mercado de petróleo, por el lado de la oferta, según las principales agencias e instituciones que dan seguimiento al mercado de petróleo, destaca que existe un incremento en la producción de petróleo de Norteamérica, particularmente de los Estados Unidos de América y de Canadá. Según la firma IHS CERA, la mayor parte del incremento en la producción mundial proviene de dicha región y, de acuerdo al Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (DOE por sus siglas en inglés), en marzo se registró en dicho país el mayor nivel de producción desde julio de 1992.

La Organización de Países Exportadores de Petróleo

<sup>5</sup> IHS CERA y el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

### Gráfica 5

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



(1) Con información a marzo de 2013.

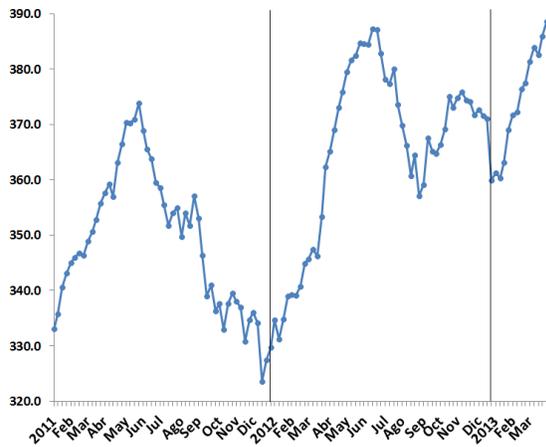
Fuente: Bloomberg.

(OPEP), a finales de diciembre de 2012 acordó no modificar su actual cuota de producción de petróleo, la cual se mantiene en 30.0 millones de barriles diarios; sin embargo, el principal productor de la organización, Arabia Saudita, con una participación de 32.7%<sup>6</sup> sobre el total de producción de la organización decidió, desde noviembre de 2012, reducir su volumen de producción ante el incremento en la extracción de crudo de otros productores dentro de la organización (Irak y Libia) y de otros países y regiones como Norteamérica, Latinoamérica y Rusia. Es importante recalcar que este país incrementó su producción a principios de 2012 con la finalidad de evitar una escalada de precios que pudiera afectar la recuperación económica mundial, luego que la Unión Europea diera a conocer que implementaría, a partir de julio de 2012, un embargo petrolero contra Irán por su programa nuclear. La reducción de la producción de Arabia Saudita a finales de 2012 no pudo ser compensada con el incremento efectuado por los otros miembros de la organización por lo que, en conjunto, la OPEP registró una disminución en su producción total (gráfica 5). Por su parte, la Agencia Internacional de Energía (AIE), indicó que en Venezuela, el quinto productor en importancia de la OPEP, dado el escenario político que presenta no se esperarían cambios importantes en su política petrolera, lo cual constituye un riesgo para dicho país, ya que desde 1997, de acuerdo a estadísticas del DOE, se observa una reducción en su producción atribuida a la disminución en las inversiones en el sector petrolero. Vale indicar que Venezuela posee las mayores reservas probadas de petróleo en el mundo, equivalentes al 20.1% del total de reservas mundiales, según estadísticas de la OPEP. Por otra parte, en 2012 se anticipaba que la producción de petróleo de Sudán y Sudán del Sur (África) se normalizaría en el segundo trimestre de 2013, luego de iniciar las conversaciones para solventar un diferendo por la administración de un importante yacimiento de petróleo. Sin embargo, de acuerdo al DOE, la solución no ocurrirá en el corto plazo, por lo que probablemente hasta 2014 se normalizará la producción y exportación de crudo de estos países. En lo que respecta a la producción de petróleo en el Mar del Norte (Europa),

<sup>6</sup> Estimación de Bloomberg a marzo de 2013.

### Gráfica 6

Inventarios de Petróleo en los Estados Unidos de América (1)  
(millones de barriles)



(1) Con información al 29 de marzo de 2013.

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

en enero se registraron daños en la infraestructura de algunas plataformas y en un oleoducto, lo que obligó a suspender las operaciones de extracción, generando volatilidad en el mercado internacional de petróleo.

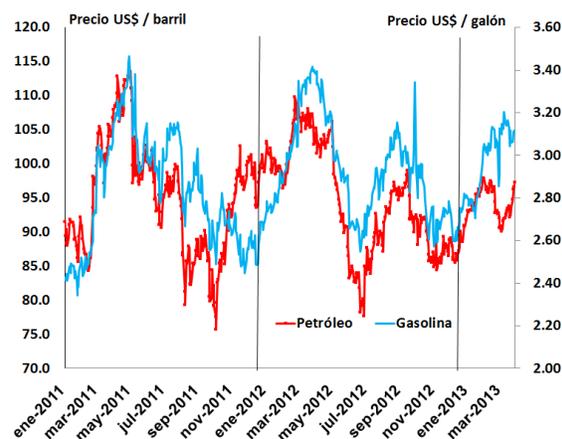
En lo referente al nivel de inventarios de petróleo, en los Estados Unidos de América se registró un incremento en los mismos como resultado del aumento en su producción. Dicho nivel de inventarios es mayor al promedio de los últimos cinco años, según el DOE. No obstante, en enero se anunció la reducción en la capacidad de transporte de un oleoducto (denominado *Seaway*) que traslada petróleo desde la ciudad de Cushing, Oklahoma (el mayor centro de distribución de petróleo en los Estados Unidos de América) hacia otras áreas de refinado en ese país, como resultado de la construcción de una nueva infraestructura que permita aumentar el flujo que actualmente se distribuye por medio de ese oleoducto, lo cual podría disminuir temporalmente el nivel actual de los inventarios de petróleo y generar alguna presión en el precio.

Por su parte, IHS CERA indicó que en 2013 se esperaba que los niveles de inventarios mundiales de petróleo (particularmente los gubernamentales) registren una reducción, dado que varios países que en 2012 implementaron políticas de incrementos de reservas estratégicas de petróleo ante la volatilidad observada en el mercado internacional (por el embargo petrolero a Irán y por otros factores geopolíticos), abandonarían dicha práctica ante la evolución de la oferta de petróleo en el mercado mundial.

En lo que respecta a la demanda mundial de petróleo, se estima que ésta registre un crecimiento durante 2013, resultado del incremento en el consumo de los Estados Unidos de América, de los países de Oriente Medio no exportadores de petróleo, de Latinoamérica y de la República Popular China. En las economías avanzadas no se anticipa crecimiento en la demanda, dado que sigue privando una desaceleración de la demanda por parte de Europa. En su reporte de marzo de 2013, la OPEP señaló que los riesgos de un estancamiento en la actividad económica mundial en el presente año son mayores, derivado de la crisis de deuda soberana en Europa y de los problemas fiscales en los Estados

### Gráfica 7

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

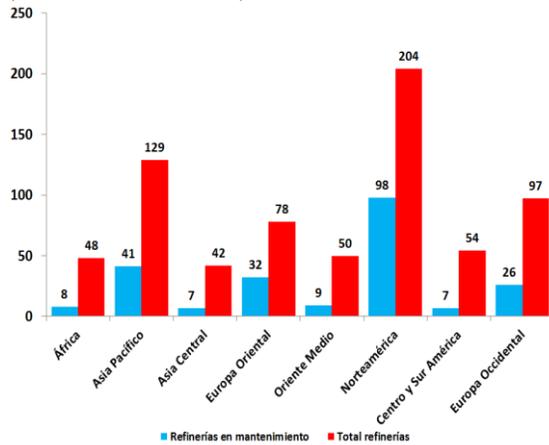


(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Nueva York, con información a marzo de 2013.

Fuente: Bloomberg.

### Gráfica 8

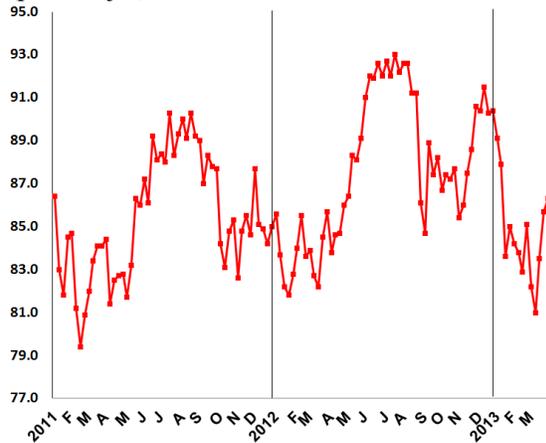
Refinerías en mantenimiento durante el primer trimestre de 2013  
(Número de refinerías)



Fuente: Bloomberg.

### Gráfica 9

Utilización de la Capacidad Instalada en Refinerías de los Estados Unidos de América (1)  
(porcentajes)



(1) Cifras a marzo.

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

Unidos de América, los cuales aún no se solucionan. En ese sentido, las proyecciones del consumo mundial de petróleo se han reducido respecto de las estimaciones previas, aunque siguen siendo mayores que la demanda estimada en 2012.

### Cuadro 1

Demanda Mundial de Petróleo (1)  
Año 2013  
(millones de barriles diarios)

Región	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Variación absoluta respecto del trimestre anterior			
					Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre
Norteamérica	20.9	21.2	21.5	21.5	-0.1	0.3	0.3	0.0
Europa	14.1	14.1	14.5	14.4	-0.3	0.0	0.4	-0.1
Países OECD Asia Pacífico	8.4	7.4	7.7	8.0	0.2	-1.0	0.3	0.3
Países no miembros OECD	11.5	11.4	11.6	11.5	0.1	-0.1	0.2	-0.1
Asia Pacífico								
China	9.9	9.6	9.9	10.2	0.2	-0.3	0.3	0.3
Latinoamérica	9.2	9.4	9.5	9.3	0.0	0.2	0.1	-0.2
Oriente Medio	7.7	8.2	8.6	8.1	-0.2	0.5	0.4	-0.5
Euroasia	4.6	4.6	4.8	4.8	-0.1	0.0	0.2	0.0
África	3.5	3.4	3.5	3.5	0.1	-0.1	0.1	0.0
<b>TOTAL</b>	<b>89.8</b>	<b>89.3</b>	<b>91.6</b>	<b>91.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.3</b>

(1) Variación respecto del trimestre anterior.

Fuente: IHS Cambridge Energy Research Associates, enero de 2013.

En lo que respecta a la evolución del precio de la gasolina, durante el primer trimestre del presente año, ésta registró una tendencia hacia el alza influida principalmente por el comportamiento alcista del precio internacional del petróleo desde finales de 2012.

Por el lado de la oferta de gasolina, durante el primer trimestre de 2013, se realizaron trabajos de mantenimiento en un número importante de refinerías, dichas actividades son estacionales y usualmente se realizan a inicios de cada año. Sin embargo, otro grupo de refinerías que deberían estar operando con normalidad presentaron problemas en sus procesos de refinado, por lo que el número de refinerías en mantenimiento se incrementó. Según *Bloomberg*, durante el primer trimestre del presente año, en promedio, 32.2% del total de refinerías en el mundo estuvo en mantenimiento. Lo anterior se tradujo en que las refinerías que estaban operando con normalidad tuvieron que incrementar su

capacidad de producción para atender la demanda de dicho combustible. La AIE indicó que el proceso de refinado a nivel mundial está sujeto a riesgos importantes dado que se necesita mejorar o crear nuevas refinerías para atender la demanda prevista para los próximos años, principalmente en las economías avanzadas; sin embargo, en los últimos años se registraron cierres de refinerías en varios países por no ser competitivas, particularmente en las economías avanzadas, situación que se agudizó con la crisis en Europa. Dicha Agencia indicó que las economías emergentes han realizado importantes inversiones para disponer de nuevas y mejores instalaciones de refinado, destacando el caso de India, país que entre 2005 y 2012 duplicó su capacidad de refinamiento. La República Popular China también ha realizado importantes mejoras en su capacidad de refinamiento, pero aún depende de las importaciones de refinados. En lo que respecta a la utilización de la capacidad instalada en las refinerías de los Estados Unidos de América, en lo que va del presente año, la misma ha sido mayor respecto del mismo periodo de 2011 y de 2012.

Con relación a la demanda mundial de gasolina, las distintas agencias y organizaciones coinciden en indicar que ésta ha sido dinámica desde 2012, siendo relevante en Latinoamérica, Oriente Medio y Asia. Un reflejo de ese dinamismo lo constituye el nivel de exportaciones que se registra en los Estados Unidos de América, cuyo principal destino ha sido Latinoamérica y que está en su mayor nivel desde marzo de 2012. El incremento en la demanda provocó que el nivel de los inventarios de gasolina durante el primer trimestre de este año registrara una disminución, de acuerdo al DOE.

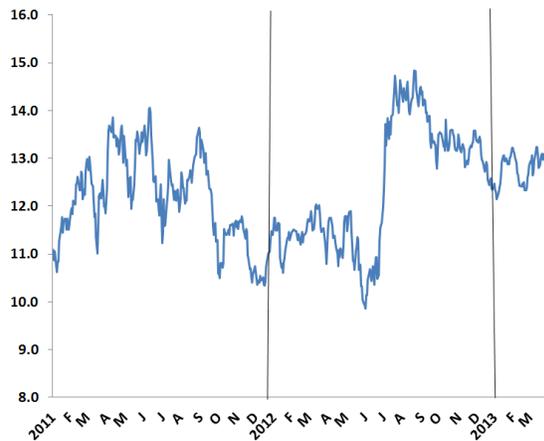
#### **b) Maíz**

Durante el primer trimestre de 2013, el precio internacional de maíz registró un comportamiento volátil, luego que desde mediados de agosto de 2012 registrara una tendencia a la baja.

Por el lado de la oferta, los daños causados por las sequías que afectaron las principales zonas productoras en los

### Gráfica 10

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a marzo de 2013.

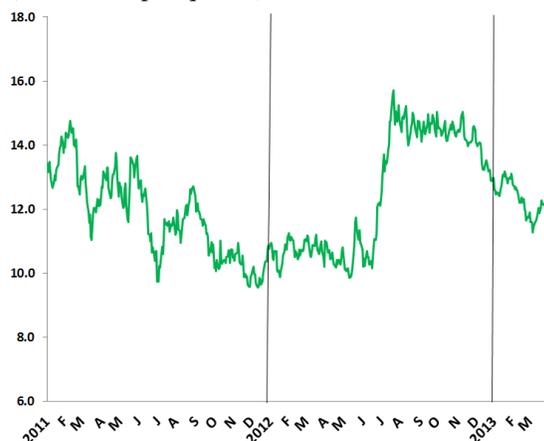
Fuente: Bloomberg.

Estados Unidos de América y en otros países a finales del primer semestre de 2012, tuvieron un impacto importante en el alza en el precio internacional, el cual se reflejó durante el segundo semestre de 2012. Sin embargo, la estabilización en la producción de los Estados Unidos de América y las mejores perspectivas en la producción de Brasil (tercer exportador mundial del grano) contribuyeron a moderar el precio, aunque éste continuó en niveles altos. Recientemente, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) indicó que anticipa que, durante el presente año, el área destinada para la siembra de dicho grano en los Estados Unidos de América será una de las mayores registradas históricamente, lo que se traduciría en una nueva cosecha récord en dicho país para el periodo 2013/2014. No obstante, la reducción en la producción mundial debido a la sequía ocurrida en 2012 provocó que el nivel de inventarios del grano registrara una disminución, factor que mantiene elevado el precio internacional y que, al igual que el riesgo de nuevos problemas climáticos, podría presionar el precio al alza en el mediano plazo. En lo que respecta a la demanda, los elevados precios observados en el segundo semestre de 2012, provocaron una reducción en la demanda del grano para la producción de etanol en los Estados Unidos de América, así como para la alimentación de ganado, lo que contribuyó a moderar el precio internacional.

Según las proyecciones del USDA, el volumen de la producción mundial del grano para la cosecha 2012/2013 se situaría en 854.1 millones de toneladas, inferior en 3.2% respecto de la cosecha anterior (882.7 millones de toneladas). Por su parte, el consumo mundial para la cosecha 2012/2013 se ubicaría en 867.8 millones de toneladas, inferior en 1.3% respecto de la cosecha anterior (879.6 millones de toneladas), pero superior a la producción prevista para la actual cosecha.

### Gráfica 11

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a marzo de 2013.

Fuente: Bloomberg.

### Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz  
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variación Porcentual	
	2010/2011 (1)	2011/2012 (1)	2012/2013 (2)	2011/2012	2012/2013
Producción	832.5	882.7	854.1	6.0	-3.2
Consumo	850.3	879.6	867.8	3.4	-1.3
Déficit / Superávit	-17.8	3.1	-13.7	-----	-----

(1) Preliminar.

(2) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, marzo de 2013.

#### c) Trigo

El precio internacional del trigo registró durante el primer trimestre de 2013 una tendencia a la baja (iniciada desde noviembre de 2012), la cual se asocia a una ligera mejora en la producción, así como a una reducción en el consumo. En marzo se evidenció un proceso de alzas en el precio de dicho grano; sin embargo, la reducción en la demanda en combinación con niveles de inventarios en los Estados Unidos de América superiores a lo previsto, contribuyeron en la reducción del precio observado a finales de dicho mes.

En lo que se refiere a la oferta mundial del grano, se anticipaba que para la presente cosecha (2012/2013) se registraría una reducción en la producción derivado de una sustitución de cultivos; sin embargo, los problemas climáticos registrados en importantes zonas productoras en Europa, Argentina, Australia, Rusia y Kazajistán, entre otros, ocasionaron que dicha reducción fuera mayor a lo inicialmente previsto. Según estadísticas del USDA a finales de 2012 algunos países lograron estabilizar su volumen de producción, mientras que otros presentaron importantes mejoras como en el caso de los Estados Unidos de América, Canadá, China e India, situación que ha impedido que se observen elevados precios como los del segundo semestre de 2012, aunque siguen latentes los riesgos relacionados con el clima (frío en Rusia, lluvias en Argentina, entre otros) que pueden afectar las cosechas y elevar el precio de dicho grano.

Con relación a la demanda mundial de trigo, derivado de los altos precios del grano observados en 2012, ésta se contrajo y según *Bloomberg*, los principales importadores del grano a nivel mundial retrasaron sus compras, lo que se evidenció en la disminución de las exportaciones de trigo de los Estados Unidos de América, el principal exportador mundial del grano, lo que ocasionó un incremento en el nivel de los inventarios, el cual a marzo de 2013 exhibió una tasa de crecimiento de 2.9% respecto de marzo de 2012, según el USDA. La situación económica que prevalece en Europa, también ha sido otro factor que contribuyó a que se redujeran las importaciones del grano de dicha región.

De acuerdo a la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), el precio de los alimentos en el primer trimestre de 2013 se ha estabilizado, en parte por la reducción en el precio del trigo; sin embargo, persiste el riesgo de un importante incremento de precios dado que el pronóstico del consumo del grano para la cosecha 2012/2013 supera la producción prevista. En ese sentido, el USDA estima que el volumen de la producción mundial para la cosecha 2012/2013 sería de 655.5 millones de toneladas, inferior en 6.0% respecto a la cosecha previa (697.0 millones de toneladas). El consumo mundial para la cosecha 2012/2013 se prevé en 673.7 millones de toneladas, menor en 3.5% respecto de la cosecha anterior (698.4 millones de toneladas), pero superior a la producción prevista para la actual cosecha.

### **Cuadro 3**

Producción y Consumo Mundial de Trigo  
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variación Porcentual	
	2010/2011 (1)	2011/2012 (1)	2012/2013 (2)	2011/2012	2012/2013
Producción	652.2	697.0	655.5	6.9	-6.0
Consumo	655.3	698.4	673.7	6.6	-3.5
Déficit / Superávit	-3.1	-1.4	-18.2	-----	-----

(1) Preliminar.

(2) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, marzo de 2013.

#### 4. Inflación y política monetaria

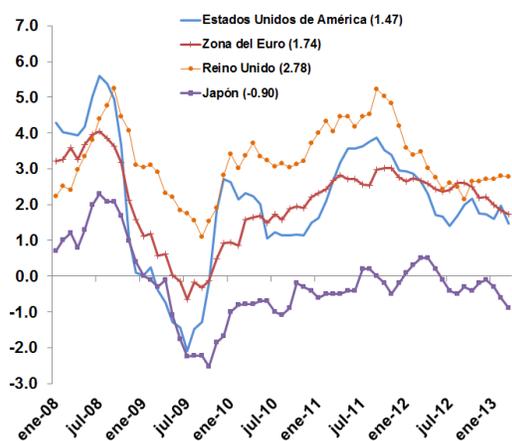
En términos generales, la inflación durante el primer trimestre de 2013 se mantuvo en niveles moderados y estables, continuando con la tendencia observada en la última parte del año anterior. En las economías avanzadas persiste una brecha de producto negativa y una presión a la baja de los salarios, lo que está manteniendo las expectativas inflacionarias bajas, fenómeno que se hace más evidente en las economías de la Zona del Euro. Sin embargo, los mercados financieros se han mantenido relativamente estables, lo que ha permitido que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a las metas oficiales. En las economías con mercados emergentes y en desarrollo las presiones inflacionarias son más altas que en las economías avanzadas, aunque no han crecido significativamente a pesar de la aplicación de políticas fiscales y monetarias anticíclicas en algunos países.

Las economías avanzadas registran tendencias dispares, destacando las recientes alzas de precios en el Reino Unido y en los Estados Unidos de América, mientras que en la Zona del Euro se ha observado un menor incremento de precios y en Japon deflación. Ante este escenario, varios entes internacionales consideran que aún existe margen para que la política monetaria en dichos países continúe siendo expansiva, en el contexto de un limitado crecimiento económico.

En los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en marzo fue de 1.47%, luego de haber registrado un significativo aumento en febrero (1.98%), situándose por debajo de la tasa de inflación objetivo de mediano plazo establecida por la Reserva Federal (2.0%), debido principalmente a la moderación en los precios relacionados con la energía y los combustibles. Sin embargo, la inflación subyacente permaneció alta al registrar un ritmo de 1.89%. Las expectativas de inflación aún permanecen ancladas al referido objetivo, lo que permite a las autoridades monetarias anunciar que la tasa de interés de los Fondos Federales permanecerá entre 0.00% y 0.25%, y que continuará el programa de compra de activos respaldados por hipotecas y bonos del tesoro por montos mensuales de US\$85,000 millones, acciones que

#### Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de Economías Avanzadas  
(1)  
2008-2013  
(Porcentaje, variación anual)



(1) Datos a marzo 2013.  
Fuente: Bancos centrales

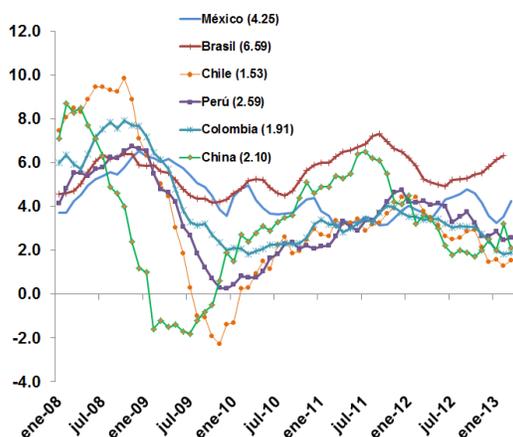
seguirán hasta que la tasa de desempleo sea menor a 6.5% y que la inflación de mediano plazo no supere 2.5%.

En el Reino Unido, la inflación se ha mantenido persistentemente por encima de la meta del banco central, debido tanto a presiones de oferta como de demanda, ante lo cual dicha institución anunció que es posible que el ritmo inflacionario converja nuevamente hacia su objetivo de mediano plazo hasta en 2016. El lento ritmo de crecimiento de la economía británica supone un fundamento esencial para la continuidad de una política monetaria laxa.

Por su parte, en la Zona del Euro las presiones en los precios se han mantenido contenidas, reflejando en el primer trimestre del año tasas de inflación menores al objetivo de inflación del Banco Central Europeo (BCE), lo cual, a criterio de esa institución, refleja el entorno de un débil crecimiento económico en la región. Si bien, recientemente han aumentado ligeramente los riesgos al alza en la inflación como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y la reciente apreciación del euro, el BCE no ha modificado sus medidas expansivas de política monetaria implementadas en 2012; sin embargo, no se descarta que durante el resto del año se tomen medidas excepcionales para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Un comportamiento similar ha experimentado la economía japonesa, en la que desde junio de 2012 se ha observado un proceso de deflación, lo que ha provocado un mayor interés de los gobernantes del país para intensificar el sesgo expansivo de las políticas monetaria y fiscal. En términos de política monetaria, el Banco de Japón estableció a principios de abril un agresivo programa de expansión monetaria que tiene como objetivo alcanzar una meta de inflación anual de 2.0% y apoyar a la recuperación económica del país. Dicha política comprende, el mantenimiento de tasas de interés alrededor de cero y la compra mensual de bonos del Estado y activos bancarios e inmobiliarios, las cuales podrían sumar más de medio billón de dólares al año, dado que el monto total del programa asciende a US\$1.4 billones.

**Gráfica 13**

Ritmo Inflacionario Total de Economías Emergentes (1) 2008-2013 (Porcentaje, variación anual)



(1) Datos a marzo 2013. Fuente: Bancos centrales.

trayectoria descendente, con excepción de Brasil, donde se registraron mayores presiones inflacionarias, debido a la mayor depreciación del real brasileño con relación a los demás países, la percepción de mayor tolerancia del banco central respecto a la inflación y el alto grado de indexación de su economía. En el resto de países existió una contribución favorable de los tipos de cambio nominales sobre los precios internos y una percepción de mayor prudencia monetaria por parte de sus bancos centrales, aunado a otros factores, tales como la reversión de los aumentos de los precios de los alimentos y de los combustibles (Chile, Colombia y Perú) y de los precios regulados (Colombia y México), así como de choques de oferta interna positivos (Colombia, México), en un entorno de crecimiento económico cercano a su potencial. Sin embargo, la moderación de la demanda interna en Colombia y en México, permitió que el Banco de la República de Colombia disminuyera, en el primer trimestre del año, su tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos ubicándola en 3.25% y que el Banco de México la redujera en 50 puntos básicos situándola en 4.00%. En el caso de Colombia, la decisión responde a que el crecimiento de sus socios comerciales será menor a lo esperado, que la economía está creciendo por debajo de su potencial y a que la inflación observada y proyectada se sitúan en el valor central de su meta de inflación (3.0%). Por su parte, el Banco de México basó su decisión en que el relajamiento monetario en las economías avanzadas propiciaría mayores flujos de capital y que la autoridad fiscal anunció la reducción del déficit del gobierno federal para 2013, lo que contribuiría a que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta de inflación (3.0%).

Es importante mencionar que, según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), el Banco Central de Brasil iniciaría un proceso de ajuste gradual y progresivo en la tasa de política monetaria para elevarla de 7.25% a 8.00% al final de 2013, derivado del comportamiento al alza que registra la inflación. En efecto, en su decisión de abril, el Banco Central de Brasil, decidió incrementar su tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, de 7.25% a 7.50%, ante una mayor

aceleración de la inflación, que se ubicó en marzo en 6.59%.

Entre las economías con mercados emergentes de Asia, el Banco Central de China mantuvo las medidas de restricción de la política monetaria implementadas durante 2012, debido, principalmente, a que la inflación mantuvo un ritmo ascendente durante los primeros dos meses del año, impulsada por alzas en los precios de los alimentos, los cuales se consideran que son de carácter temporal, aunado al mayor dinamismo de la economía.

Por su parte, la región centroamericana está experimentando una fase ascendente del ritmo inflacionario, asociada fundamentalmente al incremento en los precios de los alimentos, los cuales constituyen la división de gasto con mayor peso relativo en el IPC en todos los países de la región.

En general, las recientes estimaciones del consenso de algunas agencias de información económica y organismos internacionales anticipan que el comportamiento de la inflación se encuentra sujeto a algunos riesgos al alza, entre los que destacan mayores presiones inflacionarias si se fortalecen en forma significativa las políticas monetarias expansivas en los países avanzados y en algunos países emergentes, factores climáticos desfavorables para la producción de alimentos, así como incrementos en los precios internacionales de los combustibles.

## **B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS**

El Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>7</sup> sugiere que la recuperación de la economía mundial podría acelerar ligeramente su ritmo de crecimiento en 2013; sin embargo, el desempeño de las economías avanzadas seguirá siendo desigual, esperando que se establezca gradualmente a partir del segundo semestre de este año. Por su parte, en las economías emergentes y países en desarrollo, la actividad económica continuaría mostrando un mayor dinamismo.

Para las economías avanzadas persiste el enfoque macroeconómico de ajuste fiscal gradual y sostenido, apoyado en medidas que reduzcan los riesgos al crecimiento económico y en

---

<sup>7</sup> En este apartado se utilizan las proyecciones del FMI contenidas en el documento “Perspectivas de la Economía Mundial” correspondiente a abril de 2013.

una política monetaria acomodaticia destinada a apoyar la demanda interna. En contraste, las economías de mercados emergentes y países en desarrollo han logrado mantener un ritmo de crecimiento estable, debido a las medidas macroeconómicas adoptadas en años posteriores a la Gran Recesión.

Ante este panorama, el FMI señala que con el apoyo de políticas económicas y una confianza renovada, el crecimiento global empezará a mejorar nuevamente, por lo que para 2013 y para 2014 prevé un crecimiento económico mundial de 3.3% y 4.0%, en su orden (3.2% en 2012). Sin embargo, lo que hasta ahora había sido una recuperación a dos velocidades, sólida en los países con mercados emergentes y en desarrollo, pero débil en las economías avanzadas, está convirtiéndose en una recuperación a tres velocidades, dado que las economías de mercados emergentes y en desarrollo mantienen su dinamismo; sin embargo, las avanzadas parecen haber llegado a un punto de bifurcación entre el positivo desempeño observado en los Estados Unidos de América y la debilidad de la Zona del Euro. Por tanto, el FMI prevé que las economías avanzadas crecerán 1.2% en 2013 y 2.2% en 2014; mientras que las de mercados emergentes y en desarrollo alcanzarán un ritmo de expansión de 5.3% en 2013 y 5.7% en 2014.

El crecimiento económico en los Estados Unidos de América se desaceleraría en 2013 al situarse en 1.9% (2.2% en 2012), aunque sería mayor en 2014 (3.0%). La moderación en la actividad económica de dicho país para este año se asocia tanto a condiciones externas como internas. Por el lado externo, el principal riesgo continúa siendo una profundización de la crisis de deuda soberana y financiera en la Zona del Euro, la cual podría afectar la actividad económica estadounidense, por medio de canales financieros y comerciales, una mayor aversión al riesgo y una apreciación de la moneda debido a los flujos de capitales. Por el lado interno, los ajustes presupuestarios derivados del “*sequester*” y los limitados acuerdos de largo plazo en materia fiscal podrían significar una reducción de 0.3 puntos porcentuales en el crecimiento económico para 2013 y, de no revertirse dichos

recortes antes del próximo año fiscal, la disminución del PIB podría ser de 0.2 puntos porcentuales para 2014. En términos de inflación, se estima que se mantendrá por debajo del objetivo de mediano plazo de la FED debido a que se espera que los costos salariales, en términos reales, mantengan la tendencia decreciente.

Para la Zona del Euro, el FMI anticipa una contracción de la economía de 0.3% (-0.6% en 2012), mientras que para 2014 el crecimiento del PIB podría volver a mostrar una variación positiva (1.1%). Durante el primer trimestre de 2013, las tensiones financieras en la región se han moderado en respuesta a las políticas implementadas por el Banco Central Europeo (BCE), lo que ha reducido las primas de riesgo de algunos de los países con problemas de deuda soberana, como España e Italia; sin embargo, las políticas implementadas aún no se traducen en mejoras en el crédito al sector privado o en condiciones económicas más favorables, lo que permitirá que la inflación continúe en niveles moderados y cercana a la meta vigente. El FMI estima que la propuesta de rescate financiero a Chipre no modificaría significativamente los pronósticos de crecimiento, dado que el porcentaje que representa su economía en la Zona del Euro es bajo; no obstante, la situación actual de Chipre constituye un riesgo sistémico para la región, dado que su sistema financiero es siete veces más grande que su PIB.

Las economías asiáticas podrían crecer a un mayor ritmo que el año previo, aunque las principales economías de la región mostrarían resultados divergentes. En Japón se anticipa que el ritmo de crecimiento se modere en 2013 (1.6%), aunque dicha estimación fue revisada al alza por el FMI desde 1.2% (1.4% para 2014), lo que contrasta con el desempeño observado en 2012 (2.0%). El crecimiento en 2013 estará determinado, en buena medida, por la recuperación de la demanda externa; así como por los estímulos fiscales y monetarios implementados en 2012, que se ampliaron en 2013. Con relación a los precios internos, el FMI estima que el reciente incremento de la meta de inflación a 2.0% y la continuidad de las medidas de alivio cuantitativo permitirán que la tasa de interés permanezca en niveles cercanos a cero en 2013.

Para la República Popular de China el escenario es más optimista, ya que se prevé que las tasas de crecimiento para 2013 y para 2014 sean de 8.0% y 8.2%, respectivamente (7.8% en 2012), lo que refleja el reciente fortalecimiento de la demanda interna, tanto la destinada al consumo como a la inversión, aunado a una mayor demanda externa. La inflación crecerá modestamente debido, principalmente, a que se espera una menor volatilidad en la producción local de alimentos.

El FMI estima que las economías de América Latina y el Caribe registrarían un ritmo de expansión de 3.4% y 3.9% en 2013 y en 2014, en su orden; lo que representa un incremento respecto a lo observado en 2012 (3.0%). La expectativa de mayor crecimiento está sustentada en una mejora de la demanda externa, condiciones financieras favorables y el impacto de las medidas de política de estímulo adoptadas en los años previos. Por su parte, en 2013 la variación interanual de los precios en la región se ubicaría en 6.1%, levemente mayor a la registrada el año previo (6.0%).

En resumen, las políticas adoptadas en los últimos meses por las autoridades de gobierno de las economías avanzadas lograron disminuir dos de los mayores riesgos para la recuperación mundial, siendo estos una ruptura de la Zona del Euro y un fuerte ajuste fiscal en los Estados Unidos de América a causa del "precipicio fiscal". Sin embargo, ello implica únicamente que se evitó una crisis profunda que pudo haber causado recesión en las economías avanzadas, pero los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial permanecen y están concentrados en mayor medida en tales economías. En ese sentido, sigue privando la posibilidad de una mayor profundización de la crisis en la Zona del Euro, derivada, en parte, de la inestabilidad política en Italia y de la incertidumbre por el programa de rescate financiero de Chipre y su posible contagio a las economías de la periferia de la región. En los Estados Unidos de América y en Japón, la falta de consensos para determinar una política fiscal sostenible de largo plazo no ha permitido generar el ambiente propicio para un crecimiento económico cercano a su potencial.

**Cuadro 4**

Proyecciones de Producto Interno Bruto e Inflación de los socios Comerciales del País (porcentajes)

	PIB			INFLACIÓN (1)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	2.2	1.9	3.0	1.8	1.7	1.8
México	3.9	3.4	3.4	4.0	3.6	3.3
El Salvador	1.6	1.6	1.6	0.8	2.3	2.6
Zona del Euro	-0.6	-0.3	1.1	2.2	1.6	1.4
China	7.8	8.0	8.2	2.5	3.1	3.0
Honduras	3.3	3.3	3.0	5.4	5.9	5.7
<b>Otros socios</b>						
Colombia	4.0	4.1	4.5	2.4	2.4	3.0
Japón	2.0	1.6	1.4	-0.2	0.7	3.6
Brasil	0.9	3.0	4.0	5.8	5.5	4.5
Chile	5.5	4.9	4.6	1.5	3.0	3.0
Perú	6.3	6.3	6.1	2.6	2.1	2.0
Reino Unido	0.2	0.7	1.5	2.6	2.6	2.4
<b>Economías avanzadas</b>	1.2	1.2	2.2	2.0	1.7	2.1
<b>América Latina y el Caribe</b>	3.0	3.4	3.9	5.9	6.1	5.5
<b>Economías de mercados emergentes y países en desarrollo</b>	5.1	5.3	5.7	5.9	5.8	5.5
<b>Mundial</b>	3.2	3.3	4.0	3.9	3.8	3.8
<b>Principales socios</b>	2.8	2.6	3.3	2.3	2.4	2.4

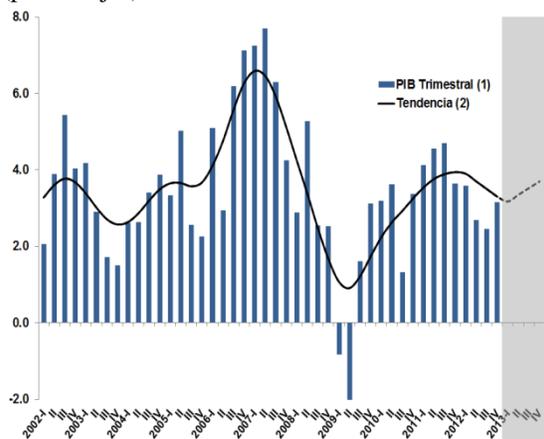
(1) Corresponde a la proyección para diciembre de cada año.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

## II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

### A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

**Gráfica 14**

Producto Interno Bruto Trimestral  
(porcentajes)



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

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

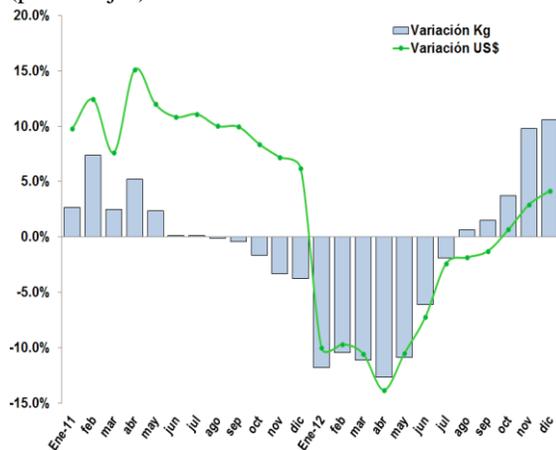
Fuente: Banco de Guatemala.

La actividad económica interna en el cuarto trimestre de 2012 registró un crecimiento interanual de 3.2%, menor al observado en el mismo trimestre del año previo (3.6%), aunque evidencia un proceso de recuperación respecto de los dos trimestres anteriores que, como se ilustra en la gráfica 14, se anticipa continúe en los trimestres siguientes. Vale mencionar que dicho resultado es mayor al previsto por el panel de analistas privados en la encuesta de expectativas económicas de marzo del presente año (3.1%) y es compatible tanto con la estimación de cierre del PIB anual de 2012 (3.0%), como con la previsión de crecimiento económico para el presente año de entre 3.5% y 3.9%.

Este comportamiento estuvo asociado al dinamismo observado tanto en el gasto privado como en el gasto de gobierno; así como por el mayor dinamismo de las actividades económicas, excepto las de transporte, almacenamiento y comunicaciones; y de explotación de minas y canteras.

**Gráfica 15**

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 diciembre de 2012.

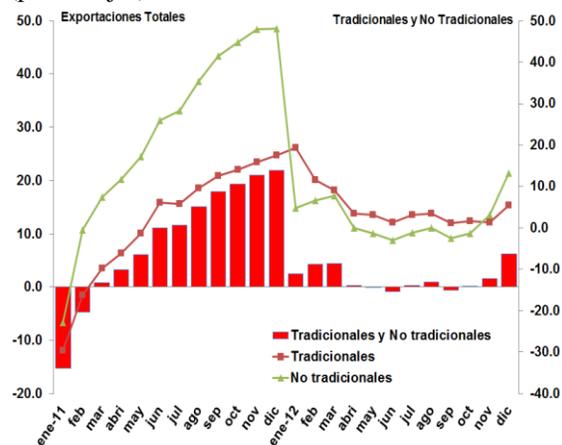
Fuente: Banco de Guatemala.

#### 1. Actividad sectorial

El comportamiento de la actividad económica, medido por el origen de la producción, mostró un mayor dinamismo respecto al cuarto trimestre de 2012 en las actividades económicas siguientes: industrias manufactureras; suministro de electricidad y captación de agua; construcción; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; alquiler de vivienda; y administración pública y defensa. Cabe indicar que dichas actividades explican alrededor de 57% del PIB. Asimismo, las actividades que mostraron un crecimiento positivo, pero menos dinámico que en el cuarto trimestre del año anterior, fueron: agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca y servicios privados. Por otra parte, las actividades que registraron una desaceleración fueron: explotación de minas y canteras y transporte, almacenamiento y comunicaciones.

**Gráfica 16**

Exportaciones Totales, Tradicionales y No Tradicionales (1) (2)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada del volumen.

(2) Con cifras a diciembre de 2012.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Cuadro 5**

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.3	-0.5	6.2	6.7	7.2	6.0	4.4	3.3	5.7
Explotación de Minas y Canteras	0.8	18.8	12.3	31.8	13.6	-12.4	-19.2	-23.3	-29.2
Industria Manufacturera	17.9	5.5	3.5	1.1	2.1	1.5	3.6	3.8	4.4
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.7	3.8	7.5	4.7	6.8	4.0	5.4	8.7	7.7
Construcción	2.9	1.0	1.9	2.0	2.4	-3.7	-1.8	2.9	3.7
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	3.9	5.0	4.9	1.5	3.0	1.3	1.5	4.6
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	2.5	2.5	4.5	9.7	6.6	6.9	0.9	-0.4
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.4	14.3	1.5	3.2	2.8	8.0	12.4	13.7	15.7
Alquiler de Vivienda	10.1	3.1	2.9	2.8	2.8	3.1	3.0	3.1	3.0
Servicios Privados	16.1	3.6	5.0	5.4	3.8	4.5	2.3	2.8	3.2
Administración Pública y Defensa	7.7	5.4	7.7	5.5	2.4	5.9	2.2	6.5	3.1
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		4.1	4.6	4.7	3.6	3.6	2.7	2.5	3.2

(1) Medido por el origen de la producción.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

El mayor dinamismo de la industria manufacturera estuvo explicado por el crecimiento registrado en la producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas; de alcohol etílico; y en la fabricación de productos textiles y prendas de vestir, debido al incremento en la demanda externa de estos bienes. En lo que respecta al suministro de electricidad y captación de agua, destacó el crecimiento observado en la generación de energía eléctrica, resultado del incremento en las exportaciones de energía eléctrica hacia países de la región centroamericana. El crecimiento de la construcción se debió al efecto combinado del crecimiento del indicador de superficie de construcción realizada, tanto de edificaciones residenciales como de edificaciones no residenciales, y de la recuperación de la inversión en obras de infraestructura por parte del sector público. Por su parte, el mayor crecimiento en el

comercio al por mayor y al por menor se asocia al incremento en la demanda interna, debido a un aumento del flujo de bienes comercializados en la economía (provenientes tanto de la producción interna como de importaciones), entre los cuales destacan: vehículos automotores; combustibles y lubricantes; abarrotes; productos farmacéuticos; y, electrodomésticos, entre otros. La evolución positiva de la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se debió al crecimiento en las actividades de bancos y financieras, como consecuencia del mayor dinamismo en la cartera de créditos al sector privado y en las comisiones percibidas por dichas entidades. Con relación al alquiler de vivienda, su comportamiento se asocia al incremento en el número de viviendas terminadas, derivado del aumento que registraron las edificaciones de la actividad construcción. Por su parte, la aceleración que registró la administración pública y defensa estuvo asociada al aumento en el pago de remuneraciones, principalmente, del gobierno central.

En la evolución de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca influyó, principalmente, el menor crecimiento en la producción de cultivos tradicionales, particularmente de café<sup>8</sup> y banano; no obstante, dicho comportamiento fue compensado parcialmente por la mayor producción de cardamomo, cereales, hortalizas y frutas. Vale destacar que esa actividad, aunque registró una tasa de crecimiento en el cuarto trimestre de 2012 menor que la del cuarto trimestre del año previo, en términos trimestrales muestra mayor dinamismo que se evidencia en un mejor desempeño respecto del segundo y tercer trimestres, como se ilustra en el cuadro 5.

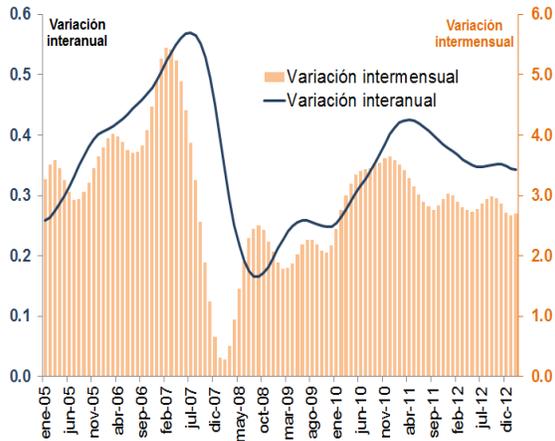
El crecimiento de los servicios privados se asocia al comportamiento registrado en las actividades de hoteles y restaurantes y en las actividades de salud humana (hospitales, médicos, odontólogos y servicios de laboratorio, entre otros). Ese dinamismo, fue moderado en parte por la desaceleración en los

---

<sup>8</sup> En la actualidad, se ha profundizado la preocupación por los daños en los cultivos siguientes: café, papa y tomate; debido a la proliferación de plagas. Se estima que dichos daños no modifican la actual estimación de crecimiento económico para 2013 (3.5%-3.9%), teniendo en cuenta que la participación de los mencionados cultivos en el PIB total no es significativa. En efecto, el café representa 0.8% del PIB total, la papa 0.4% y el tomate 0.3%. Respecto a la participación de dichos cultivos en el sector de Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, los valores son los siguientes: 5.9%, 3.2% y 2.2%, en su orden.

### Gráfica 17

Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE)  
(1) (2) (3)  
(porcentajes)



- (1) Base 2001 = 100.
  - (2) Variación interanual e intermensual.
  - (3) Con cifras a febrero de 2013.
- Fuente: Banco de Guatemala.

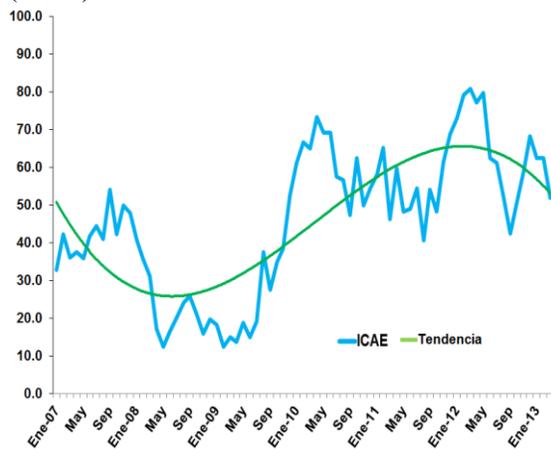
sectores de mantenimiento y reparación de vehículos y enseres personales y domésticos; no obstante, esta actividad muestra también un repunte cuando se evalúa en términos trimestrales.

La contracción en la actividad de explotación de minas y canteras se explicó, principalmente, por la disminución en las actividades de extracción de minerales metálicos y no metálicos; así como por la caída en la extracción de petróleo. Finalmente, el comportamiento negativo del transporte, almacenamiento y comunicaciones, se explica por el menor desempeño que registra la actividad de telecomunicaciones, derivado de la normalización en la demanda interna por servicios digitales asociados a la telefonía móvil.

Con datos a febrero de 2013, la variación interanual de la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) fue de 3.48%, la cual se ha mantenido alrededor de ese nivel desde julio de 2012, como se muestra en la gráfica 17, lo cual anticipa que la actividad económica en los próximos meses podría mantenerse en niveles congruentes con la estimación de crecimiento económico anual del Banco de Guatemala entre 3.5% y 3.9%.

### Gráfica 18

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

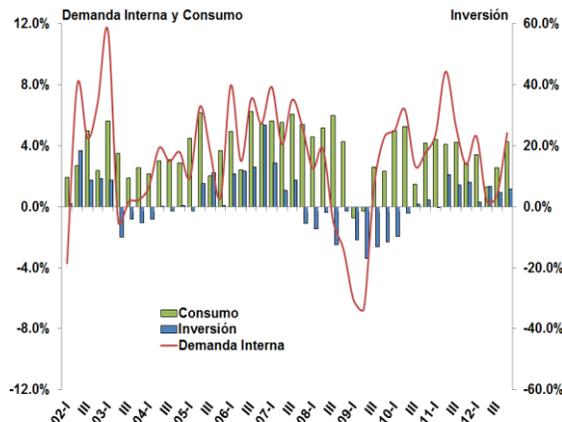


- (1) Con cifras a marzo de 2013.
- Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

Por otra parte, la percepción de los analistas privados a marzo de 2013, respecto al comportamiento de la actividad económica para el presente año, indica un crecimiento del PIB de 3.2%, menor a lo estimado por el Banco de Guatemala. En ese contexto, los analistas encuestados indican que los principales factores que podrían incidir en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en 2013 son: el desempeño de la política fiscal, la evolución del precio internacional del petróleo, la estabilidad en el nivel general de precios, el comportamiento de los precios de los combustibles, los niveles de las tasas de interés (internas y externas) y el fortalecimiento del mercado interno, entre otros. Cabe indicar, que el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a marzo de 2013 se ubicó en 51.86 puntos menor al observado el mismo mes del año anterior (80.77); sin embargo, el índice permanece aún en la zona de expansión (arriba de 50 puntos), lo cual indica que los analistas encuestados esperan

### Gráfica 19

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

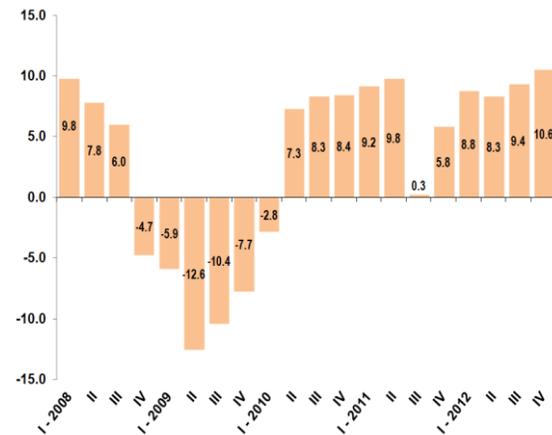


(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica 20

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



(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

una mejora en la actividad económica en los próximos seis meses, aunque más moderada de lo que previeron a inicios de año.

## 2. Demanda agregada

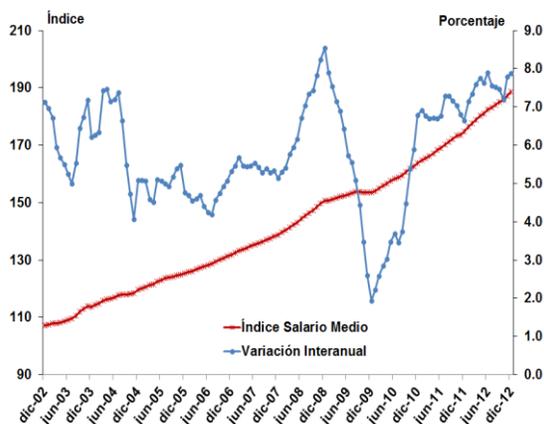
En el cuarto trimestre de 2012, la tasa de crecimiento del gasto de consumo privado (3.2%) registró mayor dinamismo respecto al mismo trimestre del año previo (2.8%), resultado que se asocia, principalmente, al aumento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliario (como alimentos y bebidas; combustibles y lubricantes; productos y servicios de salud; vehículos automotores; repuestos y accesorios para vehículos; electrodomésticos; y servicios de hotelería y restaurantes). El gasto de consumo de las familias continuó siendo apoyado, principalmente, por el comportamiento positivo del ingreso de divisas por remesas familiares, el ritmo de crecimiento de los salarios medios y número de trabajadores afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (10.6%, 7.9% y 4.1% a diciembre de 2012, respectivamente). Asimismo, vale mencionar que el crédito bancario al sector privado destinado al consumo siguió creciendo a dos dígitos (alrededor de 19% a marzo de 2013), lo cual también incide positivamente en el gasto de consumo privado.

En cuanto al gasto de consumo del gobierno central, éste registró en el cuarto trimestre de 2012 una variación de 12.1%, superior a la observada en el mismo trimestre del año previo (3.9%), que se explica, fundamentalmente, por el incremento en la compra de bienes y servicios.

Por su parte, la inversión registró un crecimiento de 5.7% en el último trimestre de 2012, comportamiento menos dinámico que el observado en el cuarto trimestre de 2011 (7.9%), pero superior al crecimiento observado en el primer y tercer trimestres de 2012 (1.5% y 4.6%, en su orden). Este resultado se asocia al crecimiento de la inversión en bienes de capital de origen importado, principalmente de maquinaria y equipo destinados para las actividades de telecomunicaciones y construcción, aunque en niveles inferiores a los del cuarto trimestre del año previo.

## Gráfica 21

Salario Medio de los Afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (1) (2) (3)  
(índice y porcentajes)



- (1) Índice: Diciembre 2001 = 100.  
(2) Variación interanual.  
(3) Con cifras a diciembre de 2012.  
Fuente: Banco de Guatemala e IGSS.

## Cuadro 6

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Demanda Interna</b>		4.7	8.9	5.3	2.8	4.6	0.4	0.7	4.8
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.4	4.3	3.3	4.3	2.8	3.3	1.4	1.7	3.2
Gasto de Gobierno Central	11.0	5.5	9.8	3.4	3.9	4.0	0.9	9.3	12.1
Formación Bruta de Capital Fijo	14.6	-0.1	10.6	7.1	7.9	1.5	6.6	4.6	5.7
<b>Demanda Externa</b>		10.7	54.9	19.6	-10.2	20.4	-6.7	-22.3	19.1
Exportaciones de bienes y servicios	25.8	3.2	-1.4	9.0	2.1	-0.5	0.1	7.1	2.5
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.8	5.0	12.1	12.5	-1.3	4.9	-2.1	-3.2	6.7
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		4.1	4.6	4.7	3.6	3.6	2.7	2.5	3.2

- (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.

Las exportaciones de bienes y servicios mostraron en el cuarto trimestre un crecimiento de 2.5%, mayor al observado en el mismo trimestre de 2011 (2.1%); explicado por el mejor desempeño de las exportaciones de cardamomo, melón, productos textiles y prendas de vestir. Cabe indicar que dicho comportamiento fue moderado, en parte, por el menor desempeño en el volumen exportado de café, azúcar y banano.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, éstas mostraron un crecimiento de 6.7%, el cual contrasta notablemente con el resultado registrado en el cuarto trimestre de 2011 (-1.3%). El mayor dinamismo estuvo asociado al incremento en el volumen de importación de materias primas y productos intermedios para agricultura; combustibles y lubricantes; materiales de construcción; y, bienes de capital para la agricultura y para el transporte.

### **RECUADRO 3**

#### **CAMBIO DE AÑO BASE Y ACTUALIZACIÓN DEL DIRECTORIO NACIONAL DE EMPRESAS Y SUS LOCALES (DINEL)**

En el marco del Plan Estratégico Institucional 2011-2015, el Banco de Guatemala inició el Proyecto de Cambio de Año Base del Sistema de Cuentas Nacionales y la adopción del Manual del Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN2008), con el objetivo de adoptar las mejores prácticas internacionales en la materia. La primera fase de dicho proyecto requiere la “Actualización del Directorio Nacional de Empresas y sus Locales” (DINEL 2013), cuyo levantamiento de información se realizará entre febrero y agosto de 2013, a 65,000 empresas ubicadas en las ocho regiones del país.

**a. ¿Por qué es necesario el Cambio de Año Base (CAB)?**

De acuerdo con las mejores prácticas internacionales, el año base de las cuentas nacionales debe ser actualizado en periodos no mayores a 10 años, con el objeto de mantener una apropiada medición de la estructura productiva.

**b. ¿Qué es el DINEL?**

Es un marco general de referencia (listado) de empresas y sus locales, que operan en todos los centros productivos del país, clasificado por las actividades económicas siguientes:

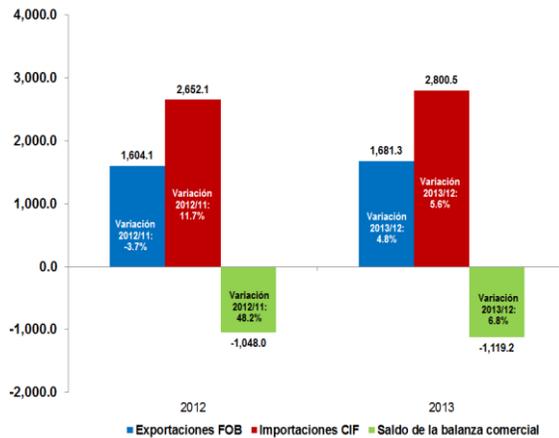
- Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca
- Explotación de minas y canteras
- Industria manufacturera
- Suministro de electricidad y captación de agua
- Construcción
- Comercio al por mayor y al por menor
- Transporte, almacenamiento y comunicaciones
- Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares
- Alquiler de vivienda
- Servicios privados
- Administración pública y defensa

El DINEL servirá como plataforma de los marcos muestrales para las encuestas económicas, que sirven a su vez de insumo para cuantificar la actividad económica del país. La información que se estará solicitando a los establecimientos con fines de lucro (empresas) y/o establecimientos sin fines de lucro, en las ocho regiones del país, es la siguiente: los datos generales de las empresas (razón social, nombre comercial, dirección y teléfono); registros administrativos (número de identificación tributaria y número patronal del IGSS); la actividad de la empresa (actividad principal y secundaria; producto y/o productos principales y secundarios; insumos necesarios); transacciones realizadas con el exterior (importaciones y exportaciones); personal ocupado; rango de ventas; y principal fuente de ingresos de la institución (exclusivamente para los establecimientos sin fines de lucro).

Fuente: Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, Banco de Guatemala.

**Gráfica 22**

**Balanza Comercial de Bienes (1)**  
(millones de US Dólares)



(1) A febrero de cada año.

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

## B. COMERCIO EXTERIOR

El comercio exterior de Guatemala durante los primeros dos meses del año mostró un comportamiento más dinámico respecto de la desaceleración observada en 2012 (asociada, fundamentalmente, a la reducción en los precios medios de exportación e importación) en congruencia con la mejor perspectiva prevista para el desempeño del comercio mundial en 2013 de 3.3% (2.0% en 2012) por parte de la Organización Mundial de Comercio (OMC).

A febrero de 2013, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró una variación interanual de 4.8%, en tanto que el valor de las importaciones de bienes CIF aumentó 5.6%, consistente con las estimaciones previstas para fin de año de 8.5% y 10.0%, en su orden. Como resultado, la balanza comercial mostró un déficit de US\$1,119.2 millones, mayor en US\$71.2 millones (6.8%) al déficit registrado en el mismo periodo del año anterior (US\$1,048.0 millones).

El mejor desempeño de las exportaciones FOB está asociado al incremento en el volumen exportado (35.2%) ante una mayor demanda externa. No obstante, las exportaciones crecieron 5.6% en términos de valor, debido a que se registró una caída en el precio medio de las mismas por alrededor de 23.0%.

Entre los principales productos exportados destacan, en su orden, los artículos de vestuario; azúcar; café; piedras y metales preciosos y semipreciosos; y frutas frescas, secas o congeladas.

En cuanto al valor de las exportaciones de artículos de vestuario y frutas frescas, secas o congeladas, éstas evidenciaron incrementos importantes, asociados a la mayor demanda proveniente de los Estados Unidos de América. Las exportaciones de azúcar mostraron un leve aumento (0.3%), debido a que el incremento en el volumen exportado (13.0%) fue contrarrestado, en buena medida, por la reducción en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasó de US\$25.88 a US\$23.05 (caída de 10.9%). De acuerdo con algunas agencias especializadas, el comportamiento observado en el precio

internacional del edulcorante responde a mejores condiciones climáticas para la producción de azúcar en Brasil, que ha aumentado la oferta a nivel mundial.

Por su parte, el valor de exportaciones de café disminuyó 37.3%, como resultado de la reducción tanto del volumen exportado como del precio medio de exportación. La menor cantidad de quintales exportados, estuvo asociada, principalmente, a los daños en las cosechas ocasionados por la plaga del hongo de la roya, ante la cual, la Asociación Nacional del Café (Anacafé) prevé que la producción de la temporada 2012/13 se contraerá en alrededor de 15.0%. En lo que respecta a la reducción del precio medio de exportación, ésta se debe a una menor demanda por parte de la Unión Europea, principal consumidor a nivel mundial, como resultado de la recesión económica que afecta a los países que conforman la Zona del Euro, así como por una mayor producción en Brasil. Asimismo, las ventas al exterior de piedras y metales preciosos y semipreciosos registraron una disminución de 23.8%, debido a una menor extracción de minerales metálicos, particularmente de oro y plata en la Mina Marlin.

El comportamiento de las importaciones a febrero (5.6%), estuvo determinado por incrementos en el volumen y precio medio 3.2% y 2.3%, respectivamente. En dicho resultado, incidieron, en mayor medida, los incrementos en las importaciones de Combustibles y Lubricantes por 10.2%; de Bienes de Capital por 8.3%; de Materias Primas y Productos Intermedios por 5.3%; y de Bienes de Consumo por 1.6%. Las importaciones de Materiales de Construcción registraron una disminución de 1.6%.

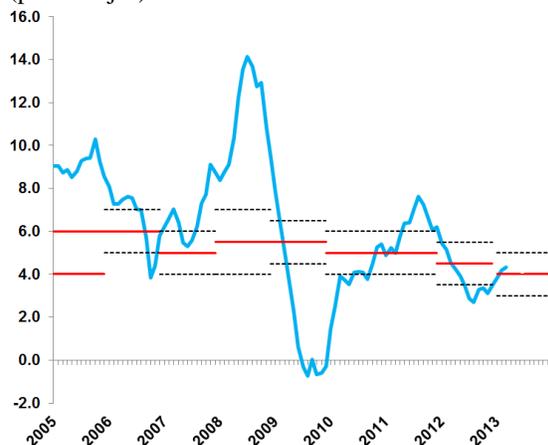
## **C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA**

### **1. Evolución reciente de la inflación**

La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a marzo de 2013 se situó en 4.34%, ligeramente por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto

### Gráfica 23

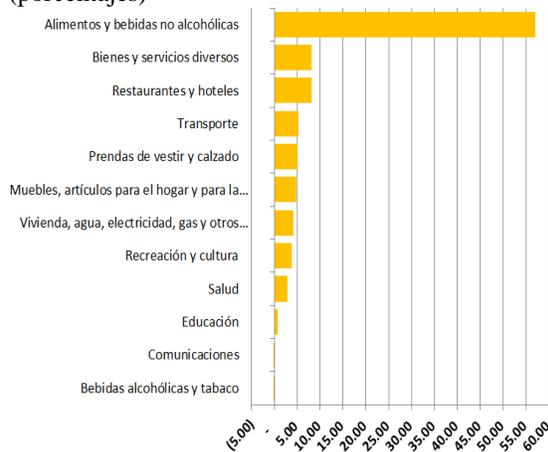
#### Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



(1) Variación del índice del mes en examen respecto al mismo mes del año anterior, con información a marzo de 2013.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

### Gráfica 24

#### Impacto Promedio por División de Gasto en el Ritmo Inflacionario Total Primer Trimestre de 2013 (porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

porcentual). Durante el primer trimestre del año se siguió observando la tendencia al alza en el ritmo inflacionario iniciada en septiembre de 2012, la cual se asocia, por una parte, a la reversión gradual de factores temporales que provocaron reducciones en el ritmo inflacionario el año pasado, dentro de los que destaca las importantes disminuciones observadas en el precio interno del gas propano, las cuales fueron atribuidas a estrategias de competencia vía precio por parte de las principales distribuidoras de dicho bien en el país y a disminuciones en las gasolinas y el diésel y, por la otra, al mayor dinamismo de la actividad económica, particularmente desde el último trimestre de 2012, como lo evidencia el comportamiento de la inflación subyacente.

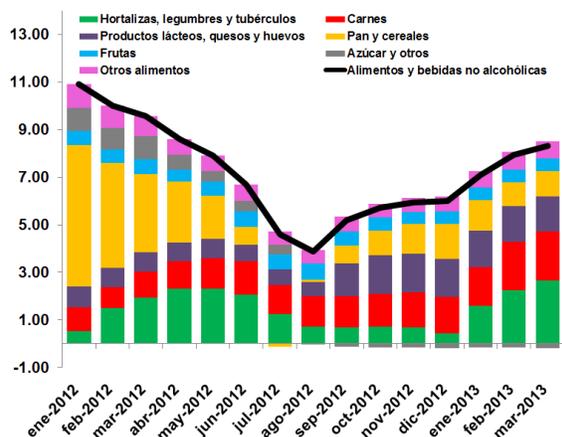
En el comportamiento de la inflación por división de gasto incidió, principalmente, la evolución de las divisiones de gasto *alimentos y bebidas no alcohólicas; restaurantes y hoteles; bienes y servicios diversos; y transporte* las que en conjunto explican el 78.93%<sup>9</sup> de la inflación total promedio registrada en el primer trimestre. En términos interanuales, la división de gasto *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró, en promedio, un alza en el presente trimestre, luego que durante el periodo de agosto a diciembre de 2012, sus tasas de variación fueran negativas.

La división de gasto de *alimentos y bebidas no alcohólicas* registró a marzo una variación interanual de 8.31%, y su tendencia ha sido hacia el alza desde septiembre del año previo, mostrando una tasa de crecimiento mayor en el presente trimestre. Dicha división de gasto explicó 57.14% de la inflación promedio del trimestre y los principales grupos de gasto que incidieron dicho comportamiento fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; las Carnes; los Productos lácteos, quesos y huevos; el Pan y cereales; y las Frutas. En el caso de las Hortalizas, legumbres y tubérculos, este grupo de gasto fue afectado por el incremento en el precio medio del tomate, la cebolla y la papa, derivado de una reducción en su oferta, la cual se explica por

<sup>9</sup> La inflación interanual promedio del período del primer trimestre se situó en 4.13% y las divisiones de gasto indicadas explicaron 3.26 puntos porcentuales de dicho promedio, equivalente a 78.93%.

### Gráfica 25

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

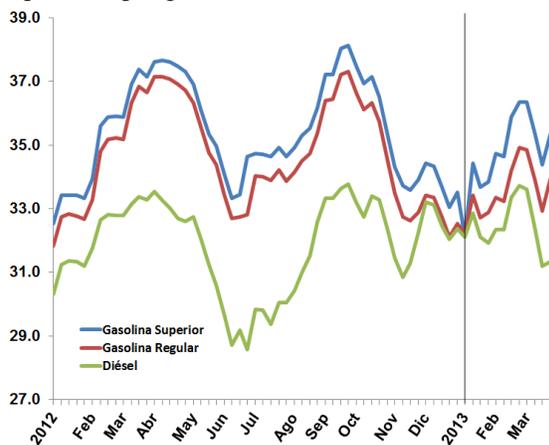


(1) Variación interanual e impactos por grupo de gasto, con información a marzo de 2013.

Fuente: Cálculos propios con información del INE.

### Gráfica 26

Precios de los Combustibles en el Área Metropolitana de Guatemala (1)  
(quetzales por galón)



(1) Con información a marzo de 2013.

Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

factores estacionales, así como por daños a la producción por plagas, particularmente de la papa, y por el incremento en la demanda externa que presionó el precio al alza, según información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA).

En lo que respecta al grupo de gasto Carnes, los problemas en la oferta disponible en el mercado interno para la carne de res, continuaron presionando hacia el alza al precio durante el presente trimestre, dado que al parecer aún no se ha contraído la demanda<sup>10</sup>, registrando las mayores tasas de variación interanual desde 2002<sup>11</sup>. Con relación a los Productos lácteos, quesos y huevos, el incremento observado se atribuye al alza registrada en el precio medio de los huevos desde septiembre de 2012, la cual se asocia al aumento en el precio internacional del maíz amarillo (principal materia prima para la elaboración de concentrados utilizados en la alimentación de aves de corral).

El grupo de gasto Pan y cereales ha tenido una incidencia importante en lo que va del año, como resultado de los incrementos observados en los precios del pan y, en menor medida, de los productos de tortillería. En el caso del pan, el aumento obedece al alza registrada en el precio internacional del trigo durante 2012, el cual a pesar de haberse moderado recientemente todavía permanece alto; mientras que los precios de los productos de tortillería han aumentado a un ritmo menor.

La división de gasto *restaurantes y hoteles*, observó a marzo una tasa de variación interanual de 3.59% y explicó alrededor del 8.23% de la inflación total promedio en el trimestre. Dicha división de gasto fue influenciada por el incremento en los precios medios de los gastos básicos Almuerzo consumido fuera del hogar<sup>12</sup>, Desayuno consumido fuera del hogar; y Otras comidas consumidas fuera del hogar; los cuales fueron afectados por las alzas registradas en los precios de varios rubros de los alimentos y

<sup>10</sup> Se esperaría un efecto sustitución por otro de tipo de carnes, cuyos precios actuales son más bajos (pollo, cerdo y pescado).

<sup>11</sup> Desde finales de 2011, los problemas de oferta de ganado en México provocaron que el precio de la carne en ese país observara un alza importante, situación que afectó al mercado guatemalteco ya que, según información del MAGA, parte de la producción de ganado pudo haberse desviado al vecino país por registrar precios más atractivos; se considera que dicha situación sigue privando a la fecha.

<sup>12</sup> Este gasto básico es el que tiene la mayor ponderación dentro de la canasta del IPC (4.72%).

por el alza en el precio medio del gas propano.

Con relación a la división de gasto de *bienes y servicios diversos*, ésta presentó a marzo un ritmo de 4.71% y, entre enero y marzo de 2013, explicó el 8.23% de la inflación total promedio, como resultado del incremento en los gastos básicos champú, jabón, desodorantes, pastas dentales y papel higiénico<sup>13</sup>.

La división de gasto *transporte* registró a marzo de 2013 una variación interanual de 1.17% y explicó el 5.33% de la inflación promedio de enero a marzo. El comportamiento de esta división de gasto está asociado a la evolución del precio de las gasolinhas y el diésel, los cuales observan un incremento en esta primera parte del año; reflejo del comportamiento del precio internacional de petróleo que ha mostrado una tendencia al alza debido al incremento en la demanda mundial, así como a factores geopolíticos en Oriente Medio; asimismo, como se citó, el hecho de que un poco más de un tercio de las refinerías a nivel mundial se encuentren fuera de operación, ha presionado al alza el precio de los refinados de petróleo.

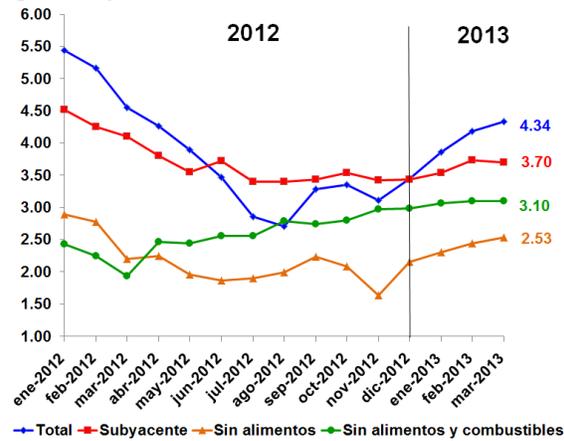
La división de gasto de *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, observó a marzo una tasa de variación de 2.93% y explicó 4.12% de la inflación promedio de enero a marzo. Vale indicar que durante el primer semestre de 2012 y dos meses del segundo semestre, registró tasas de variación negativas, lo cual contribuyó a moderar el comportamiento del IPC en ese periodo, para luego iniciar un proceso de alzas desde noviembre de 2012. El comportamiento de esta división de gasto se explica por el incremento observado en el precio medio del cilindro de gas propano de 25 libras (registrado desde noviembre de 2012), por el alza en el precio del servicio de energía eléctrica, asociado al aumento en la tarifa no social del pliego tarifario vigente para el trimestre febrero-abril de este año y a la reducción en diciembre de 2012 del subsidio que proporciona el Instituto Nacional de Electrificación (INDE), pero con impacto en el ritmo inflacionario

---

<sup>13</sup> Históricamente, esta división de gasto no había tenido incidencia significativa en el comportamiento del ritmo inflacionario total; sin embargo, la evolución en conjunto de los gastos básicos antes mencionados hicieron que ésta fuera relevante en el primer trimestre del presente año.

## Gráfica 27

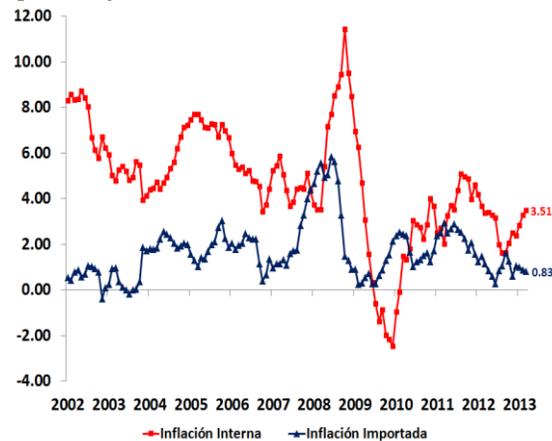
Ritmo Inflacionario Total y Otras Medidas de Inflación (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2013.  
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

## Gráfica 28

Composición del Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual, datos preliminares a marzo de 2013.  
Fuente: Elaboración propia con base en información del INE.

a partir de enero de este año.

Con relación a otras medidas de inflación, la inflación subyacente, luego de un periodo de varios meses de relativa estabilidad en 2012 en torno a 3.50%, registró en marzo de 2013 una variación interanual de 3.70% y ha venido mostrando una tendencia al alza desde diciembre de 2012, lo cual puede atribuirse a factores de demanda, en virtud del mayor dinamismo de la actividad económica registrado en el último trimestre de ese año. En cuanto a otras medidas de inflación subyacente (ver gráfica 27), éstas también presentan una tendencia al alza, en particular, la que excluye de su composición los gastos básicos relacionados a los alimentos y bebidas no alcohólicas. En lo que respecta a la inflación importada, durante el primer trimestre del año se ha registrado una disminución asociada, principalmente, a la moderación del precio de las gasolineras y diésel, por lo que, como se puede observar en la gráfica 28, la mayor parte del ritmo inflacionario total se explica por la inflación interna.

El análisis de la inflación se complementa con el análisis de los bienes y servicios transables y no transables<sup>14</sup>, dado que éstos últimos, en teoría, no se ven afectados por choques de oferta externos, por lo que su comportamiento refleja, en alguna medida, las presiones inflacionarias que se generan por el lado de la demanda interna, mientras que los primeros reflejan básicamente los cambios en precios relativos, derivados de los citados choques de oferta. En ese sentido, la inflación de bienes y servicios transables continúa con la tendencia al alza observada desde diciembre del año anterior; mientras que la inflación de bienes no transables ha permanecido relativamente estable desde abril de 2012, aunque alta (ver gráfica 29).

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

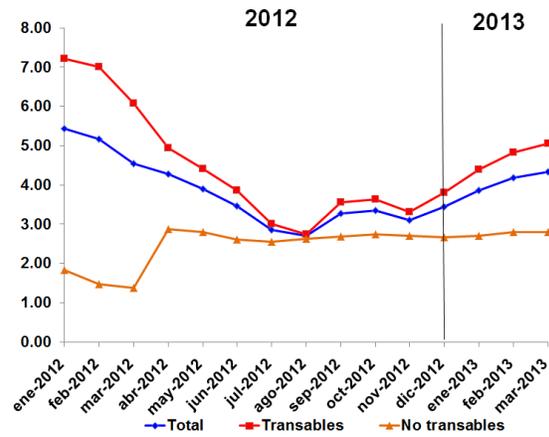
### a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de corto plazo revelan que la inflación

<sup>14</sup> Los bienes y servicios no transables son aquellos que no se importan o exportan. Para el cálculo de la inflación de no transables, de la canasta del Índice de Precios al Consumidor se excluyen 69 bienes y servicios que se consideran como no transables (32.8% del IPC), por lo que el resto de bienes y servicios de dicha canasta se consideran como transables (67.2%).

### Gráfica 29

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

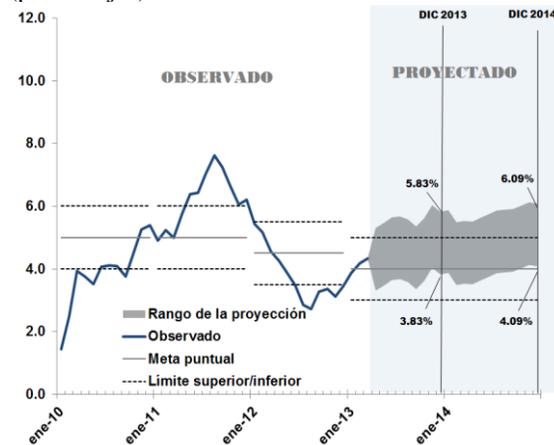


(1) Variación interanual, con información a marzo de 2013.  
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

total continuaría revirtiendo la tendencia a la baja observada en la mayor parte de 2012 y que alcanzaría un valor de entre 3.83% y 5.83% para diciembre de 2013 y un valor de entre 4.09% y 6.09% para diciembre de 2014. Durante el horizonte de pronóstico, se prevé que la inflación total estaría ubicándose entre el punto central y por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual) establecida por la autoridad monetaria. Estos pronósticos son pasivos, es decir, no incorporan medidas de política monetaria, lo cual implica que en la medida que se adopten las medidas necesarias, la inflación observada tendería a converger a su meta de mediano plazo.

### Gráfica 30

Ritmo Inflacionario Total (porcentajes)



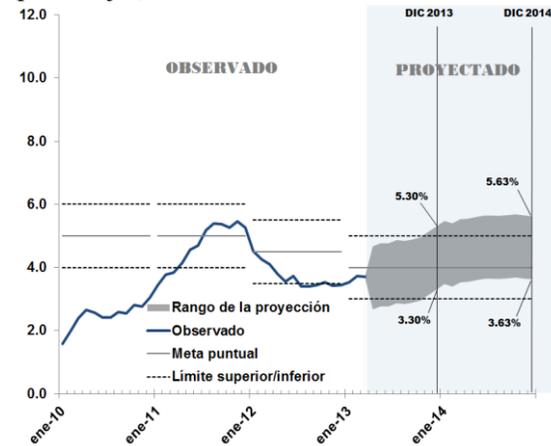
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

Los pronósticos de corto plazo para la inflación subyacente apuntan a que, en la mayor parte de 2013, dicha variable estaría ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo, aunque no se descarta que podría ubicarse levemente por encima del límite superior de dicha meta, al alcanzar un valor entre 3.30% y 5.30% para diciembre de 2013 y de 3.63% y 5.63% para diciembre de 2014.

El pronóstico de inflación total se explica por los factores siguientes: 1) se anticipan incrementos de precios en los productos que forman parte del rubro de alimentos, influenciados por el aumento en el precio de la carne de res, el cual en febrero de 2013 presentó su mayor variación intermensual desde 2005. Se prevé que el alza en el precio medio del tomate observado en febrero y marzo se revierta en un periodo de dos a tres meses; 2) se anticipan incrementos de precios en los rubros de alimentos consumidos fuera del hogar (desayunos, almuerzos y cenas), debido al alza en el precio del gas propano, las verduras y la carne de res, entre otros; 3) se prevén alzas en los precios de maíz y frijol, de acuerdo a la estacionalidad en la producción de dichos granos; sin embargo, para el caso del maíz se considera que no se registrarían incrementos tan altos como los observados durante 2011; 4) en lo relativo a los precios de las gasolinas y el diésel, se anticipa una reducción en los mismos en el corto plazo asociado a factores estacionales; 5) se estima que el precio del gas propano

**Gráfica 31**

Ritmo Inflacionario Subyacente  
(porcentajes)



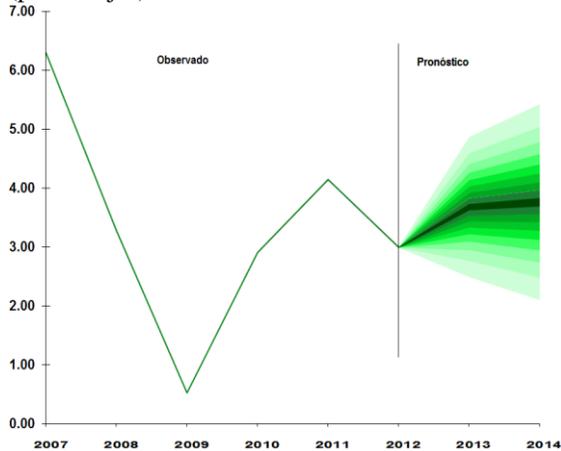
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

continuaría aumentando durante los próximos meses, previendo que alcance los niveles similares a los observados en 2011, año en el que inició la reducción de precios en el mercado local; y 6) existe la expectativa de que el clima no sería un factor determinante en la inflación durante este año, ya que de acuerdo al Instituto Nacional de Sismología, Vulcanología, Meteorología e Hidrología (Insivumeh) se anticipa un invierno dentro de los parámetros normales en el país, por lo que la producción de hortalizas y verduras no se vería afectada.

En cuanto al pronóstico de inflación subyacente se tomaron en cuenta los aspectos siguientes: 1) el incremento estacional en los precios del rubro de alimentos, debido principalmente a factores de oferta; 2) se espera que los productos que históricamente registran mayor volatilidad mantengan dicho comportamiento, no afectando sustancialmente la trayectoria esperada de la inflación subyacente; 3) se estima que las presiones inflacionarias provenientes de los precios internacionales del petróleo, maíz y trigo se mantendrán contenidas en el corto plazo; y 4) se seguirán registrando presiones por el lado de la demanda, asociadas al mayor dinamismo previsto en la actividad económica. Las gráficas 30 y 31 muestran la trayectoria del rango de proyecciones de inflación de corto plazo, las cuales, como se indicó, suponen un escenario sin medidas de política monetaria (escenario pasivo).

**Gráfica 32**

Pronóstico de la Tasa de Crecimiento Económico  
(porcentajes)



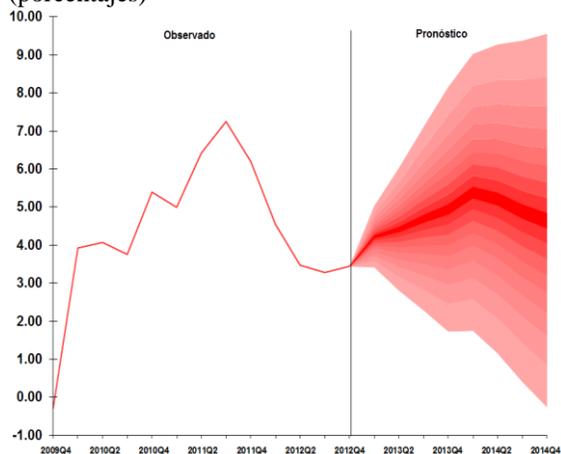
Fuente: Banco de Guatemala.

### b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo son generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), asumiendo un escenario activo que incorpora medidas futuras de política monetaria. En ese sentido, el corrimiento mecánico de dicho modelo, efectuado en marzo de 2013, pronostica que la inflación registrará una trayectoria ascendente a lo largo del presente año, la cual continuaría hasta el primer trimestre de 2014, previendo que, a partir del segundo trimestre de ese año, la inflación inicie una trayectoria descendente y se acerque a la meta de inflación, en respuesta a los incrementos en la tasa de interés líder de la política monetaria previstos en el horizonte de pronóstico. La tendencia a

**Gráfica 33**

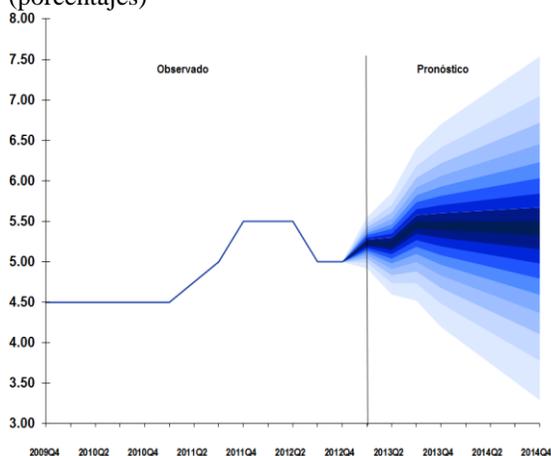
Pronóstico de la Tasa Interanual de Inflación (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 34**

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



Fuente: Banco de Guatemala.

alza de la inflación en 2013 se asocia, fundamentalmente, a la corrección de algunos choques de oferta desinflacionarios observados en 2012 y al mayor dinamismo de la actividad económica interna prevista para 2013.

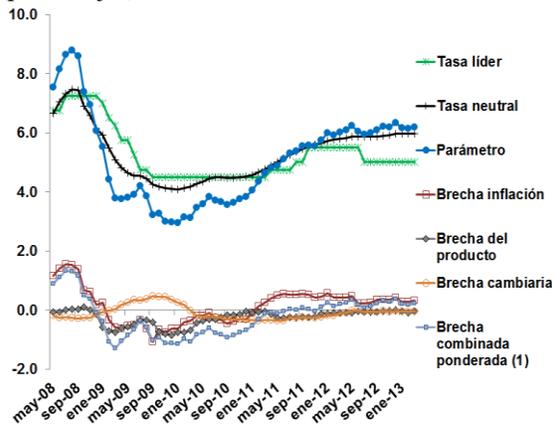
De conformidad con los resultados del MMS se espera que la inflación se sitúe en 5.08% a finales de 2013, valor que se encuentra ligeramente por arriba del límite superior de la meta de inflación (4.0 % +/- 1 punto porcentual), mientras que para finales de 2014 se estima que se ubique en 4.85%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta. No obstante, dichos pronósticos de inflación se encuentran condicionados a aumentos en el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria durante el horizonte de pronóstico. Cabe indicar que los pronósticos actuales se revisaron al alza con respecto a los resultados del corrimiento del MMS en diciembre de 2012 (4.81% para finales de 2013 y 4.55% para finales de 2014).

Dado lo anterior, la trayectoria pronosticada para la tasa de interés de política monetaria sugiere restringir moderadamente la postura de la política monetaria mediante alzas graduales en dicha tasa hasta alcanzar un valor de 5.50% en el tercer trimestre de 2013 y mantenerla en ese nivel en el resto del horizonte de pronóstico; ello, con el objeto de que la inflación observada converja hacia la meta de inflación de mediano plazo.

El escenario considerado como base para la proyección de las variables macroeconómicas relevantes del MMS, refleja los eventos que se consideran con mayor probabilidad de ocurrencia. No obstante, existen ciertos riesgos asociados al panorama económico externo e interno que, de materializarse, tendrían un efecto sobre el comportamiento pronosticado para la inflación y, por tanto, sobre las medidas futuras de política monetaria. Por un lado, los factores que estarían modificando hacia el alza la trayectoria prevista para la inflación en el corrimiento actual son los siguientes: i) un mayor dinamismo de la actividad económica interna respecto de lo estimado asociado, fundamentalmente, a un crecimiento más robusto del crédito bancario al sector privado; ii) un mayor crecimiento en el precio internacional de los alimentos,

**Gráfica 35**

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

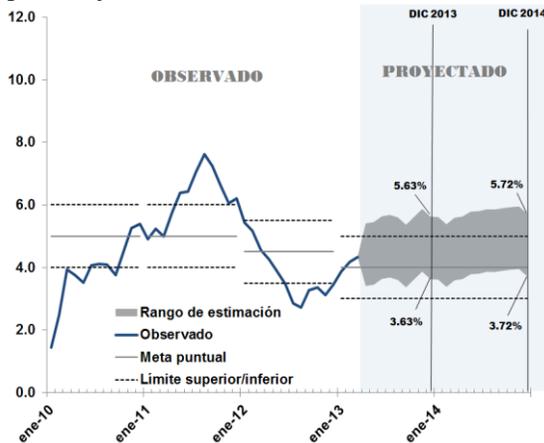


(1) Se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 36**

Expectativas de Inflación (1) (porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE), marzo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

resultado de condiciones climáticas adversas (aun cuando se ha descartado la ocurrencia del fenómeno climático conocido como El Niño) o de un aumento en la demanda de estos productos por parte de economías emergentes (particularmente de China o de India); y iii) un incremento en el precio internacional del petróleo como consecuencia de tensiones geopolíticas en Oriente Medio, el cual se trasladaría a los precios internos. Por otro lado, los riesgos que implicarían una proyección más baja de inflación se encuentran asociados a: i) un deterioro significativo del ritmo de crecimiento económico mundial, en particular el de nuestros principales socios comerciales; y ii) una disminución en el precio de los *commodities*, principalmente del petróleo, la cual reduciría la inflación proyectada.

De manera complementaria, el análisis del comportamiento de la tasa de interés parámetro<sup>15</sup> durante el primer trimestre del año continúa sugiriendo una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva, como resultado de posibles presiones inflacionarias provenientes de una brecha de inflación que se mantiene positiva, compensada parcialmente por las brechas del producto y del tipo de cambio nominal, las cuales se encuentran en área negativa aunque muy cercanas a cero. Vale indicar que la tasa de interés líder de la política monetaria se sitúa dentro del margen de tolerancia estimado con dos desviaciones estándar de la tasa de interés parámetro.

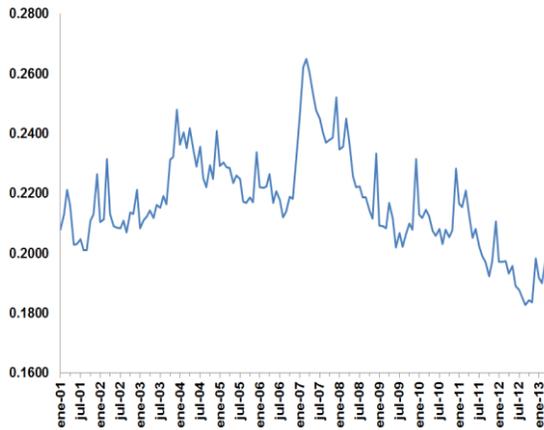
### c) Expectativas de inflación

Los resultados de las Encuestas de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, realizadas durante el primer trimestre de 2013, reflejan que las expectativas del Panel de inflación de corto y mediano plazos podrían ubicarse por encima de los respectivos límites del margen de tolerancia de la meta de inflación. Los resultados a marzo sitúan la expectativa de inflación para diciembre de 2013 en un rango entre 3.63% y 5.63%; mientras que para diciembre de 2014 en un rango entre 3.72% y 5.72%. En ambos casos, los límites inferior y superior de

<sup>15</sup> Es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto, así como de un ajuste por tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés que deberían de privar para ser compatibles con la meta de inflación.

### Gráfica 37

Coefficiente de Preferencia de Liquidez (1)

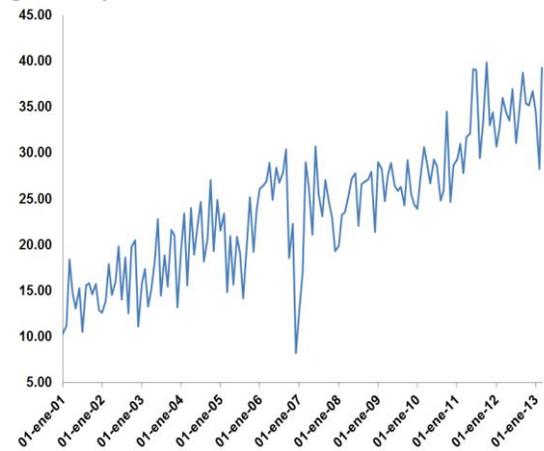


(1) Corresponde a la razón del numerario en circulación y los depósitos totales y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario. Datos al 31 de marzo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica 38

Efectivo en Cajeros Automáticos (1)  
(porcentajes)



(1) Proporción del efectivo en cajeros automáticos respecto del total de la caja de los bancos del sistema. Datos al 31 de marzo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

las expectativas del Panel se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación. A criterio del Panel, entre los factores que tienen una mayor incidencia en sus expectativas se encuentran: el comportamiento de los precios internacionales del petróleo, de los combustibles y de las materias primas; en menor medida, destaca el desempeño de la política fiscal.

### 3. Variables informativas de la política monetaria

#### a) Agregados monetarios y de crédito

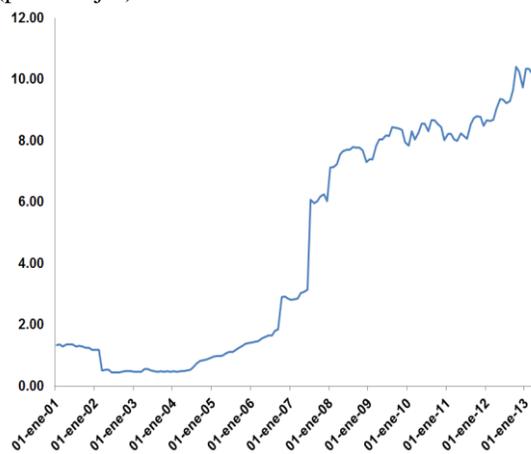
En el primer trimestre de 2013, los principales agregados monetarios han evidenciado un comportamiento dinámico, por una parte, los medios de pago mantuvieron una tendencia positiva que refleja un mayor dinamismo respecto del observado el año previo y, por la otra, el crédito bancario al sector privado sigue exhibiendo tasas de crecimiento de dos dígitos. La emisión monetaria registra un comportamiento moderado que es congruente con su estacionalidad, pero anticipa que aumente hacia finales del año. El comportamiento de dichos agregados es consistente con la previsión de una mayor actividad económica respecto del año pasado.

#### Emisión monetaria

En cuanto a la emisión monetaria, el menor dinamismo observado en la variación interanual se asocia tanto a factores de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, destacan factores como la disminución del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, el cual ha registrado durante los últimos diez años una tendencia a la baja importante (ver gráfica 37). Vale indicar que la reducción en el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público responde, en buena parte, a las innovaciones financieras implementadas por el sistema financiero local, destacando una importante utilización de los cajeros automáticos y de las tarjetas de crédito como medio para llevar a cabo sus transacciones. Este se convierte en un factor estructural que podría estar ejerciendo una presión a la baja en la demanda de emisión monetaria, debido a que por motivo transacción (asociado al dinero en efectivo que es necesario para efectuar operaciones de compra-venta) la demanda de activos líquidos por parte de los

### Gráfica 39

Tarjetas de Crédito (1)  
(porcentajes)



(1) Proporción de los préstamos concedidos por medio de tarjeta de crédito respecto del medio circulante. Datos al 31 de marzo de 2013.

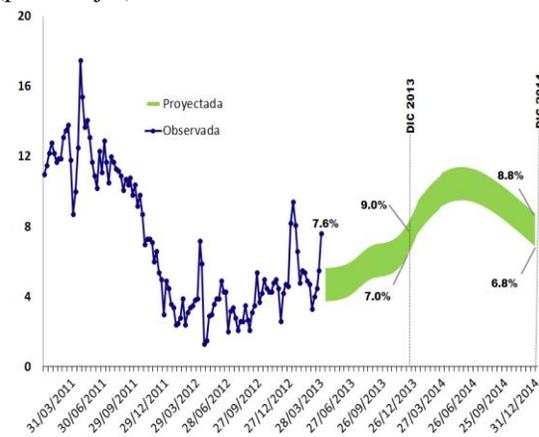
Fuente: Banco de Guatemala.

agentes económicos disminuiría, dado que tienen a su disposición otros medios de pago.

En ese contexto, a principios de 2001, la proporción de billetes mantenidos en los cajeros automáticos respecto de la caja de bancos (efectivo mantenido en bóvedas) ascendía a 10.3%; mientras que para marzo de este año dicha proporción registra 39.2% (ver gráfica 38). Por su parte, la proporción de la caja de bancos respecto del total de la emisión monetaria al finalizar el primer trimestre de 2013, representa 15.6%; mientras que a principios de 2001 fue de 10.6%. Por ello, se infiere que la mayor disponibilidad de efectivo mediante las redes de cajeros automáticos reduce los costos de transacción de retirar efectivo y contribuye a reducir la cantidad de billetes y monedas demandados por los agentes económicos, como se indicó, para realizar transacciones.

### Gráfica 40

Emisión Monetaria (1)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual. Datos al 31 de marzo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

Por otra parte, las tarjetas de crédito también han cobrado mayor participación como instrumento para realizar las transacciones de los agentes económicos, es decir, como medio de pago<sup>16</sup>. En efecto, al analizar el comportamiento del crédito concedido por medio de tarjetas de crédito y al compararlo con el total de medio circulante se puede observar que desde enero de 2001 hasta el último trimestre de 2006, el crédito concedido por medio de tarjetas de crédito en moneda nacional representaba, en promedio, menos de 1.0% del medio circulante. Desde ese último periodo, dicha proporción evidencia una tendencia de crecimiento que, a marzo de este año, representa 10.2% (ver gráfica 39).

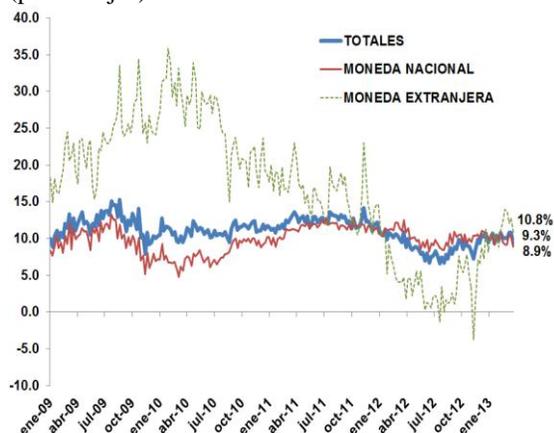
No obstante que existen factores microeconómicos que están incidiendo en la menor demanda de billetes y monedas por parte del público (numerario en circulación), la evidencia empírica confirma que el comportamiento de la emisión monetaria sigue siendo consistente con el de sus principales variables explicativas (PIB, tasa de interés y tasa de inflación).

En cuanto a los factores relacionados con la oferta,

<sup>16</sup> Estrictamente las tarjetas de crédito no forman parte del dinero o medios de pago, que en esencia son los pasivos monetarios de los bancos. La utilización de las tarjetas de crédito son en realidad una operación de crédito, pero son un sustituto de los medios de pago tradicionales para la realización de transacciones y la evidencia empírica parece confirmar la correlación negativa de las mismas con el coeficiente de preferencia de liquidez.

### Gráfica 41

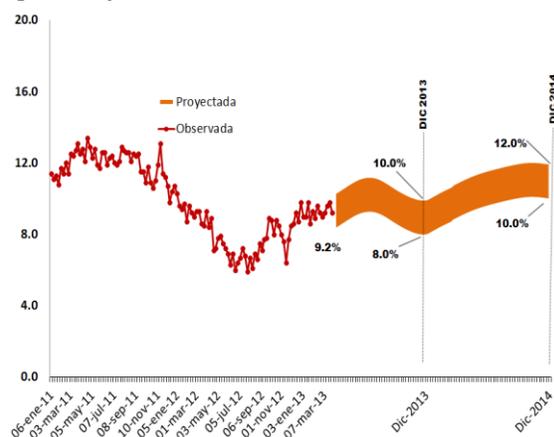
Captaciones Bancarias (1)  
(porcentajes)



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

### Gráfica 42

Medios de Pago (1)  
(porcentajes)



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

destaca la variación acumulada de la emisión monetaria que a marzo se explica por el efecto desmonetizante del incremento de los depósitos del Gobierno Central<sup>17</sup> en el Banco de Guatemala, por el incremento de los depósitos de bancos y financieras en el Banco Central y por el aumento en las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado. Por su parte, el principal factor monetizante que contribuyó a moderar los citados efectos desmonetizantes fueron las Reservas Internacionales Netas que, al igual que los depósitos de Gobierno Central en el Banco de Guatemala, se asocia principalmente al ingreso por US\$700.0 millones correspondiente a la colocación del Eurobono. Derivado de lo anterior, se prevé que la emisión monetaria se ubique en un rango entre 7.0% y 9.0% para diciembre de 2013<sup>18</sup> y entre 6.8% y 8.8% para diciembre de 2014.

### Medios de Pago

Los medios de pago detuvieron su tendencia a la baja en agosto de 2012, evidenciando una recuperación a partir de dicho mes, asociada, en primer lugar, a la dinámica del numerario en circulación y, en segundo lugar, al mayor dinamismo de las captaciones bancarias tanto en moneda nacional, como en moneda extranjera. En efecto, al 31 de marzo la variación interanual de los medios de pago se ubicó en 9.2%. Vale destacar que el comportamiento del multiplicador de los medios de pago aumentó en los dos últimos años, razón por la cual el crecimiento de las captaciones ha sido mayor que el del numerario en circulación, lo que evidencia que se ha observado un proceso de mayor creación secundaria de dinero, aspecto que denota la confianza por parte de los agentes económicos en el sistema bancario nacional, quienes privilegian contar con activos bancarios en lugar de activos altamente líquidos (dinero en efectivo).

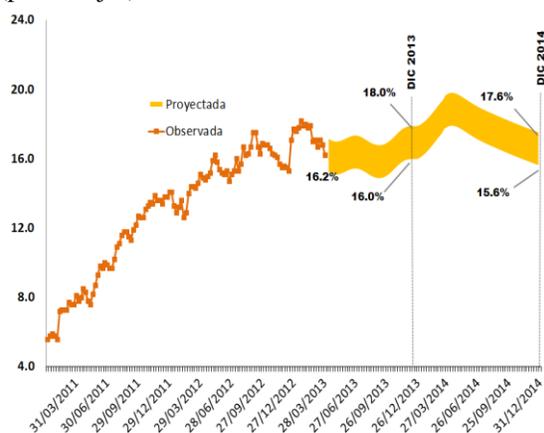
De conformidad con las proyecciones econométricas de

<sup>17</sup> Parte del incremento en los depósitos del Gobierno Central se explica por la colocación de Bonos del Tesoro en el exterior (Eurobono) por US\$700.0 millones realizada en febrero de 2013 (equivalente a aproximadamente Q5,500 millones).

<sup>18</sup> El crecimiento de la emisión monetaria estaría influido, en adición a los factores usuales, por la forma cómo evolucionen las finanzas públicas en el año. De conformidad con estimaciones de cierre del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), el déficit fiscal para finales de 2013 se ubicaría en 2.5% del PIB. Sin embargo, en marzo del presente año, dicho ministerio realizó una revisión hacia la baja de los ingresos totales previstos en el presupuesto por Q2,394.6 millones. De ese total, el MFP espera menores ingresos tributarios por Q1,737.7 millones, derivado de la coyuntura por la que atraviesa la Ley de Actualización Tributaria, así como menores donaciones externas por Q567.2 millones e ingresos no tributarios por Q89.7 millones. Por el lado del gasto, se estima un recorte de Q2,367.5 millones (Q1,988.4 millones de gastos de funcionamiento y Q379.1 millones de gastos de capital).

### Gráfica 43

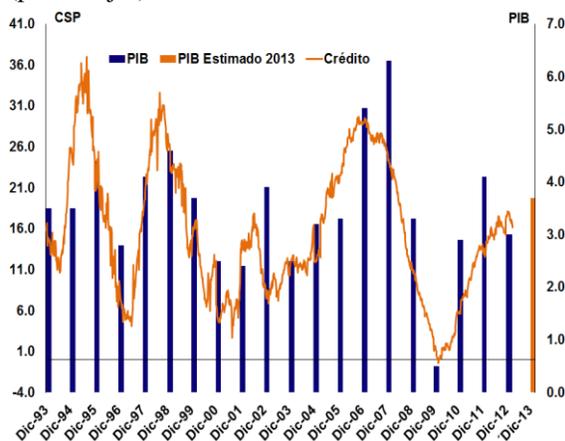
Crédito Bancario al Sector Privado (1)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual.  
Fuente: Banco de Guatemala

### Gráfica 44

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



(1) Variación interanual.  
Fuente: Banco de Guatemala

los medios de pago, se estima que se ubiquen para finales de 2013 y de 2014, en rangos entre 8.0% y 10.0% y entre 10.0% y 12.0%, en su orden.

### Crédito Bancario al Sector Privado

El crédito bancario al sector privado mantiene un ritmo dinámico, registrando en marzo una tasa de crecimiento en términos interanuales de 16.2%, la cual es consistente con los rangos estimados entre 16.0% y 18.0% para diciembre de 2013 y entre 15.6% y 17.6% para diciembre de 2014.

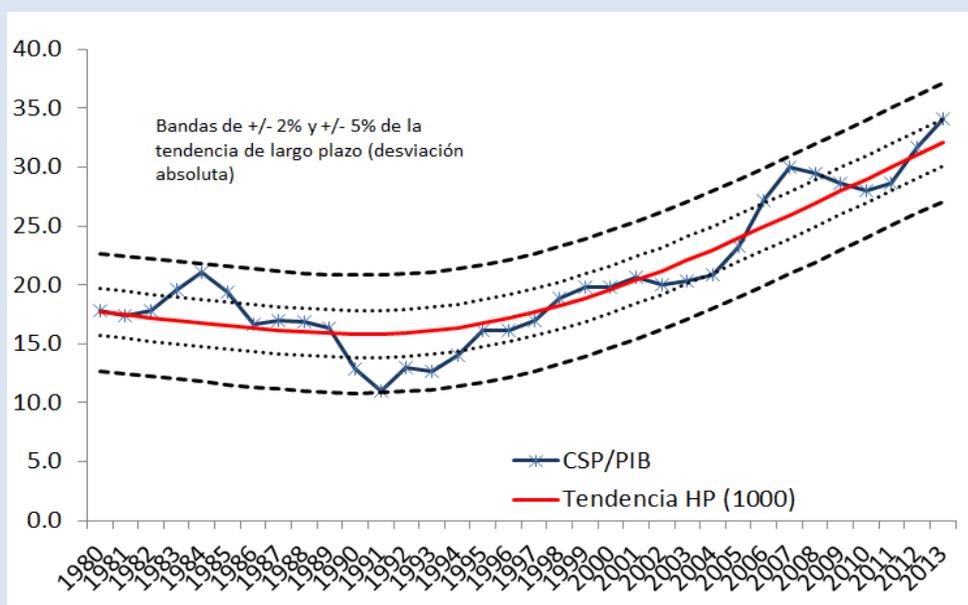
Aunque el crédito bancario al sector privado mantiene un ritmo de crecimiento dinámico, consistente con mejores expectativas de actividad económica, dicho crecimiento se encuentra por arriba de la tasa de crecimiento del PIB nominal previsto para este año (8.8%) y del crecimiento actual de las captaciones bancarias (9.3%); situación que, aunque no ha deteriorado la calidad de la cartera crediticia, es una señal de alerta en términos de estabilidad financiera y también de inflación, dado que las expansiones de la actividad crediticia por arriba del crecimiento de la actividad económica, se convierten en alzas en el nivel general de los precios internos con rezago.

#### RECUADRO 4

### RIESGOS MICROECONÓMICOS Y MACROECONÓMICOS DE LA ACELERACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

La evolución del crédito bancario al sector privado cambió su peso relativo respecto del PIB al ubicarse, al finalizar 2012, en 31.7%, valor que es superior incluso, al observado en 2007, cuando las condiciones crediticias se habían mantenido relajadas. Al conjugar el ritmo de crecimiento anual de la variable y el citado peso relativo, vale traer a cuenta algunos aspectos de la literatura con relación a los riesgos microeconómicos y macroeconómicos generados por una expansión acelerada del crédito. Dentro de los primeros se pueden mencionar los incrementos en la cartera vencida de los bancos, el riesgo de liquidez y el riesgo cambiario, que dependiendo de la posición de activos y pasivos denominados en moneda extranjera en los balances bancarios, podrían crear riesgos ante depreciaciones (apreciaciones) cambiarias. Por su parte, entre los riesgos macroeconómicos asociados con aceleraciones atípicas del crédito se pueden mencionar desequilibrios en la balanza de pagos vía flujos de capital (cuenta de capital y financiera) que financian el exceso de demanda de crédito que, a su vez, puede generar presiones hacia la apreciación nominal del tipo de cambio y, por tanto, afectar la cuenta corriente ante estímulos artificiales a las importaciones; asimismo, el incremento del consumo asociado a la expansión de crédito puede generar incremento del déficit comercial y presiones inflacionarias vía demanda agregada. En ese contexto, el comportamiento proyectado del crédito al sector privado para 2013 se encuentra por arriba de su tendencia de largo plazo, como se ilustra en la gráfica siguiente, respecto de su tendencia de largo plazo, lo que anticipa la necesidad de monitorear estrechamente la evolución de la variable a fin de evitar riesgos en el mediano plazo.

**CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO RESPECTO AL PIB Y SU TENDENCIA (1)**  
AÑOS: 1980 - 2013  
(Porcentajes)



(1) Variación interanual.

Metodología según Gourinchas, Pierre Olivier, Rodrigo Valdes y Oscar Landerretche. "Lending Booms: Latin America and the World". Economía, Nber Working Paper Series. April. 2001.

**Gráfica 45**

**Crédito Bancario al Sector Privado (1)**  
(porcentajes)

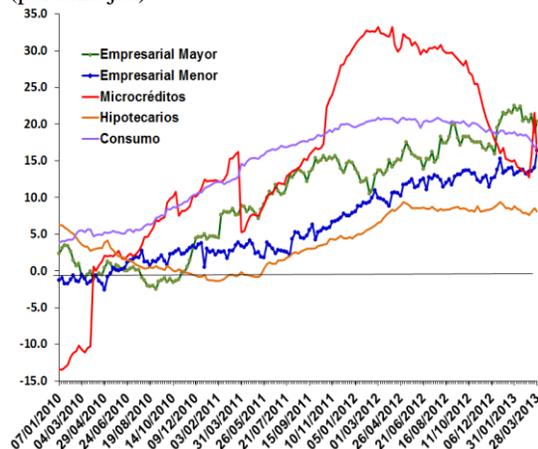


(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 46**

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



(1) Variación interanual.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

Por otra parte, al analizar el crédito bancario al sector privado por tipo de moneda, destaca el dinamismo del crédito bancario en moneda extranjera, el cual, además de las captaciones bancarias en dicha moneda, fue financiado con flujos de capital privado proveniente de líneas de crédito otorgadas por bancos del exterior a los bancos locales. En marzo, el crédito en moneda extranjera registró un crecimiento de 25.8%, destinándose alrededor de 26.5% a establecimientos financieros y 24.0% a la industria manufacturera. Por su parte, el crecimiento interanual del crédito en moneda nacional ha sostenido una tendencia positiva, asociado, fundamentalmente, al comportamiento del crédito destinado al consumo.

Al analizar el comportamiento de la cartera crediticia por tipo de deudor, se puede apreciar que en lo que va del año, el crédito empresarial mayor (componente que pesa alrededor de 54% respecto del total de la cartera crediticia) y empresarial menor han mantenido una tendencia positiva en los últimos dos años, el crédito hipotecario evidencia un comportamiento moderado en su ritmo de crecimiento; mientras que el crédito para el consumo y el microcrédito exhiben una tendencia a la baja aunque, por una parte, ésta parece estar revirtiéndose recientemente y, por la otra, dicho crédito aún sigue creciendo a tasas de dos dígitos.

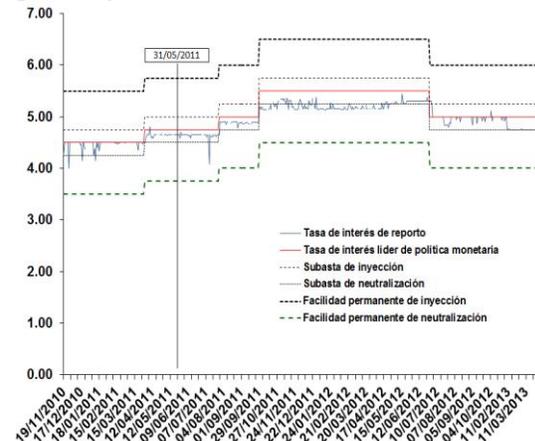
## b) Tasas de interés

### De corto plazo

En un esquema de metas explícitas de inflación, el banco central da a conocer su postura de política monetaria mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez en el mercado de dinero. En el caso de Guatemala, se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria (tasa *overnight*, a un día). Cabe mencionar que movimientos en la tasa de interés líder de la política monetaria impactan, en una primera etapa, las tasas de interés de corto plazo de la economía, para posteriormente afectar las tasas de largo plazo (dependiendo de las características propias de cada mercado), lo que finalmente repercute en la demanda agregada y

**Gráfica 47**

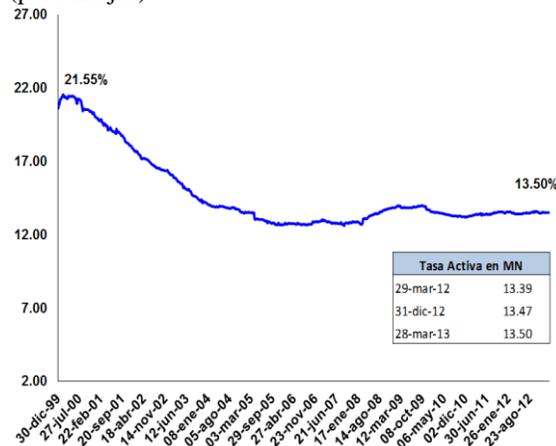
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

**Gráfica 48**

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



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

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

ésta, a su vez, en la inflación. En Guatemala la tasa de interés para las operaciones de reporto a un día plazo puede ser considerada como un buen indicador del comportamiento de las tasas de corto plazo y la misma responde muy estrechamente a los movimientos de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al finalizar el primer trimestre, la tasa de reportos se ubicó 25 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de la política monetaria (5.0%).

### De largo plazo

Al observar el comportamiento de la **tasa de interés activa**, promedio ponderado, en moneda nacional, la cual puede ser considerada como la representativa de largo plazo del sistema bancario, se puede observar que la misma ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años ubicándose en niveles cercanos a 13.50%, nivel que es significativamente inferior al observado a principios del año 2000.

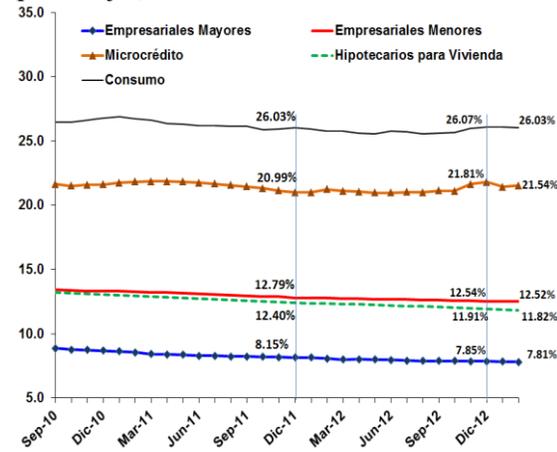
Al desagregar las tasas de interés activas por tipo de deudor se puede observar que durante 2012 se registraron disminuciones en las tasas de interés para los préstamos empresarial mayor y menor e hipotecarios; mientras que se observó un incremento en las tasas de interés para los préstamos de consumo y microcrédito. Al primer trimestre de 2013, se ha observado tasas de interés a la baja para todos los tipos de deudores (ver gráfica 49).

En cuanto a la **tasa de interés pasiva**, promedio ponderado, en moneda nacional, ésta ha evidenciado una leve tendencia al alza, ya que al finalizar 2012 se ubicó en 5.38% y al 28 de marzo de 2013 se situó en 5.46%.

Dicho comportamiento, podría estar asociado al hecho de que han aumentado las fuentes de fondeo con costo para el sistema bancario. En ese sentido, en la composición de las captaciones bancarias, como se observa en la gráfica 51, se ha reducido de manera persistente la proporción de los depósitos monetarios respecto del total de captaciones desde 2007, los cuales representan la fuente de fondeo para los bancos con el menor costo financiero; mientras que, en el mismo periodo, ha aumentado la

**Gráfica 49**

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

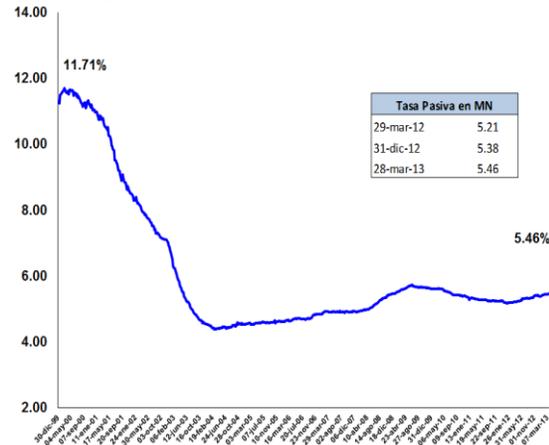


(1) Variación interanual.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

**Gráfica 50**

Tasa de Interés Pasiva (1)  
(porcentajes)



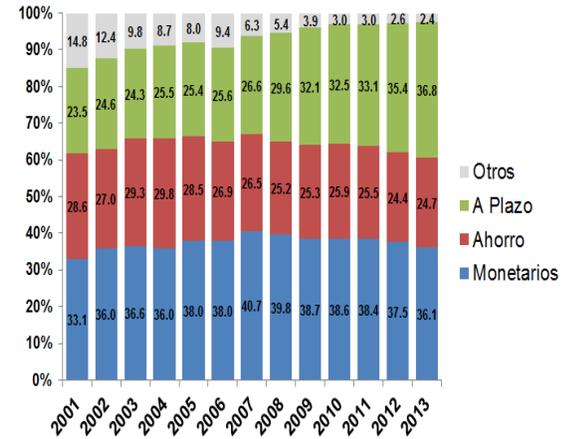
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

proporción de los depósitos a plazo respecto del total de captaciones, que representa la fuente de fondeo con tasas de interés más altas.

**Gráfica 51**

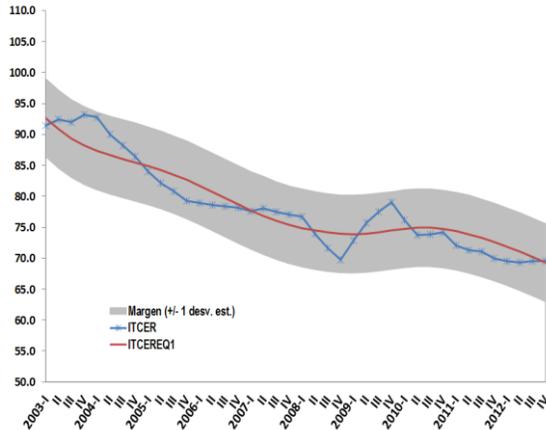
Composición de las Captaciones Bancarias  
(porcentajes)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

### Gráfica 52

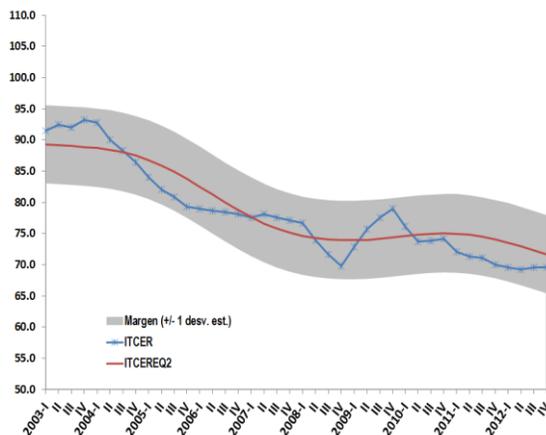
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (índice)



Fuente: Banco de Guatemala

### Gráfica 53

ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2 (índice)



Fuente: Banco de Guatemala.

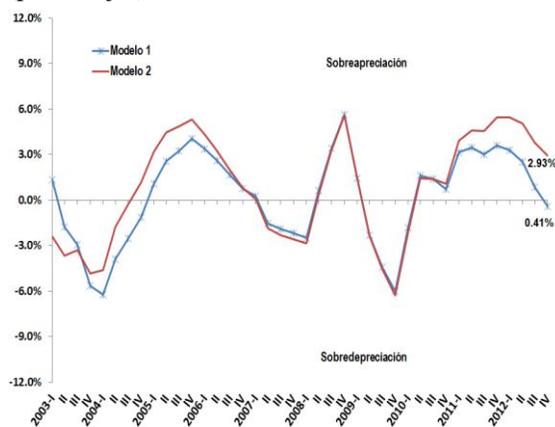
### c) Tipo de cambio real

Al cuarto trimestre de 2012, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 0.12%, la cual se explica por el aumento en los diferenciales de inflación (1.34%) respecto de los principales socios comerciales, lo que se compensó, en parte, por una depreciación cambiaria nominal con relación a sus principales socios comerciales (1.22%). La dinámica reciente del tipo de cambio real es consistente con la evolución de sus determinantes, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE)<sup>19</sup> revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, que la diferencia entre los valores observados y los de equilibrio, es poco relevante). En otras palabras, las diferentes estimaciones efectuadas señalan que el ITCER se encuentra en niveles cercanos al equilibrio. En efecto, con información al cuarto trimestre de 2012 el modelo 1 señala una leve sobredepreciación de 0.41%, mientras que los modelos 2 y 3 registran una sobreapreciación de 2.93% y 1.01%, respectivamente (ver gráficas 52 a 55).

<sup>19</sup> El TCRE se estima mediante la metodología sugerida por el profesor Sebastián Edwards (modelo 1); por medio de un Modelo de Vector de Corrección de Errores (modelo 2); y, un modelo de Balance Macroeconómico (modelo 3).

**Gráfica 54**

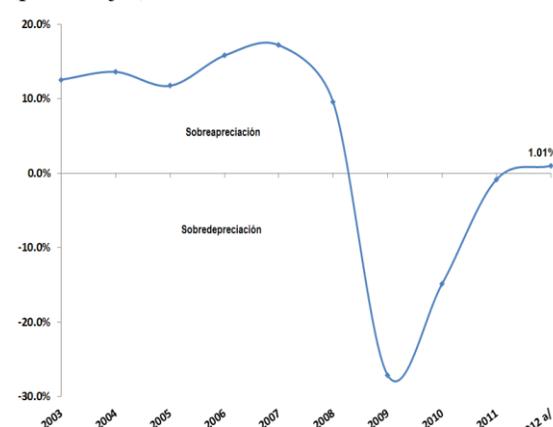
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 55**

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



(1)Modelo 3

Fuente: Banco de Guatemala.

## D. FINANZAS PÚBLICAS

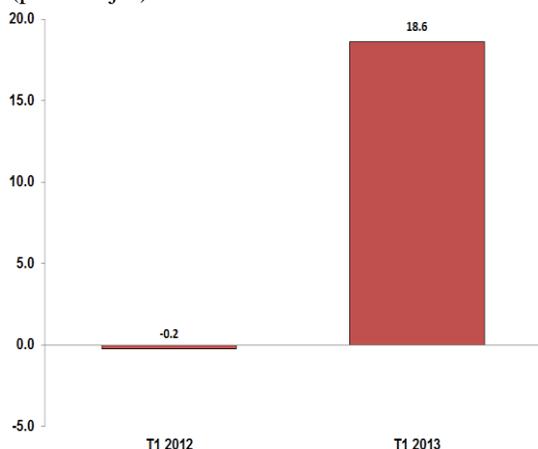
Según el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, se anticipa un déficit de 2.5% del PIB, ligeramente superior al 2.4% del PIB observado en 2012. En dicho presupuesto se contempló un impacto positivo en los ingresos fiscales provenientes de la implementación de la reforma tributaria aprobada en 2012 por alrededor de 1.1% del PIB. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2013, derivado, entre otros factores, de la incertidumbre generada por las impugnaciones a algunos de los artículos de dicha reforma por parte de varias cámaras empresariales, el Ministerio de Finanzas Públicas revisó a la baja las proyecciones de ingresos y gastos contempladas en dicho presupuesto para mantener el déficit fiscal previsto. Asimismo, la ejecución del gasto público durante el año estará condicionada a la aprobación de algunos préstamos externos (que suman alrededor de US\$500.0 millones) por parte del Congreso de la República, los cuales están contemplados como fuente de financiamiento.

### 1. Ingresos

Según cifras preliminares, al 31 de marzo de 2013, los

### Gráfica 56

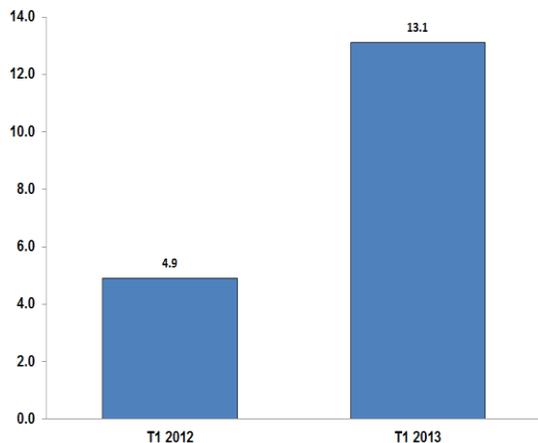
Recaudación Impuesto sobre la Renta (1)  
Primer trimestre 2012 – 2013  
(porcentajes)



(1) Cifras al 31 de marzo de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica 57

Recaudación IVA Doméstico (1)  
Primer trimestre 2012 – 2013  
(porcentajes)



(1) Cifras al 31 de marzo de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 6.3% respecto a similar periodo de 2012, comportamiento asociado, principalmente, a la evolución de los ingresos tributarios que aumentaron 7.8% (representaron el 96.2% del total de ingresos), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones), fueron inferiores en 22.3% (representaron el restante 3.8% del total de ingresos).

En lo que respecta a la recaudación tributaria clasificada por impuestos directos e indirectos, su desempeño registra diferentes comportamientos para cada una de las clasificaciones durante el primer trimestre. En efecto, los impuestos directos registraron un incremento de 18.3%, resultado de la implementación de la reforma tributaria (tomando en consideración que alrededor del 75% de la reforma afecta a los referidos impuestos, particularmente al Impuesto Sobre la Renta -ISR-); mientras que los impuestos indirectos únicamente aumentaron a un ritmo de 2.6%, en los que influyó el moderado crecimiento de las importaciones (particularmente las de territorio aduanero, que son las que afectan la recaudación). En ese sentido, la recaudación relacionada con las importaciones (Impuesto al Valor Agregado -IVA- sobre importaciones, derechos arancelarios e Impuesto sobre Primera Matrícula -IPRIMA-) reflejó un tasa de variación respecto del primer trimestre del año anterior de -1.7%.

## 2. Gastos

El gasto público durante el primer trimestre de 2013 aumentó 10.6% respecto al mismo periodo del año anterior. Los gastos de funcionamiento crecieron 10.0% y los de capital 14.0%. El gasto social (incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y vivienda) aumentó 11.4% durante el primer trimestre.

Al finalizar el primer trimestre, el gasto público total (incluye amortización de la deuda pública) mostró una ejecución de 18.4% respecto del presupuesto aprobado para 2013 (21.0% en 2012), aunque algunos ministerios, como Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (4.0%); Agricultura, Ganadería y Alimentación (6.7%); y Desarrollo Social (8.9%) mostraron una

baja ejecución.

### 3. Resultado fiscal y financiamiento

Tomando en consideración el comportamiento de los ingresos y gastos del Gobierno Central, al 31 de marzo de 2013, las finanzas públicas cerraron con un superávit presupuestal de Q543.5 millones (0.1% del PIB), menor al registrado el año anterior (Q939.5 millones).

En lo que se refiere a las fuentes de financiamiento, al 31 de marzo, el financiamiento externo neto fue positivo en Q4,815.2 millones, resultado de la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional (dadas las condiciones favorables del mercado mundial) por US\$700.0 millones<sup>20</sup> (equivalente a Q5,477.8 millones), desembolsos de préstamos por Q99.2 millones y amortizaciones de préstamos por Q761.7 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto se ubicó en Q2,532.0 millones, resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q2,693.0 millones y vencimientos por Q161.0 millones. Cabe agregar que al 31 de marzo, ya estaba colocada en su totalidad la emisión de bonos del tesoro prevista para el presente ejercicio fiscal (Q8,170.8 millones).

Derivado del superávit fiscal observado por el Gobierno Central al 31 de marzo, así como de la colocación de la emisión de bonos del tesoro prevista para el presente año, se registró un aumento significativo en la caja del Gobierno Central por Q7,890.8 millones, aunque, como se indicó, la parte de financiamiento derivada de empréstitos con el exterior es necesaria para completar el financiamiento del déficit previsto.

Con relación a la deuda pública, al 31 de marzo de 2013 el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$6,908.3 millones, mayor en US\$603.4 millones respecto al saldo registrado en diciembre de 2012 (US\$6,304.9 millones), destacando en este aumento la colocación de bonos del tesoro en el mercado

---

<sup>20</sup> Eurobono colocado a 15 años plazo (fecha de vencimiento 13 de febrero de 2028), tasa de cupón 4.875% y tasa de rendimiento 5.00%. Cabe agregar que la operación alcanzó una demanda equivalente a siete veces el monto originalmente anunciado (US\$500.0 millones). Un aspecto importante de haber efectuado la colocación a 15 años es que el país diversifica la estructura de portafolio de la deuda pública y coadyuva a la construcción de una curva de rendimiento de los instrumentos de deuda pública de Guatemala, que luego podría ser utilizada como referencia para las colocaciones de agentes privados guatemaltecos en los mercados internacionales.

internacional realizada en febrero del presente año. Cabe indicar que el 1 de agosto del presente año vencen US\$300.0 millones correspondientes a bonos del tesoro colocados en el mercado internacional en 2003. Por su parte, el saldo de la deuda pública interna se situó en Q49,623.9 millones, monto mayor en Q2,529.9 millones respecto al saldo registrado al 31 de diciembre de 2012 (Q47,094.0 millones).

### Cuadro 7

Gobierno Central  
Ejecución Presupuestaria  
Años: 2012-2013  
(millones de quetzales)

CONCEPTO	2012	2013 <sup>p/</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. INGRESOS Y DONACIONES</b>	<b>11,419.9</b>	<b>12,135.0</b>	<b>715.0</b>	<b>6.3</b>
A. Ingresos (1+2)	11,397.6	12,119.2	721.6	6.3
1. Ingresos Corrientes	11,395.2	12,117.2	722.0	6.3
a. Tributarios	10,826.4	11,674.0	847.6	7.8
Directos	3,586.9	4,242.8	655.9	18.3
Indirectos	7,239.6	7,431.3	191.7	2.6
b. No Tributarios	568.7	443.1	-125.6	-22.1
2. Ingresos de Capital	2.4	2.0	-0.4	-17.3
B. Donaciones	22.3	15.8	-6.6	-29.3
<b>II. TOTAL DE GASTOS</b>	<b>10,480.4</b>	<b>11,591.4</b>	<b>1,111.0</b>	<b>10.6</b>
A. De Funcionamiento	8,825.2	9,704.4	879.2	10.0
B. De Capital	1,655.2	1,887.0	231.8	14.0
<b>III. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRESUPUESTAL</b>	<b>939.5</b>	<b>543.5</b>	<b>-396.0</b>	<b>-42.2</b>
<b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>-939.5</b>	<b>-543.5</b>	<b>396.0</b>	<b>-42.2</b>
A. Interno	1,054.1	2,532.0	1,477.9	140.2
B. Externo	-522.5	4,815.2	5,337.8	-1,021.5
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-1,471.1	-7,890.8	-6,419.7	436.4
<b>Carga tributaria</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>		
<b>Superávit Fiscal/PIB</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>		

p/ cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

# **ANEXOS**

## ANEXO 1

### IMPORTANCIA DE LAS ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS PARA LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA<sup>21</sup>

Luego de la adopción del Esquemas de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), los bancos centrales han dado mayor importancia a las expectativas de los agentes económicos y a los pronósticos sobre el comportamiento de variables económicas relevantes. Las expectativas de los agentes económicos juegan un papel fundamental en la conducción de la política monetaria, ya que reflejan la credibilidad en las medidas adoptadas por la autoridad monetaria (Cunningham *et al*, 2010; Berk y Hebbink, 2006). Asimismo, la información obtenida mediante encuestas de expectativas económicas resulta importante para el análisis de la coyuntura y para evaluar la incertidumbre respecto del comportamiento futuro de variables económicas (Martin y Papile, 2004).

En ese contexto, se realiza un análisis acerca de la importancia de la Encuesta de Expectativas Económicas que el Banco de Guatemala actualmente realiza a un Panel de Analistas Privados, con énfasis en las expectativas de inflación.

#### I. LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

##### A. ANTECEDENTES

A partir de diciembre de 2003, el Banco de Guatemala implementó en forma mensual la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE), con el fin de obtener, de un grupo de especialistas nacionales e internacionales conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, su percepción respecto de la trayectoria futura de inflación y de los factores que podrían explicarla, así como su percepción sobre el comportamiento de otras variables macroeconómicas relevantes. La información que de dicha encuesta se obtiene, constituye una guía respecto del cumplimiento del objetivo fundamental del Banco de Guatemala, es decir, promover la estabilidad en el nivel general de precios.

El formato de la EEE ha tenido pocos cambios, los cuales se

---

<sup>21</sup> Fuente: Importancia de la Encuesta de Expectativas Económicas para las Decisiones de Política Monetaria. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Marzo de 2013.

reflejan básicamente en la incorporación de los factores que podrían explicar el comportamiento esperado de la inflación y del crecimiento económico.

## **B. DESCRIPCIÓN DE LA ENCUESTA Y EVALUACIÓN DE LA INFORMACIÓN**

### **1. Cuestionario**

En general, el contenido de la encuesta es similar a la que utilizan otros bancos centrales que realizan encuestas a los distintos generadores de información (profesionales, empresas y hogares).

La encuesta recopila información referente a las expectativas de inflación (medida por el índice de precios al consumidor) y los factores que la explican, tipo de cambio del quetzal respecto del dólar de los Estados Unidos de América, crecimiento anual del Producto Interno Bruto (PIB), déficit del Gobierno Central con relación al PIB, déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos respecto al PIB, así como la percepción sobre la evolución del clima de negocios, de la actividad económica y de la coyuntura para la inversión privada.

### **2. Muestra**

Inicialmente, el tamaño de la muestra fue de 11 participantes y ahora comprende alrededor de 35 encuestados. La muestra comprende cinco estratos, conformados por instituciones bancarias, centros de investigación, universidades, asociaciones empresariales y consultores. Cada uno de los estratos se integra por más de una entidad y en algunas entidades se dirige a más de una persona.

### **3. Desarrollo de la Encuesta, procesamiento de información y divulgación de resultados**

Desde sus inicios, la EEE se realiza en forma mensual y el cuestionario es enviado por medio de correo electrónico en el momento que el Instituto Nacional de Estadística (INE) hace de conocimiento público la información observada del Índice de Precios al Consumidor (IPC). El procesamiento de la información y la elaboración del informe final de resultados se realiza en aproximadamente 20 días, periodo en el cual se considera el tiempo de espera en la devolución de los cuestionarios contestados.

La información de cada participante es confidencial y con los

resultados individuales se elaboran las expectativas del Panel, las cuales son iguales al promedio de las previsiones de dicho Panel, excluyendo del promedio los pronósticos que se encuentren fuera del intervalo de confianza de 95.4%, equivalente a +/- 2 desviaciones estándar. Con esa información se elabora un informe general de los principales resultados obtenidos con relación a las expectativas sobre inflación y actividad económica, así como un índice de confianza de la actividad económica. Este informe se denomina “Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados” y se publica en el sitio de Internet del Banco de Guatemala, el 28 de cada mes o el día hábil siguiente.

## **II. IMPORTANCIA DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS EN GUATEMALA**

Como se indicó, para un banco central las expectativas de los agentes económicos juegan un papel fundamental en la conducción de la política monetaria, especialmente porque en el EMEI dichas expectativas estarían reflejando la comprensión de los objetivos de la referida política. Por consiguiente, resulta relevante evaluar los resultados de la EEE que realiza el Banco de Guatemala con el objetivo de examinar si las expectativas de los agentes económicos constituyen una fuente confiable para las decisiones de política monetaria.

### **A. ASPECTOS METODOLÓGICOS**

Para evaluar la efectividad de las expectativas recogidas en la EEE se utilizó la metodología aplicada a la Encuesta de Expectativas Económicas elaborada por el Banco Central de Chile, tomando como fundamento una metodología propuesta por Pedersen (2010). Dicha metodología se encuentra sustentada en un indicador estadístico de posición denominado “deciles”<sup>22</sup>, el cual busca los valores de las expectativas de inflación que se encuentran entre el límite inferior (decil 1) y el límite superior (decil 9), determinados con base en los pronósticos individuales del panel de analistas y comparado con el dato de inflación observada. La efectividad se entiende como el número de veces que la inflación observada se ubica dentro del rango definido por los referidos “deciles” en relación con el número total de pronósticos del panel de analistas.

Con el propósito de determinar si existe claridad y certeza sobre el

---

<sup>22</sup> Los deciles dividen una serie de datos en 10 partes iguales. Cada parte representa el 10.0% de los datos de la muestra utilizada.

comportamiento futuro de la inflación, se propone un indicador que mide la existencia de incertidumbre en las expectativas del Panel, utilizando como base lo indicado por Pedersen. Para el efecto, el indicador se construye a partir de la distancia entre el límite inferior y superior (decil 1 y decil 9), considerando que en cada mes la pregunta se formula para diciembre de un mismo año.

Finalmente, se evalúa si los resultados de la encuesta permiten determinar en qué medida las expectativas se han anclado a la meta de inflación fijada por la Junta Monetaria, al contrastar la información del ritmo inflacionario estimado a un año plazo, a partir del mes de realizada la encuesta, con la meta de inflación correspondiente. El periodo de análisis abarca 2011-2013.

## **B. EVALUACIÓN**

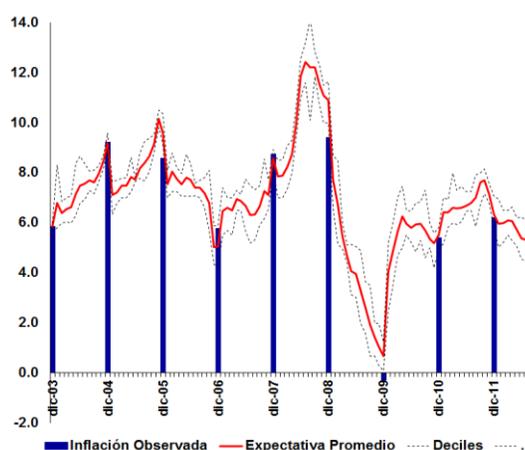
### **1. Efectividad de la encuesta de expectativas de inflación en Guatemala**

Como se aprecia en el cuadro siguiente, existen diferencias en la efectividad, dependiendo del horizonte de tiempo que se mide. En el plazo más corto (mes corriente) la encuesta ha sido más efectiva que en otros horizontes, dado que el 43.1% de las veces en que dicha encuesta se ha realizado, la inflación observada se ubicó dentro del rango de pronósticos del Panel. Por su parte, en el horizonte de más largo plazo (24 meses), únicamente el 16.7% de las veces la inflación observada se situó dentro del referido rango.

Cabe indicar que los pronósticos de inflación para los horizontes de 12 y 24 meses tienen poco tiempo de haberse incorporado en la encuesta (a partir de enero de 2010), de ahí que la cantidad de observaciones es menor y la efectividad de las expectativas aún debe tomarse con reserva.

**Gráfica A1.1**

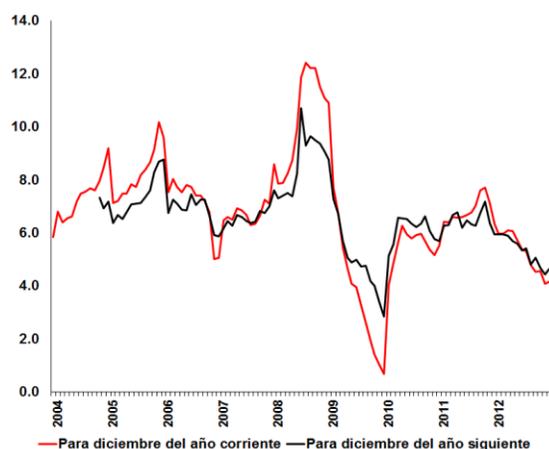
Pronósticos de Inflación del Panel de Analistas  
(A diciembre del año corriente)  
Diciembre 2003 - Diciembre 2012  
(porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica A1.2**

Pronósticos de Inflación del Panel de Analistas  
Para diciembre del año corriente y  
diciembre del año siguiente  
Diciembre 2003 - Diciembre 2012  
(porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

**Cuadro A1.1**

Efectividad de las Expectativas de Inflación para distintos horizontes de pronósticos  
Diciembre 2003 - Diciembre 2012

Horizonte	Número promedio mensual de pronósticos	Efectividad (la inflación se ubicó)		
		Dentro del rango (%)	Abajo del rango (%)	Arriba del rango (%)
Para el mes corriente	109	43.1	31.2	25.7
A 1 mes	108	37	35.2	27.8
A 2 meses	107	31.8	36.4	31.8
A 12 meses	24	37.5	41.7	20.8
A 24 meses	12	16.7	75	8.3

Fuente: Banco de Guatemala.

Los resultados obtenidos para el caso de Guatemala, en términos generales, son similares a los obtenidos por Pedersen, quien encontró una efectividad de 45.7%, 35.7%, 21.3% y 18.2%, para los horizontes del mes corriente, 1, 12 y 24 meses, respectivamente, al evaluar la Encuesta de Expectativas Económicas utilizada por el Banco Central de Chile correspondiente al periodo comprendido de 2000 a 2009.

## 2. Incertidumbre de la encuesta de expectativas económicas en Guatemala

En cuanto al comportamiento esperado de la inflación para diciembre de cada año, se observa que existe variabilidad en la dispersión de los pronósticos (medida por la diferencia entre el decil 1 y 9); sin embargo, ésta se va reduciendo a lo largo del año, por lo que al considerar los pronósticos de inflación para diciembre del año corriente se observa que el 70.0% de las veces en que se ha realizado la encuesta en diciembre, la inflación observada se ubicó dentro del rango previsto por el Panel (gráfica A1.1). Dicha efectividad contrasta con el 43.1% que se observa cuando se analiza a nivel general el mes corriente, reflejando la reducción en la incertidumbre conforme los agentes económicos disponen de mayor información.

En diciembre de 2005, 2008 y 2009 las expectativas inflacionarias fueron superiores a la inflación observada en esos años, lo cual podría asociarse a lo siguiente: a) en 2005, se produjo la tormenta tropical *Stan* que ocasionó desabastecimiento de productos agropecuarios y daños a la red vial del país; b) en 2008, se observó un incremento continuo en los

precios internacionales del petróleo, maíz y trigo y el inicio de la incertidumbre mundial por la crisis económica y financiera; y c) en 2009, si bien los efectos de la recesión económica mundial observada en ese año pudieron influir en menores expectativas inflacionarias, éstas también fueron mayores que la inflación observada, generadas especialmente por la incertidumbre en la economía global.

En adición, se observa que los pronósticos para diciembre del año posterior siguen el comportamiento tendencial de los correspondientes a diciembre del año corriente (gráfica A1.2). Dicho comportamiento sugiere que podría existir un componente adaptativo en las expectativas del Panel, en lo que se refiere al primero de los horizontes mencionados, aunque también priva un componente racional en el que el Panel utiliza además del resultado pasado de la inflación, la información que considera relevante en el momento en que responde la encuesta.

### 3. Anclaje de las expectativas a la meta de inflación y respuesta de política monetaria

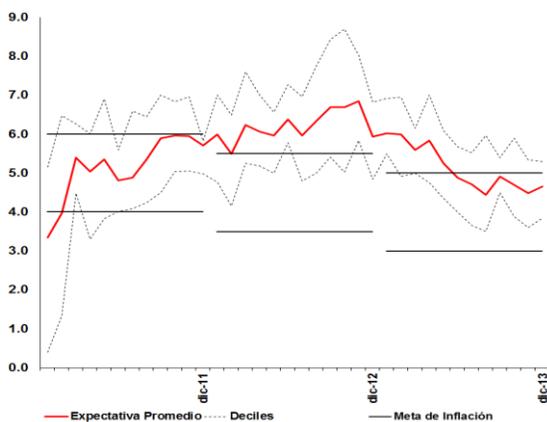
Para evaluar el anclaje de las expectativas respecto de la meta de inflación, se consideró el número de veces en que el rango de las expectativas de la inflación anual, para el mismo mes del año siguiente, se encuentra dentro de los límites de tolerancia de la meta de inflación fijada por la Junta Monetaria.

En ese contexto, se evidenció que las expectativas de inflación han estado ancladas a la meta correspondiente en 91.7% de las ocasiones, quedando por fuera únicamente en 3 de los 36 pronósticos obtenidos (gráfica A1.3). Considerando que la información se empezó a recabar a partir de 2010 y que aún falta por observar este comportamiento en un horizonte de tiempo mayor, los resultados obtenidos deben considerarse con la reserva del caso.

En resumen, los resultados de las encuestas realizadas sugieren la existencia de un alto grado de credibilidad en las decisiones de política monetaria adoptadas por la Junta Monetaria en cuanto al cumplimiento de la meta de inflación, en virtud de que un porcentaje significativo de las expectativas de inflación del Panel, con horizonte de un año, se ubicaron dentro del rango de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria.

**Gráfica A1.3**

Pronósticos de Inflación del Panel de Analistas a 12 Meses y Meta de Inflación Enero 2011 - Diciembre 2013 (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

## ANEXO 2

### GESTIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO<sup>23</sup>

Los desafíos surgidos, especialmente por la iliquidez internacional, luego de la reciente crisis económica y financiera mundial, resaltan la urgente necesidad de implementar y desarrollar un marco sólido de gestión de la deuda pública que coadyuve a promover su sostenibilidad a largo plazo y pueda adaptarse a un entorno de mercado cambiante.

En ese contexto, la gestión de la deuda pública se fundamenta en elaborar e implementar una estrategia para la administración del endeudamiento con el propósito de obtener un monto de financiamiento necesario, alcanzar los objetivos de minimizar el riesgo y el costo financiero, así como de incorporar cualquier otra meta de gestión de deuda que se hayan trazado los gobiernos (por ejemplo, desarrollar y mantener un mercado eficiente para los títulos de deuda pública). No obstante que las políticas fiscal y monetaria tienen diferentes objetivos, existen interdependencias entre los distintos instrumentos de sus políticas que hacen necesario coordinar las acciones entre dichas políticas.

El análisis de algunas de las principales consideraciones teóricas propuestas para la administración del endeudamiento público y una descripción de los avances que se han realizado en Guatemala, se describen a continuación.

#### **I. CONSIDERACIONES TEÓRICAS SOBRE LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA**

Por lo general, los gobiernos emiten deuda o contratan empréstitos en el exterior para financiar nuevas inversiones en capital humano y físico, utilizar de manera más eficiente los recursos naturales a lo largo del tiempo, moderar la fase descendente del ciclo económico o satisfacer las necesidades de financiamiento ocasionadas por acontecimientos excepcionales como una crisis financiera o un desastre natural. Sin embargo, el endeudamiento público excesivo puede tener consecuencias negativas importantes, entre las que destacan: la imposición de una carga financiera a las generaciones

---

<sup>23</sup> Fuente: Gestión del Endeudamiento Público. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Marzo de 2013.

futuras al reducir sus niveles de ahorro; el desplazamiento de la inversión privada; el posible incremento de la vulnerabilidad del país ante crisis financieras o brotes inflacionarios; y el imponer restricciones a la conducción de una política monetaria independiente. Por ello, es necesario que los países dispongan de una adecuada gestión de endeudamiento público, en la cual se maximicen los beneficios y se minimicen los costos financieros o los riesgos.

La decisión de un gobierno con relación a cuánto prestar, lo define la política fiscal estableciendo un límite de endeudamiento sobre la base de un análisis de sostenibilidad de la deuda pública (Melecky, 2007). En ese sentido, una política fiscal se considera sostenible si se percibe que el gobierno es capaz de cumplir con el servicio presente y futuro de la deuda pública. La sostenibilidad y el buen manejo de la deuda pública son elementos integrales de la estabilidad macroeconómica de un país, es por ello que definir una estrategia de endeudamiento público es un elemento clave en la ejecución de la política fiscal (BID, 2007).

Una vez que el gobierno decide cuanto financiamiento necesita, se deberá determinar con precisión la forma en que los fondos serán obtenidos; es decir, el gobierno tiene que decidir qué instrumentos de deuda va a utilizar para obtener los recursos. Sin embargo, dado el tamaño de la deuda pública, ninguna de estas decisiones gubernamentales se considera irrelevante en la determinación de ciertos precios macroeconómicos claves, razón por lo cual, cada detalle es importante y de trascendencia para el país.

Al igual que cualquier prestatario privado, el gobierno debe buscar las mejores condiciones financieras para su endeudamiento y de esa forma alcanzar el objetivo de minimizar el costo financiero de su deuda dentro de las restricciones existentes, considerando su aversión al riesgo. Por tanto, el gobierno no sólo tiene como objetivo recaudar, sino también estructurar la composición de su cartera de deuda, de tal manera que se reduzca el impacto de los choques relevantes en su presupuesto o en su plan de gastos a largo plazo.

Los argumentos a favor de una gestión sana de la deuda han aumentado considerablemente en los últimos años, debido a que la evidencia empírica apoya la idea que una mayor calidad de las

políticas e instituciones del país mejora su capacidad para gestionar la deuda, permitiendo resistir los choques exógenos. Asimismo, se indica que una deuda mal estructurada en términos de vencimiento, moneda, tasas de interés y pasivos contingentes no financiados, ha sido factor importante en la profundización de las crisis económicas y financieras en muchos países. De esa cuenta, algunos autores, subrayan la necesidad de estar atentos a los niveles de endeudamiento y su costo financiero, así como al marco que utilizan los gestores de deuda en la toma de sus decisiones (Prasad y Pollock, 2011).

#### **A. DIRECTRICES PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA**

Según diversos organismos financieros internacionales, los gobiernos deben buscar que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública sean sostenibles y, por consiguiente, puedan atender su servicio en diversas circunstancias, teniendo presente el objetivo del endeudamiento, su costo y los riesgos involucrados.

Al respecto, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial (2001) elaboraron las *Directrices para la Gestión de la Deuda Pública* a efecto de ayudar a los administradores de la deuda a gestionar de mejor manera la deuda del gobierno. El objetivo de esas directrices es ayudar a los responsables de la política económica a considerar reformas que den lugar a una mejor gestión de la deuda pública y tiendan a reducir la vulnerabilidad de los países ante perturbaciones financieras internacionales.

Entre las principales directrices para la gestión de la deuda pública se consideran las siguientes:

- *Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda*

El objetivo principal de la gestión de la deuda pública consiste en asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno y el cumplimiento de sus obligaciones de pago se satisfagan, en el mediano y largo plazos, al más bajo costo posible, en forma compatible con un nivel prudente de riesgo.

- *Transparencia y rendición de cuentas*

Definir y dar a conocer al público los objetivos de gestión de la deuda, con explicación de las medidas que impliquen costos y riesgos.

- *Marco institucional*

El marco legal debe establecer la competencia para contraer deuda y emitir nuevos instrumentos. Se deberá contar con un sistema fidedigno y completo de gestión de la información que respalde las operaciones de gestión de la deuda pública.

- *Estrategia para la gestión de la deuda*

Se deben controlar y evaluar cuidadosamente los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública. Para orientar de mejor manera las decisiones sobre endeudamiento y reducción del riesgo, los gestores de la deuda deben tener presente las características del riesgo financiero y de otro tipo que registran los flujos de caja; asimismo, deberán considerar el riesgo cambiario y la deuda de corto plazo o la tasa de interés variable.

- *Marco para la gestión del riesgo*

Establecer un marco que permita a los gestores de la deuda identificar y evaluar las compensaciones entre costo financiero y riesgo previstos de la cartera de instrumentos de deuda pública. El costo de la deuda pública incluye dos componentes: el costo financiero, que suele ser el que corresponde al servicio de la deuda; y el costo potencial en pérdidas económicas que pudiera resultar de una crisis financiera, si el gobierno tuviera dificultades para renovar la deuda. Para evaluar el riesgo, se deberán efectuar regularmente pruebas de tensión de la cartera de deuda, basadas en perturbaciones económicas y financieras a las que el gobierno, o en forma más general el país, puedan estar expuestos.

- *Desarrollo y mantenimiento de un mercado de valores públicos eficiente*

Para reducir el costo financiero y el riesgo, se buscará asegurar que las medidas tomadas y las operaciones realizadas sean compatibles con la creación de un mercado de valores públicos eficiente.

## **B. FORMULACIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE GESTIÓN DE LA DEUDA A MEDIANO PLAZO<sup>24</sup>**

En el contexto de un entorno económico y financiero incierto, generado por la reciente crisis económica y financiera global, el Fondo Monetario Internacional (FMI) propuso en 2009 un marco sistemático e integrado para ayudar a los países a formular una Estrategia Eficaz de Gestión de la Deuda a Mediano Plazo (EDMP).

El objetivo del marco es ayudar a los países a que formulen una EDMP en la que se conozcan explícitamente cuáles son los costos financieros y riesgos de la deuda pública. Los principales beneficios que se logran con la implementación de esta estrategia están referidos al establecimiento de un marco mediante el cual las autoridades pueden decidir, con fundamentos, cómo resolver las necesidades de financiamiento del gobierno, considerando las limitaciones y los riesgos potenciales.

Los pasos a seguir para la formulación de una EDMP son los siguientes:

1. Identificar los principales objetivos de la gestión de la deuda pública.
2. Determinar la estrategia de gestión de la deuda de manera que se establezca el servicio, el perfil de vencimientos y las vulnerabilidades ante posibles impactos.
3. Analizar las posibles fuentes de financiamientos de la EDMP considerando sus respectivos costos financieros, riesgos y limitaciones.
4. Identificar los posibles riesgos de la sostenibilidad de la deuda mediante proyecciones de variables relevantes que influirán en las colocaciones de deuda pública.
5. Examinar los factores estructurales más importantes de la economía y la incidencia de los mismos sobre la

---

<sup>24</sup> De acuerdo con el FMI y el Banco Mundial (2009), el mediano plazo se refiere a un horizonte de entre 3 y 5 años.

sostenibilidad de la deuda pública.

6. Evaluar el desempeño de un número reducido de estrategias de gestión de deuda, realizando pruebas de tensión con el objetivo de determinar los riesgos y vulnerabilidades de cada una de ellas.
7. Analizar las repercusiones de cada una de las estrategias de gestión de la deuda seleccionadas, así como su incidencia en la economía del país.
8. Proponer la EDMP a la autoridad fiscal para su aprobación.

## **II. LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN GUATEMALA**

En lo referente a la gestión de deuda pública en Guatemala, su marco legal contempla la contratación de empréstitos por parte del sector público, estableciendo procedimientos y normas, además de otorgar a otras entidades autónomas un rol de gestión de deuda que deberán conocer antes de adquirir un endeudamiento.

El marco legal, bajo el cual se establece lo relacionado con la administración del endeudamiento público, se rige por la Constitución Política de la República de Guatemala, la cual, en su artículo 238 inciso d), estipula que la Ley Orgánica del Presupuesto (Decreto Número 101-97), contemplará, entre otros aspectos, las normas y regulaciones a que está sujeta la deuda pública. En consecuencia, la Ley Orgánica del Presupuesto establece en sus incisos a) y l) del artículo 62, que el Ministerio de Finanzas Públicas deberá definir los fundamentos económicos y financieros para preparar adecuadamente la política de crédito público, considerando aspectos relativos a la capacidad de pago del país, tanto desde la perspectiva cambiaria como fiscal, persiguiendo con ello que el nivel de endeudamiento externo e interno responda a una demanda real de recursos y a las metas sociales, económicas y políticas fijadas por el Gobierno de la República. Asimismo, se establecerán las estimaciones y proyecciones presupuestarias del servicio de la deuda pública y de los desembolsos, supervisando su cumplimiento. Por otra parte, el artículo 35 de la Ley del Organismo Ejecutivo (Decreto Número 114-97), entre otros aspectos, le asigna al Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) la gestión del financiamiento interno y externo.

Otro aspecto fundamental del marco legal de la gestión de deuda en Guatemala, se consigna en el artículo 64 de la Ley Orgánica del Presupuesto, el que establece “Ninguna entidad del sector público podrá iniciar trámites para realizar operaciones de crédito público sin la autorización previa del Ministerio de Finanzas Públicas”. Asimismo, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala (Decreto Número 16-2002), establece en el Artículo 57 que “Siempre que el Organismo Ejecutivo o cualquier ente público tengan el propósito de realizar operaciones crediticias en el extranjero, o cuando gestionen la contratación de empréstitos en el interior del país, deberán solicitar opinión a la Junta Monetaria...”. Por último, en el inciso i), segundo párrafo del Artículo 171 de la Constitución Política de la República de Guatemala se establece, en lo conducente que, “para que el Ejecutivo, la Banca Central o cualquier otra entidad estatal puedan concluir negociaciones de empréstitos u otras formas de deudas, en el interior o en el exterior, será necesaria la aprobación previa del Congreso...”.

En lo que respecta al aspecto financiero de la gestión de la deuda pública en Guatemala, es importante indicar que las acciones que se han llevado a cabo para implementar una adecuada gestión de la deuda pública, con el favorable desempeño macroeconómico desde 2000, ha propiciado una mejora en la estructura de la deuda pública, lo cual ha permitido al Gobierno de Guatemala reducir su exposición a las variaciones de la tasa de interés internacional y a los riesgos cambiarios. En efecto, hasta 2011 el gobierno registró una tendencia a la sustitución de deuda externa por interna, así como la sustitución de deuda interna denominada en moneda extranjera por deuda en moneda nacional.

Otro aspecto importante de la gestión de la deuda pública consiste en resaltar las condiciones financieras en que se ha negociado la misma, particularmente, las colocaciones de la deuda pública interna en el mercado local, las cuales se han realizado a menores tasas de interés y a plazos más largos, reflejándose en una reducción del costo de la deuda pública y en una mejora del perfil de vencimientos, aspecto que contribuye a desarrollar y profundizar el mercado secundario de valores y a construir una curva de

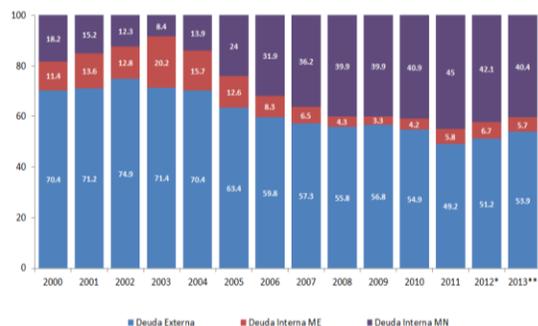
rendimientos.

Durante el periodo 2012-2013, el Ministerio de Finanzas Públicas ha optado por la colocación de deuda en el mercado internacional, aprovechando las condiciones financieras favorables de bajas tasas de interés e incremento de la liquidez mundial, entre otros aspectos. Sin embargo, si bien la deuda en moneda extranjera puede parecer, *ex-ante*, menos costosa que la deuda en moneda nacional, ésta puede resultar más onerosa si los mercados de capital son inestables o si el tipo de cambio nominal se deprecia. Por ello, es necesario que los responsables de la gestión de la deuda pública realicen pruebas de tensión que permitan cuantificar los costos potenciales en situaciones extremas y los costos indirectos a los cuales se encuentra expuesta esa deuda (incluyendo el costo que tiene para la política monetaria la esterilización de los excedentes de liquidez que se originan del aumento en las reservas monetarias internacionales).

Finalmente, una administración prudente del déficit fiscal y del endeudamiento público permitiría avanzar en el proceso de consolidación de las finanzas públicas, en una coyuntura en la que la incertidumbre a nivel mundial sugiere, para países como Guatemala, la necesidad de generar un espacio fiscal para enfrentar potenciales vulnerabilidades. En ese sentido, es relevante el mantenimiento de una estrecha coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, con el propósito de que las acciones de política fiscal que se adopten se hagan en un marco de prudencia y disciplina, contribuyendo con ello a afianzar favorablemente las expectativas de los agentes económicos en beneficio de la estabilidad en el nivel general de precios.

### Gráfica A2.1

Estructura de la Deuda Pública (1) (2)  
Años 2000 - 2013  
(porcentajes)



(1) Cifras de 2012, preliminares.

(2) Cifras de 2013, proyectadas.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Agencia Internacional de Energía (2013). Oil market report, informes de enero, febrero y marzo.
2. Banco Central de la República de Argentina (2007): “Relevamiento de expectativas de Mercado (REM) / Metodología”.
3. Banco de Guatemala (2003-2010): “Estudio de la Economía Nacional”.
4. Banco de Guatemala (2003-2012): “Evaluación, Propuesta y Resoluciones de la Junta Monetaria de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia”.
5. Banco Interamericano de Desarrollo (2007). “Cómo contener los riesgos del endeudamiento público. Progreso Económico y Social en América Latina”.
6. Berk, Jan Marc y Hebbink, Gerbert (2006): “The Anchoring of European Inflation Expectations”. De Nederlandsche Bank. Working Paper No. 116/2006.
7. Brischetto, Andrea y De Brouwer, Gordon (1999): “Householders’ inflation expectations”. Research Discussion Paper 1999-03, Reserve Bank of Australia.
8. Buckhard, James; Houlton Geoff; Nguyen, Ha (2013). “America’s Great Oil Revival, Reshaping the global market”, IHS CERA, Private Report.
9. Coutinho Marques, André Barbosa; Fachada, Pedro; y, Cogo Cavalcanti, Diogo (2003): “Sistema Banco Central de Expectativas de Mercado”. Banco Central System of Market Expectations, Banco Central do Brasil Technical Notes 36.
10. Cunningham, Rose; Desroches, Brigitte; y, Santor, Eric (2010): “Inflation Expectations and the Conduct of Monetary Policy: A Review of Recent Evidence and Experience”. Bank of Canada Review, Spring 2010.
11. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (2013). Grain world markets and trade, informes de enero, febrero y marzo.
12. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (2013). Wheat outlook, informes de enero, febrero y marzo.
13. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (2013). World agricultural production, informes de enero, febrero y marzo.
14. Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (2013). Short term energy outlook, informes de enero, febrero y marzo.
15. Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (2013). This week in petroleum, informes de enero, febrero y marzo.
16. Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (2013). Today in energy, notas de enero, febrero y marzo.
17. Fernández, Andrés; Rodríguez, Luis; Parejo, José Alberto; Calvo, Antonio y Galindo, Miguel (2011) “Política Monetaria: Fundamentos y Estrategias”, Paraninfo, Madrid.
18. Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial (2001). “Directrices para la Gestión de la Deuda Pública. Marzo”.
19. Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial (2009). “Formulación de una Estrategia de Gestión de la Deuda a Mediano Plazo: Nota de Orientación para las Autoridades Nacionales”. Febrero 2009.
20. Fondo Monetario Internacional, Monitor fiscal, Abril 2013.
21. Fondo Monetario Internacional, Panorama económico mundial, Abril 2013.
22. Fondo Monetario Internacional, Reporte de estabilidad financiera global, Abril 2013.
23. Gourinchas, Pierre; Valdes, Rodrigo y Landerretche, Oscar. (2001) “Lending Booms: Latin America and the World”. Economía.
24. Hodrick R. y Prescott, E. (1997). Post-War US Business Cycles: an Empirical Investigation. Journal of Money, Credit and Banking 29: 1-16.
25. IHS CERA, (2013). Crude oil market outlook, presentaciones de enero, febrero y marzo.
26. IHS CERA, (2013). Will Non-OPEC Supply Rise to the Occasion?, World Oil Watch, febrero.

27. Instituto Nacional de Estadística, (2013). Índice de Precios al Consumidor y Costo de la Canasta Básica Alimentaria y Vital, informes de enero, febrero y marzo.
28. Martin, Monica y Papile Cristiano (2004): “The Bank of Canada’s Business Outlook Survey: An Assessment”. Bank of Canada Working Paper 2004-15.
29. Melecky, Martin (2007). “A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies”. Policy Research Working Paper No. 4287. World Bank. Julio.
30. Mendoza, Enrique y Terrones, Marco. (2008) “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”. Working paper 8/226. Fondo Monetario Internacional.
31. Moreno, Ramón y Villar, Agustín (2010), “Inflation expectations, persistence and monetary policy”, BIS Papers No. 49, Banco Internacional de Pagos.
32. Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (2013). Crop prospects and food situation, marzo.
33. Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (2013). Global food price monitor, informes de febrero y marzo.
34. Organización de Países Exportadores de Petróleo (2013). Monthly oil market report, informes de enero, febrero y marzo.
35. Pedersen, Michael (2010): “Una nota introductoria a la encuesta de Expectativas Económicas”. Estudios Económicos Estadísticos No. 82, Banco Central de Chile.
36. Prasad, Abha y Pollock, Malvina (2011). “Measuring Performance in Public Debt Management: Key Findings from the Debt Management Performance Assessment”. World Bank.
37. Ranchhod, Satish (2003): “The relationship between inflation expectations survey data and inflation”. Reserve Bank of New Zealand, Bulletin Volume 66 No. 4.
38. The Economist Intelligence Unit. Country Report United States of America. March 2013.
39. The Economist Intelligence Unit. Country Report Honduras. March 2013.
40. The Economist Intelligence Unit. Country Report El Salvador. March 2013.
41. The Economist Intelligence Unit. Country Report European Union. March 2013.
42. The Economist Intelligence Unit. Country Report Mexico. March 2013.