

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2015



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA.....	2
RESUMEN EJECUTIVO.....	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	7
A. COYUNTURA RECIENTE	7
1. Panorama general	7
2. Desempeño de las economías avanzadas.....	9
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	12
4. Mercados financieros internacionales	16
5. Precios internacionales de algunas materias primas	17
6. Inflación y política monetaria	24
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	28
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	32
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	32
B. SECTOR EXTERNO	34
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA.....	36
1. Evolución reciente de la inflación	36
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	39
3. Variables informativas de la política monetaria	41
D. FINANZAS PÚBLICAS	45
1. Ingresos	46
2. Gastos	47
3. Resultado fiscal y financiamiento	47
ANEXOS	
ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA.....	50

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 17 de abril de 2015.

ANEXO 2

MODELANDO LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN GUATEMALA 56

ANEXO 3

COMPRENDIENDO LA CAÍDA DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO: CAUSAS E
IMPLICACIONES 60

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... 64

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2015

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

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

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

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

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

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto, durante el primer trimestre de 2015, la Junta Monetaria se reunió en febrero y marzo para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En la sesión de febrero, la Junta Monetaria decidió disminuir la tasa de interés líder en 50 puntos básicos; fijándola en 3.50%, mientras que en la reunión de marzo, dicho cuerpo colegiado acordó mantener sin cambios el nivel de la tasa. Para dichas decisiones, la Junta Monetaria tomó como base el análisis integral de la coyuntura económica externa e interna. En el ámbito externo, consideró que la economía mundial continuaba recuperándose a un ritmo moderado, en presencia de riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta la considerable reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados y la estabilidad en el comportamiento de los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo, lo que modificó a la baja la trayectoria de la inflación. En el ámbito interno, consideró que si bien el desempeño de la actividad económica continuaba dinámico, los pronósticos y las expectativas de inflación para 2015 se ubicaban por debajo del valor puntual de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y que para 2016 los pronósticos anticipan que la inflación aumentará, aunque se mantendría alrededor del valor puntual de la meta. Subrayó que el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado se había acelerado, principalmente el de moneda extranjera.

En el contexto descrito, tomando en cuenta los moderados niveles de inflación tanto observados como pronosticados para el horizonte de política monetaria relevante, la postura de política monetaria en el trimestre mantuvo un sesgo ligeramente acomodaticio, reflejado, como se indicó, en la reducción de 50 puntos básicos en el nivel de la tasa de interés líder.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, durante el primer trimestre del año la actividad económica mundial continuó recuperándose, aunque con importantes diferencias entre los principales países y regiones, en un entorno donde persisten algunos riesgos a la baja. En las economías avanzadas se mantienen las expectativas de un mayor crecimiento, especialmente en los Estados Unidos de América, mientras que en la Zona del Euro los riesgos siguen inclinándose a la baja, aunque se evidencia una leve mejora en sus perspectivas de crecimiento económico. En Japón, a pesar del amplio estímulo monetario, el crecimiento seguiría siendo moderado.

Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se estima que continuarán con desaceleración y perspectivas sujetas a riesgos a la baja, ante debilidades estructurales que impiden elevar la productividad y la competitividad, la marcada desaceleración en el crecimiento de algunos países exportadores de petróleo y la incertidumbre respecto a la normalización de la política monetaria estadounidense, que podría tener efectos financieros y cambiarios adicionales a los que se han venido observando. Asimismo, una desaceleración de la República Popular China mayor a la prevista podría tener efectos sobre las economías emergentes que dependen de la actividad económica china, especialmente sus socios comerciales de Asia, aunque sigue presente el consenso de que dicha economía continuaría experimentando un "aterrizaje suave", lo que significa crecimientos menores a los registrados históricamente, aunque sostenibles.

Según el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento económico mundial fue de 3.4% en 2014, se situaría en 3.5% en 2015 y se aceleraría a 3.8% en 2016. Las economías avanzadas registraron un crecimiento de 1.8% en 2014 y crecerían 2.4% tanto en 2015 como en 2016, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, luego de crecer 4.6% en 2014, registrarían un crecimiento de 4.3% en 2015 y de 4.7% en 2016.

En los Estados Unidos de América, la recuperación económica continuó consolidándose en 2014, incluso con un crecimiento del PIB mayor al previsto. En efecto, al cuarto trimestre, el PIB registró una tasa de crecimiento de 2.2% ante la mejora observada en el consumo privado, la recuperación del mercado de laboral, el aumento del ingreso personal, la reducción en los precios de los combustibles y la mejora en la confianza de los consumidores, entre otros.

En la Zona del Euro, en el cuarto trimestre se registró un crecimiento económico de 1.3%, superior al esperado, permitiendo que la región saliera de la recesión. Dicho resultado se asocia a la mejora en el consumo privado y en la inversión; al aumento de las exportaciones; las mejores condiciones de financiamiento; la postergación de medidas de consolidación fiscal; los avances en la unión bancaria y la vigencia de una política monetaria expansiva. En efecto el impulso monetario se intensificó a partir de marzo de 2015, debido al relajamiento cuantitativo del Banco Central Europeo (BCE) mediante el programa de compras de activos, tanto del sector privado como del sector público, hasta por un monto mensual de €60.0 mil millones. No obstante, la recuperación de la región sigue considerándose débil y heterogénea.

En Japón, la economía, en el cuarto trimestre creció 1.5%, lo que le permitió salir de la recesión técnica asociada, principalmente, al efecto negativo del aumento del impuesto al consumo en abril de 2014. En el comportamiento positivo del último trimestre, contribuyó la recuperación del consumo privado por el aumento de los salarios y menores precios del petróleo; asimismo, se registró un incremento en las exportaciones. Debido a la recesión técnica, el gobierno decidió posponer, por dieciocho meses, la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas (de 8.0% a 10.0%), lo que también incidió en el resultado favorable del último trimestre de 2014.

La actividad económica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuó con el moderado proceso de ralentización, asociado al débil desempeño de algunas economías, en particular Rusia y Brasil y, en menor medida, la República Popular China, así como al efecto de la baja en los precios de las materias primas en algunos países exportadores netos, entre ellos Chile, Colombia y Perú.

En el caso de la República Popular China, el PIB creció 7.3% en el cuarto trimestre de 2014, cifra igual a la registrada en el trimestre previo. Dicho resultado, es de los más bajos observados y se explica por una desaceleración en el consumo; en la inversión, especialmente, por la disminución en el gasto de las empresas estatales; y del mercado inmobiliario a causa del menor dinamismo del crédito bancario.

En las economías de América Latina, las condiciones adversas que han enfrentado en los últimos dos años continuarían latentes este año, principalmente para aquellas que son dependientes de las exportaciones de materias primas o tienen una relación comercial más estrecha con la República Popular China; sin perjuicio de que continúa la expectativa sobre el efecto que pueda tener la normalización de la política monetaria estadounidense, especialmente en términos de una reversión de los flujos de capital. No obstante, en ese escenario se anticipa que la recuperación de algunas economías avanzadas podría contribuir a dinamizar el comercio de la región, especialmente en economías conectadas con los Estados Unidos de América.

En Centroamérica, la actividad económica continuó mostrando dinamismo en 2014, de acuerdo al comportamiento de algunos indicadores de corto plazo (índice mensual de la actividad económica, remesas, turismo, inversión extranjera y comercio) y las perspectivas continúan siendo positivas, derivado, principalmente, de la mejora en la actividad económica de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, así como de la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

Los principales índices accionarios en las economías avanzadas, en términos generales, continuaron con su tendencia positiva, congruente con la perspectiva de un mejor desempeño de la actividad económica en Estados Unidos de América, en un entorno de bajas tasas de interés de largo plazo, y consenso acerca de que la normalización de su política monetaria será gradual.

Los precios de las materias primas, en términos generales, reflejaron cierta estabilidad, pero en niveles bajos. En el caso del petróleo, la baja en el precio se explica por el incremento en la producción de los Estados Unidos de América, así como por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener invariable su cuota de producción. Mientras que en el caso del maíz amarillo y del trigo, las perspectivas de mayor producción, la reducción de la demanda por parte de algunas economías emergentes y los altos niveles de inventarios, mantienen los precios bajos y no se anticipan cambios en el resto del año, a pesar de que las condiciones climáticas continuarán siendo un factor de riesgo.

La inflación en las economías avanzadas continuó con la tendencia a la baja observada en 2014, en parte, por la reducción de los precios del petróleo y sus derivados, lo cual ha contribuido a que se sitúe por debajo del objetivo de los respectivos bancos centrales y en algunos casos es negativa y no se espera que aumente para lo que resta del año. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en términos generales, la inflación presentó una tendencia a la baja, con algunas excepciones y en algunos casos fuera de las metas establecidas por las autoridades monetarias. En el caso de las economías de América Latina con esquema de metas de inflación, la inflación a marzo de 2015 es dispar, ya que México y Perú registraron inflaciones dentro de su meta de inflación, mientras que Brasil, Chile y Colombia, observaron inflaciones superiores a su meta. Centroamérica y República Dominicana continúan experimentando, en general, una tendencia a la baja, la

cual refleja el impacto de la caída del precio internacional del petróleo y sus derivados, aunque el renglón alimentos mantiene ritmos crecientes.

Las decisiones sobre las tasas de interés de política monetaria, en los países latinoamericanos con metas explícitas de inflación, han sido disímil. En el caso de Perú se redujo la tasa en 25 puntos básicos, ante la moderación de la actividad económica; mientras que en el caso de Brasil se incrementó en 100 puntos básicos ante presiones inflacionarias. En cambio Costa Rica y Guatemala las redujeron en 75 y 50 puntos básicos, en su orden, debido, en el caso de Costa Rica, a una desaceleración de la demanda agregada y, en el caso de Guatemala a la disminución en los pronósticos y expectativas de inflación, así como a la evolución de la inflación subyacente que se ubica por debajo del límite inferior de la meta.

En el ámbito interno, el PIB en 2014, registró un aumento de 4.2%, superior al promedio de crecimiento de la economía mundial, de América Latina y de Centroamérica, resultado sustentado, por el lado del origen de la producción, en incrementos en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el dinamismo registrado en el consumo privado, así como en las exportaciones de bienes y servicios.

En lo que ha transcurrido de 2015, el desempeño económico sigue siendo favorable, lo cual se refleja en el comportamiento de los indicadores de corto plazo. En efecto, a febrero el IMAE registró un crecimiento de 4.8% resultado de la incidencia positiva de los sectores de explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; suministro de electricidad y captación de agua; construcción; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; y, servicios privados, que en conjunto explican cerca del 70% de dicho crecimiento.

En lo que respecta al comercio exterior, a febrero, este registró un mayor dinamismo, congruente con las perspectivas económicas de los principales socios

comerciales. En efecto, el valor FOB de las exportaciones creció 8.3%, debido al incremento del volumen (39.4%) y de la disminución del precio medio (22.8%), comportamiento consistente con lo observado en los mercados internacionales de materias primas. Entre los principales productos exportados destacan, en su orden: hierro y acero; banano; azúcar; y café.

Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes cayó 8.7%, derivado de la reducción de 11.6% en el precio medio, el que fue compensado, por el aumento de 3.1% en el volumen. Dicho comportamiento se explica, principalmente, por la reducción del valor en combustibles y lubricantes, que se viene observando desde julio de 2014.

Al 31 de marzo de 2015, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$1,395.9 millones, superior en US\$158.5 millones (12.8%) respecto del registrado en igual período de 2014, resultado asociado, principalmente, a la mejora registrada en el mercado laboral de los Estados Unidos de América. Por su parte, las Reservas Internacionales Netas (RIN) ascendieron a US\$7,770.3 millones, equivalente a 5.1 meses de importación de bienes, lo que, sigue evidenciando la solidez externa del país.

Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad, registrando al 31 de marzo de 2015 una apreciación de 1.07% en términos interanuales. Vale indicar que, como resultado de la activación de la regla de participación en el mercado cambiario, el Banco Central compró US\$142.3 millones en dicho mercado.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) a marzo, reflejó una variación en el ritmo inflacionario de 2.43%, por debajo del valor puntual y del margen de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). Dicho comportamiento decreciente desde noviembre de 2014 se asocia a la persistente caída del precio internacional del petróleo y sus derivados; lo cual ha compensado las alzas en la

división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* que siguen siendo mayores respecto del resto de divisiones de gasto. El ritmo inflacionario subyacente se situó en 2.09%. Al descomponer la inflación total en sus componentes interno e importado, se observa que a marzo la inflación interna fue de 4.56%, mientras que la inflación importada se ubicó en -2.13%.

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

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

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, han exhibido un comportamiento dinámico y congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo. Al 26 de marzo, el crecimiento interanual de la emisión monetaria fue de 10.7%, el de los medios de pago totales de 11.1% y el del crédito bancario al sector privado de 11.8%. Es importante mencionar que el crédito bancario continúa registrando tasas de crecimiento por arriba del PIB nominal (7.3%) y su peso relativo en relación al PIB continúa aumentando. Dicho comportamiento se asocia, principalmente, al aumento de la demanda de crédito en moneda extranjera, particularmente del sector corporativo nacional.

En cuanto a las finanzas públicas, el Ministerio de Finanzas Públicas de conformidad con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015 estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse en alrededor de 2.0%, ligeramente superior al de 2014, previéndose un incremento de los ingresos tributarios de 11.4% y de 12.3% para los gastos totales. Con cifras preliminares a marzo, los ingresos

totales del gobierno central fueron mayores en 3.5% respecto del mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales subieron 21.7%, como resultado, el déficit fiscal fue de Q1,408.5 millones (0.3% del PIB). Al 28 de febrero, la deuda pública externa se ubicó en US\$7,404.4 millones, mientras que la interna, al 31 de marzo, en Q62,675.1 millones. Vale indicar que la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, al 31 de marzo, alcanzó Q7,021.7 millones, a plazos de 10, 12, y 15 años.

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

En el entorno interno, el PIB creció 4.2% (mayor al 3.7% de 2013). Asimismo, en 2015 el desempeño económico continúa sólido, lo que se refleja en el dinamismo de algunos indicadores de corto plazo como el IMAE, el volumen de comercio exterior, las remesas familiares y el crédito al sector privado. La disciplina de las políticas fiscal y monetaria ha contribuido a que el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) permanezca estable.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

El proceso de recuperación económica mundial continúa, aunque de manera moderada y heterogénea, dado que se evidencian importantes diferencias entre países y regiones. Actualmente la recuperación está siendo liderada por algunas de las principales economías avanzadas, en un contexto de políticas monetarias expansivas, condiciones financieras internacionales flexibles, moderación de las tensiones geopolíticas y reducción en los precios internacionales del petróleo y sus derivados. Las economías avanzadas registran divergencia en su desempeño. Por un lado, los Estados Unidos de América y el Reino Unido continúan mostrando mayor dinamismo; mientras que la Zona del Euro y Japón el crecimiento continúa siendo relativamente débil. Aunque las expectativas para la Zona del Euro han mejorado.

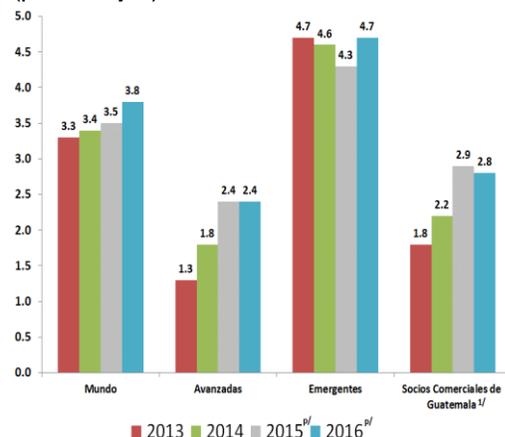
Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en general, siguen contribuyendo más al crecimiento mundial, pero su ritmo de crecimiento se ha ralentizado, principalmente en la República Popular China y en algunos países exportadores de materias primas. Conviene destacar que la drástica reducción observada en el precio internacional del petróleo, desde el segundo semestre de 2014 podría contribuir a dinamizar la actividad económica en los países importadores netos, pero puede tener un efecto desfavorable en los países que dependen de los ingresos de estas exportaciones, algunos de los cuales ya habían sido afectados por la caída de los precios de otras materias primas que exportan y otras debilidades estructurales que afectan la demanda interna (particularmente Rusia y Brasil).

En el caso de los principales socios comerciales de Guatemala, las expectativas son favorables, debido a la mejora del crecimiento de los Estados Unidos de América y a los efectos que dicha mejora tiene en otros socios, como Centroamérica y México.

En los Estados Unidos de América el crecimiento económico continúa siendo sólido y las condiciones económicas, en general, han mejorado desde el segundo semestre de 2014. Siendo esta una de las razones principales por las que la Reserva Federal (FED) finalizó en octubre de 2014 el programa de flexibilización

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (1)
(porcentajes)



^{p/} Proyectado.

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

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

cuantitativa (*Quantitative Easing*) y existe algún consenso en que la FED iniciará la normalización de su política monetaria (alzas en la tasa de interés objetivo de fondos federales) en el segundo semestre de este año. La fortaleza de la economía estadounidense, aunada a la reacción de los mercados ante la divergencia de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas (Estados Unidos de América y Reino Unido retirando estímulos monetarios y la Zona del Euro y Japón ampliando la postura acomodaticia de sus políticas) han propiciado en los últimos meses una apreciación importante del dólar estadounidense frente a las principales monedas a nivel mundial.

En contraste, en la Zona del Euro y Japón, el desempeño económico es relativamente débil, por lo que sus autoridades intensificaron la postura expansiva de sus políticas monetarias. Dichas medidas y otros factores (como el aumento en el ingreso real, la caída en el precio internacional del petróleo, la mejora en las condiciones de crédito bancario, las bajas tasas de interés y el fortalecimiento de la confianza económica) han mejorado las perspectivas de crecimiento económico en la Zona del Euro, tanto para 2015 como para 2016. En el caso de Japón, el impulso monetario aún no ha logrado una mejora visible en las expectativas de crecimiento económico, pero podría beneficiarse de precios internacionales del petróleo más bajos, de salarios reales más altos y de un incremento en el precio de las acciones como resultado de la flexibilización cuantitativa adicional del Banco de Japón.

Dentro del grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo, destaca la República Popular China, cuya actividad económica ha venido desacelerándose gradualmente, entre otros factores, por el cambio en su modelo de crecimiento económico orientado al impulso del consumo privado. Actualmente, el temor de varios analistas internacionales y algunos participantes del mercado de que la economía china podría tener un “aterrizaje forzoso” no se ha materializado, aunque no se descarta.

En América Latina, la actividad económica presenta señales de debilidad, principalmente en aquellas economías dependientes de las exportaciones de materias primas, como Brasil, Chile y Perú, y cuya relación comercial es más estrecha con la República Popular China. En el caso de Brasil, dicha coyuntura, aunada a debilidades estructurales internas, provocó una significativa reducción en los niveles de inversión, así como una pérdida en la confianza empresarial. Otro factor que está afectando a la región es la salida de capitales ante las expectativas de normalización de la política monetaria estadounidense, lo que, a su vez, ha provocado depreciaciones cambiarias. Las economías que están vinculadas comercialmente con los Estados Unidos de América presentaron un mejor desempeño. Destaca el caso de México, en donde las reformas estructurales adoptadas le permiten estar mejor preparado para la referida normalización y la región centroamericana en donde la actividad económica siguió mostrando dinamismo.

En los mercados financieros internacionales, la actividad bursátil continuó presentando un adecuado desempeño en las economías avanzadas, resultado de la mejora en la actividad económica en Estados Unidos de América y de la flexibilización cuantitativa en la Zona del Euro. Sin embargo, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los índices accionarios muestran reducciones asociadas al débil desempeño económico. Además, se han observado importantes episodios de volatilidad, explicados por las expectativas de normalización de la política monetaria estadounidense, la caída en el precio internacional del petróleo, la apreciación del dólar estadounidense y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y en la región del Mar Negro.

Respecto de las materias primas, destaca la reducción en el precio internacional del petróleo, asociada, principalmente, a factores de oferta, dado el incremento en la producción de los Estados Unidos de América y la decisión de la Organización de Países

Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener su actual nivel de producción. Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo, continuaron reflejando una disminución ante la adecuada oferta mundial, luego de los incrementos en las cosechas de los dos años previos por factores climáticos favorables.

En materia de inflación, a nivel mundial, continuó la disminución, principalmente en las economías avanzadas, resultado de la reducción en los precios de los energéticos, que provocó que la misma se sitúe, en la mayoría de casos, por debajo de los objetivos de los bancos centrales. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se observó un comportamiento mixto, dado que en algunas economías hubo alguna disminución asociada a la baja en el precio de los combustibles, pero en otras se registraron incrementos, como resultado, principalmente, de presiones en los precios de los alimentos.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, las economías avanzadas no presentaron cambios durante el primer trimestre del año respecto del cierre de 2014 y continúan en niveles históricamente bajos. En el caso de los Estados Unidos de América, como se indicó, el consenso general es que la FED pueda iniciar el proceso del incremento de la tasa de referencia a partir del segundo semestre de 2015. Respecto de la Zona del Euro, si bien no se modificó la tasa de interés, destaca la ampliación del programa de flexibilización cuantitativa. En Latinoamérica, en el caso de Perú se redujo la tasa en 25 puntos básicos ante la moderación de la actividad económica; mientras que en Brasil se incrementó en 100 puntos básicos, en donde a pesar de la caída del producto aumentaron, las presiones inflacionarias. En Centroamérica, Guatemala y Costa Rica redujeron sus tasas de política en 50 y en 75 puntos básicos, respectivamente. En el caso de Guatemala, por la reducción de los precios internacionales del petróleo y derivados, lo que modificó la trayectoria esperada de la inflación. En el caso de Costa Rica, por la desaceleración de la demanda agregada.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, la recuperación económica continuó consolidándose en 2014, incluso registrando un crecimiento del PIB mayor al previsto. En efecto, al cuarto trimestre de 2014, el PIB creció 2.2% (-2.1%, 4.6% y 5.0% en los primeros tres trimestres del año, respectivamente) resultado, principalmente, de la mejora observada en el consumo privado, que fue apoyado por la recuperación del mercado laboral, reflejada en la reducción de la tasa de desempleo de 6.6% en marzo de 2014 a 5.5% en marzo de 2015; el aumento del ingreso personal; la reducción en los precios de los combustibles y de la energía; y la mejora en la confianza del consumidor. El mejor desempeño económico, también fue apoyado por el aumento de la inversión no residencial, condiciones financieras favorables, comportamiento positivo del mercado accionario y menores restricciones fiscales. Dentro de los factores que limitaron el crecimiento económico se pueden mencionar: el débil crecimiento del sector inmobiliario, la moderada demanda externa y la apreciación del dólar.

Luego de que la FED finalizara en octubre de 2014 el programa de compras de activos (*tapering*), el principal factor que ha generado volatilidad en los mercados financieros internacionales es la expectativa de normalización de su política monetaria. La FED ha destacado que dicha normalización estaría sujeta al análisis del progreso de su objetivo dual de máximo empleo e inflación (alrededor de 2.0%), lo que depende de la evaluación de una serie de indicadores. Si el progreso de estos indicadores resulta menos alentador de lo esperado, ello podría retrasar el aumento de la tasa de política monetaria. En cambio, si se observaran avances en dichos indicadores, el aumento de la tasa de interés podría ocurrir antes de lo previsto. Al respecto, la expectativa general del mercado es que el alza de la tasa de interés de referencia, actualmente entre 0.0% y 0.25%, podría iniciar en el segundo semestre de 2015, como lo reflejan las expectativas de los futuros sobre tasas de interés de fondos federales.

En materia fiscal, los consensos políticos alcanzados previamente permitieron aprobar el presupuesto federal de 2014 y suspender temporalmente el techo de la deuda hasta el 15 de marzo de 2015. En efecto, a partir de mediados de marzo ha cobrado vigencia el techo de la deuda, lo que hace necesario volver a entrar en negociaciones políticas para encontrar soluciones más sostenibles, a lo que se aúna el hecho de que el Gobierno Federal planteó la aprobación de un presupuesto por US\$3.99 billones para el año fiscal 2016, el cual aún debe ser aprobado por el Congreso. En ese sentido, no se descarta que se vuelvan a registrar episodios de volatilidad en los mercados financieros, como consecuencia de una mayor incertidumbre fiscal.

En la Zona del Euro, en el cuarto trimestre de 2014 se observó un crecimiento superior al esperado, lo que permitió que la región saliera de la recesión. En efecto, la tasa de variación del PIB se situó en 1.3%, superior a las tasas registradas en los primeros tres trimestres (1.1%, 0.3% y 0.7%, respectivamente). Dicho resultado se asocia a la mejora en el consumo privado, la inversión, las exportaciones y en las condiciones de financiamiento. Ante el riesgo de deflación y la pérdida de dinamismo de la actividad económica, en septiembre de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) intensificó la postura acomodaticia de política monetaria, al reducir a niveles históricos la tasa de interés objetivo (0.05%), al tiempo que anunció la implementación de medidas de estímulo cuantitativo, mediante un programa de compras de activos. Dicho programa se amplió en marzo de 2015, hasta por un monto mensual de €60.0 mil millones, medida que en adición a mejores condiciones crediticias, la depreciación del euro, el aumento del ingreso real, la caída en los precios del petróleo y una postura fiscal neutral, contribuyen a mejorar la perspectiva sobre el desempeño económico en los próximos trimestres. Sin embargo, prevalecen algunos riesgos a la baja. El primer riesgo se refiere a la intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en el área de influencia de Rusia, que afecta las relaciones tanto comerciales como

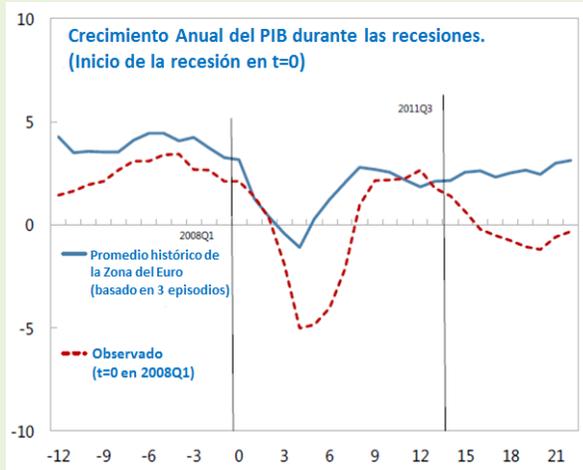
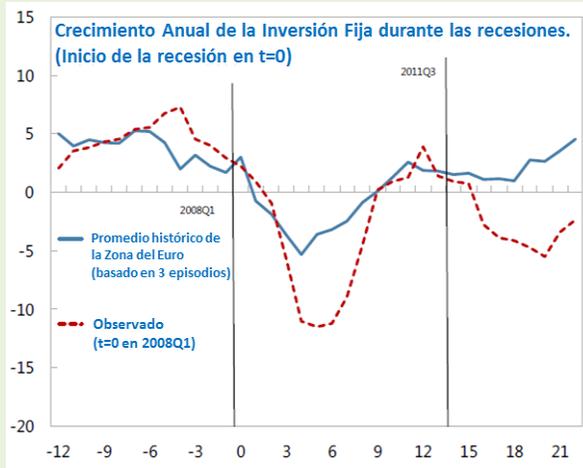
financieras con Europa. Un segundo factor es la incertidumbre ante las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión monetaria, acerca de cuál es la combinación apropiada de reformas estructurales, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Un tercer riesgo es que sigan disminuyendo las expectativas de inflación a mediano plazo, desincentivando el consumo a corto plazo. Otro riesgo, aún más relevante, es la situación política y económica de Grecia, que podría provocar su salida de la Zona del Euro.

Por su parte, Japón registró, en el cuarto trimestre de 2014, un crecimiento de 1.5%. Derivado de la recesión técnica en la que se encontraba la economía japonesa, en octubre de 2014 el gobierno decidió posponer, por dieciocho meses, la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas (de 8.0% a 10.0%), que estaba previsto para octubre de 2015, trasladándolo para abril de 2017. Por su parte, el Banco de Japón, desde octubre del año anterior intensificó su postura acomodaticia de política monetaria mediante la expansión de la base monetaria y el incremento del monto de su programa de compra de activos, con el propósito de apoyar la actividad económica, aunado a los beneficios que puede significar para la economía japonesa los bajos precios internacionales del petróleo.

RECUADRO 1

LA INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO: ¿POR QUÉ SE HA MANTENIDO DÉBIL?

Las crisis financieras, por lo general, tienden a tener efectos permanentes sobre la inversión. De hecho, algunos autores (Barkbu *et al*, 2015) señalan que las crisis financieras erosionan la razón inversión/PIB en aproximadamente 3.5%. Sin embargo, la crisis financiera registrada en 2008-2009, impactó tan fuerte la inversión total en la Zona del Euro, que se estima que la citada relación pudo haber caído hasta 4.5%. Como puede observarse en las gráficas siguientes, la inversión y la actividad económica en dicha Zona, han registrado una débil recuperación desde entonces.



Los factores que pudieran estar contribuyendo a este débil resultado de la inversión se asocian al elevado costo de financiamiento y al limitado acceso al mismo. Dado que la deuda privada en la Zona del Euro se basa principalmente en el financiamiento bancario, tasas de interés más altas incrementan el costo del capital, particularmente para las empresas pequeñas. Ciertamente, las tasas sobre préstamos en algunos países se mantienen elevadas como consecuencia de la persistente fragmentación financiera.

Al mismo tiempo, el sector corporativo permanece altamente apalancado, por lo que, mientras las compañías reparan sus hojas de balance y reducen su deuda, la demanda de crédito permanece baja. De hecho, el FMI considera que el crédito al sector privado continúa en niveles bajos. Empíricamente, únicamente una de cinco recuperaciones económicas no se fundamentó en un repunte del crédito. Aunque la inversión en la Zona del Euro pudiera recuperarse sin necesidad de una expansión crediticia, las recuperaciones que no están apoyadas en dicha expansión normalmente se asocian a una inversión baja y a un crecimiento del PIB menor. Cabe señalar que una prolongada y débil recuperación económica, aunada a bajos niveles de inversión, puede tener consecuencias de largo plazo en el producto potencial, lo que consecuentemente, impactará en las expectativas de las economías de la región.

En este contexto, el estudio de Barkbu *et al* (2015) examina estos factores y su impacto en la inversión no residencial en la Zona del Euro. De acuerdo a los autores, una recuperación económica débil, fuerte fragmentación financiera, altos niveles de apalancamiento corporativo e incertidumbre sobre la política económica, son los responsables del poco dinamismo de la inversión. Para identificar el impacto de cada factor, los autores utilizan tres modelos: i) modelo del acelerador de la inversión (cambios en el producto); ii) modelo neoclásico (costo del capital, en términos reales); y iii) modelo del acelerador *plus* (cambios en el producto, incertidumbre, costos de financiamiento, apalancamiento y flujos de efectivo).

Los resultados señalan que, si bien todos los factores han limitado la inversión en la Zona del Euro, existen considerables diferencias entre países. Por ejemplo, el modelo del acelerador, el cual ilustra que los cambios en la inversión se deben únicamente a cambios en el producto, explica muy de cerca el comportamiento de la inversión en la mayoría de países durante el período previo a la crisis, particularmente para España. Sin embargo, en el período post crisis, pronostica valores de dicha variable por debajo de los observados. Lo mismo sucede con el modelo neoclásico, con excepción del caso de Grecia, para el cual el modelo hace una buena estimación durante todo el período. No obstante, la diferencia entre los valores observados y los estimados disminuye considerablemente con el modelo acelerador *plus*, el cual señala que la incertidumbre es el principal factor que explica la baja inversión en la mayoría de países de la Zona, antes y después de la crisis. Adicionalmente, el modelo señala que el apalancamiento corporativo estaría asociado negativamente a la inversión, particularmente, en Italia, Portugal y Francia.

Con base en los resultados, los autores esperan que la inversión en la Zona del Euro se recupere, en la medida en que lo haga la actividad económica y disminuya la incertidumbre. Asimismo, subrayan que esta dependerá de acciones de política económica complementarias tanto a nivel nacional como a nivel de la Zona, como reformas estructurales, apoyo a la demanda agregada, mejora de las hojas de balance y una mayor integración bancaria.

Fuente: Barkbu, Bergljot; Berkmen, S. Pelin; Lukyantsau, Pavel; Saksonovs, Sergejs; y Schoelermann, Hanni. "Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?" IMF Working Paper WP/15/32. International Monetary Fund. February 2015.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúan con un mayor aporte al crecimiento mundial pero su crecimiento se ha ralentizado, principalmente el de la República Popular China, dado el cambio en su estrategia de crecimiento económico y de algunos países exportadores de materias primas que han sido afectados por la caída en el precio de las materias primas tanto petroleras como no petroleras y por salidas de capitales asociadas a la expectativa de normalización de la política monetaria estadounidense. La tasa de crecimiento del PIB para este grupo de economías en 2014 fue de 4.6% (5.0% en 2013), superior a la de las economías avanzadas (1.8%), por lo que continuaron siendo el motor de crecimiento mundial (según el FMI, estas economías aportaron alrededor de 75% del referido crecimiento). La drástica reducción observada en el precio internacional del petróleo desde el segundo semestre de 2014 podría contribuir a dinamizar la actividad económica en los países importadores netos del crudo, pero puede ser un factor desfavorable para los países que dependen de los ingresos de este tipo de exportaciones, algunos de los cuales ya habían sido afectados por la caída de los precios internacionales de otras materias primas. La situación podría ser más preocupante para aquellos países que tienen, por un lado, poco espacio en sus políticas macroeconómicas para una postura anti-cíclica y, por el otro, un débil nivel de reservas monetarias internacionales para hacer frente a este choque.

Otro aspecto relevante del desempeño de este grupo de países es la heterogeneidad, dado que según el FMI, la región de Asia emergente, en la que destacan la República Popular China, India y Malasia, explicó la mayor parte del crecimiento de este grupo en 2014 al registrar un crecimiento de 6.8%, aunque inferior a su crecimiento histórico; en tanto que América Latina y Rusia registraron tasas de crecimiento bajas en el orden de 1.3% y 0.6%, respectivamente.

El FMI estima una reducción adicional en el ritmo de crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo para 2015, asociado a la continuidad de la mayoría de factores coyunturales y estructurales que afectaron su desempeño el año previo. En ese sentido, las economías de mercados emergentes exportadoras netas de materias primas, particularmente petróleo, tienen el reto de implementar políticas anti-cíclicas para reducir el impacto de la caída de los precios y de una menor demanda interna; además, aquellas economías que dependen de influjos de capital foráneo tienen que seguir preparándose para la normalización de la política monetaria estadounidense.

En el caso de la República Popular China, el crecimiento del PIB al cuarto trimestre de 2014 se situó en 7.3%, cifra igual a la registrada en el trimestre previo y ligeramente inferior a la observada en los primeros dos trimestres de 2014 (7.4% y 7.5%, respectivamente). El crecimiento económico en términos anuales en 2014 fue de 7.4%, que aunque estuvo en línea con lo esperado por el mercado, es menor al crecimiento observado en los últimos 25 años. Dicho resultado se asocia a los menores niveles de consumo; la reducción de la inversión, ante la disminución en el gasto de las empresas estatales; y al lento avance del mercado inmobiliario, debido al menor dinamismo del crédito. Por su parte, el gobierno ha expresado que podrían utilizar con mayor intensidad la política fiscal para apoyar al crecimiento, en lugar de seguir ampliando los estímulos monetarios, que son menos eficaces para estimular la demanda.

En Rusia, el impacto económico provocado por la caída de los precios internacionales del petróleo y las tensiones geopolíticas derivadas del conflicto con Ucrania, que se tradujeron en la implementación de sanciones económicas por parte de los Estados Unidos de América y Europa a sectores estratégicos como el de petróleo, afectaron el crecimiento de dicho país. La drástica caída del precio de petróleo profundizó el débil desempeño económico ruso, lo que generó expectativas

de que la recesión en dicho país se mantendría en 2015 y en 2016.

En cuanto a las economías de América Latina, según la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, las condiciones adversas al crecimiento que han enfrentado las principales economías de la región en los dos últimos años se mantendrán vigentes en el presente año, sobresaliendo la caída en los precios de las materias primas, ante la menor demanda mundial, lo cual erosionó los términos de intercambio de dichos países; asimismo, continúa latente el riesgo de que el inicio de la normalización de la política monetaria estadounidense pueda provocar una mayor salida de capitales. No obstante, se anticipa que la recuperación de las economías avanzadas, principalmente los Estados Unidos de América, puede contribuir a dinamizar a la región. Otros países más pequeños, como los de Centroamérica y la República Dominicana, podrían tener un impacto favorable en sus términos de intercambio debido a la caída en el precio internacional del petróleo, dado su condición de importadores netos, lo que aunado a la mejora en la economía estadounidense hace que las expectativas sean más favorables respecto de las de los países más grandes.

En Brasil, al cuarto trimestre de 2014 se registró una caída de 0.2% en el PIB que, si bien fue menor a la contracción observada en el trimestre previo (0.6%), fue una de las tasas de crecimiento acumulado más bajas observadas desde 2009. Dicho comportamiento continuó siendo afectado por la desaceleración de la economía china, la caída en los precios de las materias primas y el deterioro de la confianza de los inversionistas, a lo que se suma los mayores costos de financiamiento ante el ajuste de la política monetaria, debido a la persistencia de presiones inflacionarias.

Por su parte en México, durante el cuarto trimestre de 2014 la actividad económica creció 2.6% en términos interanuales (2.0%, 1.6% y 2.2% en el primero, segundo y tercer trimestres, respectivamente); debido al comportamiento favorable de la demanda externa,

particularmente de Estados Unidos de América, ante la recuperación económica de este país, y a la mejora gradual de la inversión privada; sin embargo, el consumo privado continuó siendo débil. El proceso de reforma económica que impulsa el gobierno, para eliminar algunos problemas que limitan el crecimiento, continúa siendo importante para el desempeño futuro, particularmente por la reformas en el sector energético y en el de telecomunicaciones.

En Chile, el crecimiento del PIB al cuarto trimestre de 2014 se situó en 1.9%, superior al registrado el trimestre previo (0.9%), pero menor a los registrados en los primeros dos trimestres del año (2.3% y 2.2%, respectivamente). El resultado del cuarto trimestre se explicó, básicamente, por el crecimiento del consumo interno, en particular el del gobierno y en menor medida el de los hogares; así como por la recuperación en la construcción y de las exportaciones. Destaca el hecho que el gobierno impulsa medidas de estímulo fiscal para apoyar a la actividad económica en 2015, entre las que destaca una reducción de impuestos, que es posible debido al espacio que le otorga el superávit fiscal que ha mantenido durante muchos años.

Por su parte, Colombia registró un crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 3.5%, inferior a los observados en los primeros tres trimestres del año (6.4%, 4.3% y 4.2%, respectivamente). La actividad económica fue impulsada por el crecimiento de la mayoría de los sectores económicos, con excepción de Minas y Canteras que presentó una contracción, ante la caída en el precio internacional del petróleo.

En Perú, al cuarto trimestre de 2014, el PIB registró un crecimiento de 1.0%, inferior a lo registrado en el segundo y tercer trimestres (1.8%), así como al del primer trimestre (5.0%). La moderación de la actividad económica es resultado de la reducción en la inversión, principalmente del sector minero, debido a la reducción en las exportaciones de metales, fundamentalmente el cobre y el oro, ante la menor demanda de la economía china.

En Centroamérica, la actividad económica continuó mostrando dinamismo en 2014, lo que se refleja en el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo. Además, como se indicó, las perspectivas para la región continúan siendo positivas, derivado, especialmente, de la mejora en la actividad económica de los Estados Unidos de América, que se traduciría en un impulso a las exportaciones y a las remesas familiares. Adicionalmente, se anticipa que la normalización de la política monetaria estadounidense tendría efectos moderados en las economías de la región, dado el limitado grado de integración a los mercados financieros internacionales de estas economías.

RECUADRO 2

¿CÓMO AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE PUEDEN NAVEGAR LA ECONOMÍA GLOBAL?

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) considera que las perspectivas económicas globales para el mediano plazo continúan siendo poco favorables. De hecho, es probable que en los próximos años, América Latina y el Caribe experimenten un crecimiento económico significativamente menor que el observado previo a la crisis. Dado que la dependencia de la región respecto de las materias primas ha aumentado y que sus precios se han ido reduciendo y no parece que vayan a recuperarse de forma significativa, es poco probable que la evolución de las materias primas contribuya a aminorar el problema de bajo crecimiento que se avecina.

Ciertamente, un informe del BID (Powell, 2015) estima que la caída del precio de las materias primas no se revertirá en el corto plazo y, si la recuperación global sigue retrasándose, es más probable que siga cayendo en lugar de recuperarse. Esto tendrá efectos diferenciados en los países de la región. Por un lado, en el conjunto de países más dependientes de las materias primas (por ejemplo Venezuela, Bolivia y Chile) las proyecciones del escenario base guardarán una fuerte correlación con una disminución de los ingresos fiscales y de la Inversión Extranjera Directa (IED). Por el otro, en la mayoría de países de América Central y el Caribe, la caída de los precios del petróleo significará un beneficio neto importante para la balanza comercial y podría proporcionar oportunidades para reformar los marcos tributarios con el fin de aumentar los ingresos fiscales en el largo plazo.

Por otra parte, el estudio señala que las marcadas diferencias en las perspectivas económicas para los Estados Unidos de América y Europa implican políticas monetarias globales divergentes en el mediano plazo. Al respecto, el incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos de América podría tener un impacto reducido sobre la región, siempre y cuando América Latina y el Caribe puedan explotar el financiamiento en euros, ya que las tasas en esta moneda continúan siendo bajas. No obstante, esto parece ser poco probable, ya que al contrario de otras regiones, la moneda preferida para financiarse ha sido históricamente el dólar, lo que implica que el costo del capital probablemente aumentará para las empresas de la región a medida que suban las tasas en los Estados Unidos de América.

En este contexto, el BID subraya la necesidad de monitorear los indicadores de apalancamiento de las empresas latinoamericanas, pues estos han aumentado en los últimos años a medida que las emisiones de bonos en dólares se han disparado. Aunque la información sobre los descalces reales de moneda de las empresas se considera imperfecta, el informe prevé que las amortizaciones en dólares se duplicarán en el mediano plazo.

En términos del sector financiero, el estudio señala que los mercados de crédito se han desacelerado. Al respecto, el análisis del BID sugiere que los bancos probablemente limitarán en los próximos años el crecimiento del crédito al sector privado o reducirán el riesgo para mantener los amortiguadores de capital. Si bien este comportamiento pro-cíclico contribuye a proteger la estabilidad financiera, puede que en el corto plazo se produzca un efecto de retroalimentación a la economía real.

En cuanto al sector fiscal, el informe del BID destaca que en la mayoría de los países de la región, los déficits fiscales estructurales han crecido y la deuda continúa aumentando, aunque existen diferencias considerables entre los países. En aquellos países con grandes déficits fiscales estructurales y donde las brechas del producto son cercanas a cero, se estima que ha llegado el momento de introducir ajustes. Incluso para aquellos países con brechas del producto negativas, la política fiscal expansiva podría volverse contraproducente si los multiplicadores son bajos y las tasas de interés suben. No obstante, existen algunos países que combinan brechas del producto negativas con una deuda baja que no está aumentando rápidamente y, por tanto, disponen de espacio fiscal para considerar una política contracíclica. Si bien la mayoría de los países se enfrentan a un período de consolidación fiscal, la región puede adoptar medidas específicas para proteger los logros alcanzados relativos a los indicadores sociales y mejorar los incentivos de participación en el sector formal, apoyando así la productividad.

Finalmente, el BID señala que hay espacio para mejorar los resultados del gasto social con el nivel actual de recursos. Además, subraya que hay maneras más efectivas para preservar la estabilidad de los ingresos de los trabajadores que las que ofrecen los actuales acuerdos, manteniendo simultáneamente la productividad agregada y, consecuentemente, el crecimiento. Los autores recomiendan cautela con respecto a aquellas políticas que pueden parecer atractivas en el corto plazo, sobre todo en un momento de bajo crecimiento económico, pero que terminan siendo más caras en el largo plazo. Concluyen alertando sobre la necesidad de tomar en cuenta los cambios demográficos a los que se enfrenta la región, ya que éstos pueden multiplicar los costos en el futuro.

Fuente: Powell, Andrew (Coordinador). "El laberinto: ¿Cómo América Latina y El Caribe Pueden Navegar La Economía Global?" Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo de 2015.

4. Mercados financieros internacionales

Los mercados financieros internacionales continuaron mostrando episodios de alta volatilidad, asociados, en parte, a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, la divergencia de políticas monetarias en los países avanzados, la caída en el precio internacional del petróleo y la incertidumbre ante las expectativas de una moderación en la actividad económica mundial, particularmente de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En efecto, luego de la finalización de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (*tapering*) en el último trimestre de 2014, la estrategia de comunicación de dicha institución ha permitido inferir que la normalización de su política monetaria será un proceso gradual. Cabe destacar que la FED continúa teniendo un amplio margen de maniobra ante menores presiones inflacionarias, la apreciación del dólar y la caída en el precio internacional del petróleo y de los combustibles. No obstante, de acuerdo con el FMI, continúa latente el riesgo de que dicho proceso ocurra más rápido de lo previsto, lo que podría afectar a los mercados financieros al generar una mayor aversión al riesgo, salida de capitales y depreciaciones cambiarias, principalmente en economías de mercados emergentes y en desarrollo.

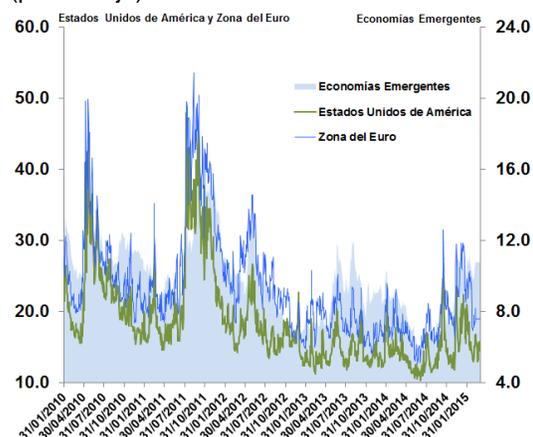
Por su parte, el BCE ante la pérdida de dinamismo de la recuperación económica en la Zona del Euro y el riesgo de deflación, desde septiembre de 2014 intensificó su postura de política monetaria, al reducir la tasa de interés objetivo a un nivel históricamente bajo (0.05%) y anunciar medidas de estímulo cuantitativo desde octubre de 2014, las cuales se ampliaron efectivamente a partir de marzo de 2015, mediante compras de activos, tanto del sector privado como del sector público, hasta por un monto mensual de €60.0 mil millones.

El Banco de Japón, desde octubre del año anterior intensificó su postura de política monetaria mediante un incremento en su programa de compra de activos de ¥50.0 billones a ¥80.0 billones.

Las condiciones financieras para las economías de mercados emergentes y en desarrollo han venido mejorando desde el segundo semestre de 2013. No obstante, los flujos de capital hacia estos países registraron una reducción de alrededor de US\$260,000.0 millones en 2014, asociada a las expectativas de un

Gráfica 2

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

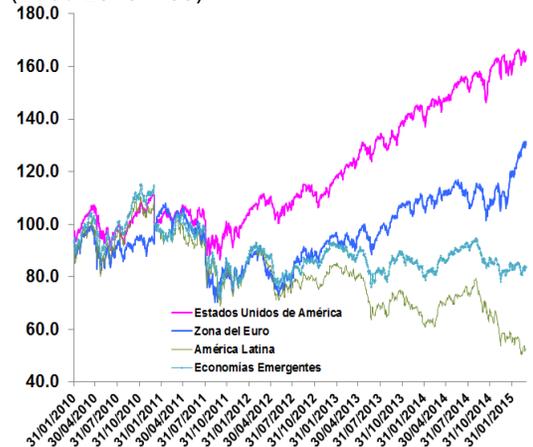


(1) Al 31 de marzo de 2015.

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

Gráfica 3

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



(1) Al 31 de marzo de 2015.

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

alza en las tasas de interés por la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América, así como una reducción en las expectativas de crecimiento económico de algunas de las principales economías de este grupo de países, provocando, en cierto casos, depreciaciones respecto al dólar estadounidense. Lo anterior implica que se está generando una recomposición de las carteras financieras a nivel mundial, afectando las condiciones de financiamiento, los precios de los activos y los mercados cambiarios.

Es importante destacar que durante el presente año, los rendimientos de los bonos soberanos de los Estados Unidos de América y del Reino Unido registraron un incremento; no obstante, recientemente volvieron a mostrar una tendencia a la baja ante la fortaleza del dólar estadounidense y la reducción en las expectativas de inflación, asociada, fundamentalmente, a la caída en el precio del petróleo y sus derivados.

Por otra parte, los mercados accionarios en los Estados Unidos de América mantuvieron un desempeño positivo, debido, fundamentalmente, a las mejores perspectivas sobre la actividad económica. En tanto que en la Zona del Euro, el mercado accionario, durante el primer trimestre de 2015, observó un comportamiento alcista, a pesar de que los indicadores de desempeño económico aún no son lo suficientemente sólidos, reflejando perspectivas favorables sobre el desempeño futuro de la actividad económica en la Zona, apoyadas, en parte, por la decisión del Banco Central Europeo de intensificar la postura expansiva de la política monetaria.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Los precios de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala registraron una disminución. En efecto, al 31 de marzo de 2015, el precio internacional del petróleo, del maíz y del trigo, muestran variaciones acumuladas de -10.64%, -5.23% y -13.23%, en su orden. A continuación se comentan los principales factores que influyeron en dicho resultado.

a) Petróleo

Los precios internacionales del petróleo, aunque detuvieron la tendencia a la baja observada desde el segundo semestre de 2014, registraron niveles inferiores al precio promedio observado el año previo. La reducción observada en el precio internacional del crudo se explica más por factores de oferta que de demanda. En efecto, la oferta de crudo en el mercado se incrementó, principalmente, por el aumento en la producción de los Estados Unidos de América, asociado al uso de nueva tecnología (técnicas de fracturación hidráulica y perforación horizontal que permitieron el acceso a suministros atrapados en yacimientos de esquisto, especialmente en Dakota del Norte y Texas), que hizo que dicho país ya no sea el principal importador de crudo a nivel mundial y, por ende, dejara de presionar el mercado. También influyó la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en noviembre de 2014, relativa a mantener su nivel de producción, aun considerando los bajos precios del petróleo, con lo que dicha organización dejó de ejercer su papel de “estabilizador del mercado” (ver recuadro 3).

En adición a la caída en los precios respecto del año previo, otro factor que ha caracterizado la evolución del mercado petrolero en el primer trimestre del presente año, ha sido su volatilidad. En efecto, durante febrero, el precio del petróleo mostró un comportamiento al alza asociado a las perspectivas de una posible reducción en la producción de crudo, luego que las principales compañías petroleras de los Estados Unidos de América anunciaron reducciones en sus planes de inversión, así como el inicio del cierre de pozos y plataformas petroleras ineficientes. A pesar de lo anterior, el nivel de producción continuó incrementándose, reflejándose en la acumulación de inventarios. El Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (DOE, por sus siglas en inglés) informó recientemente que las interrupciones en la producción de petróleo por diversos factores se han incrementado a

partir de octubre de 2014, situándose en febrero en aproximadamente 2.9 mbd, de los cuales 2.3 mbd corresponden a los países miembros de la OPEP (gráfica 6). El DOE destacó que, si bien las interrupciones del suministro no planificadas podrían afectar el precio internacional del crudo, el mercado podría resistir las presiones al alza, derivado del continuo crecimiento de la producción e inventarios globales.

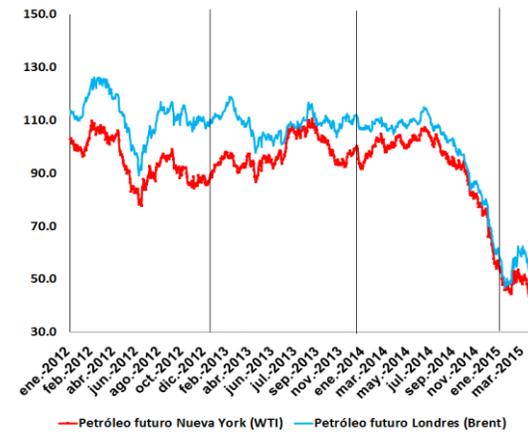
La firma IHS CERA (Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates)² estima que la producción mundial de petróleo para 2015 se situaría en 94.7 millones de barriles diarios (mbd), mientras que la demanda mundial de crudo se estima en 93.0 mbd, lo que anticipa un superávit de 1.7 mbd, situación que mantendría el precio del crudo en niveles bajos. En efecto, las estimaciones del superávit entre la oferta y demanda de petróleo para el primer trimestre de 2015 son de 1.9 mbd.

El aumento en la producción mundial de petróleo para 2015 de 1.7 mbd, respecto de lo observado en 2014 (93.0 mbd), es consecuencia, principalmente, del aumento en la producción de los Estados Unidos de América y de los países de la OPEP. Dentro de los países de la OPEP que han aumentado su producción destacan: Arabia Saudita, los Emiratos Árabes Unidos e Irak; por lo que, el volumen real de producción de dicha organización, a marzo, es superior en 1.0 mbd a la cuota de producción establecida (30.0 mbd), como se ilustra en la gráfica 5.

Por el lado de la demanda, las perspectivas de que la recuperación de la actividad económica mundial seguiría siendo moderada, contribuyeron a que se generara la expectativa de una reducción en la demanda de petróleo, por lo que las previsiones de crecimiento de la misma fueron revisadas a la baja, factor que también contribuyó en la reducción del precio. IHS Energy estima que para 2015 la demanda mundial de petróleo se situará en 92.7 mbd, superior en 1.0 mbd respecto de la demanda registrada en 2014. Dicho ente destaca que aun cuando se espera un incremento en la mayoría de países y regiones, este sería absorbido por la oferta, por lo que no se esperaría que dicho factor presione el precio al alza. En cuanto a la demanda de Estados Unidos de América, su crecimiento sería mínimo, lo que se explicaría por una mayor eficiencia energética.

Gráfica 4

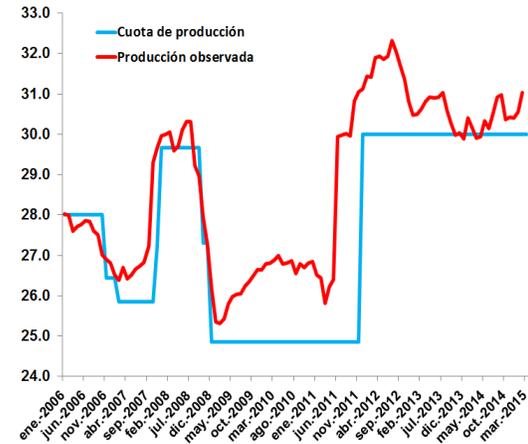
Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2015.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

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



(1) Con información preliminar a marzo de 2015.
Fuente: Bloomberg.

² Empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energético a nivel mundial y regional (incluyendo, petróleo, productos refinados y gas natural).

En resumen, el balance entre oferta y demanda es positivo, situación que revela que el precio internacional, en el corto plazo, permanecerá en niveles bajos. No obstante, persisten riesgos geopolíticos en Oriente Medio, así como presiones de algunos países miembros de la OPEP que insisten en recortes en su producción y, de esta forma, favorecer el precio del crudo, que de materializarse podrían ejercer presión al alza.

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de marzo 2015		
	2014(a)	2015(b)	Variación
Oferta	93.0	94.7	1.7
Demanda	91.7	92.7	1.0
Balance (oferta - demanda)	1.3	2.0	-----

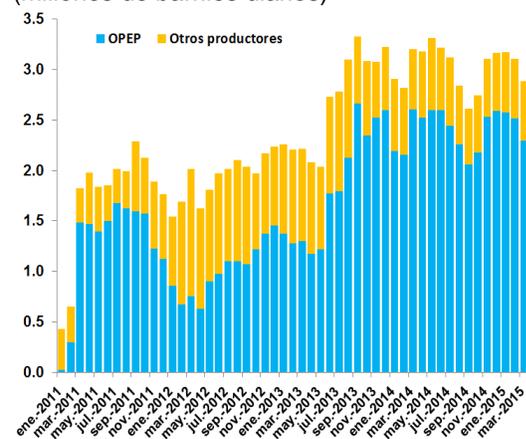
(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS Energy.

Gráfica 6

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



(1) Con información preliminar a marzo de 2015.

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

RECUADRO 3 ¿QUIÉN REGIRÁ EL MERCADO DE PETRÓLEO?

Históricamente, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), responsable de aproximadamente el 40.0% de la oferta mundial de petróleo y derivados, ha regulado la oferta mundial de petróleo al establecer políticas de producción que limitan o incrementan la disponibilidad del crudo, con la finalidad de “impulsar” un precio de mercado que sea compatible con sus intereses. Dicha organización está integrada por once países y es liderada por Arabia Saudita (apoyada por algunos países miembros del Golfo Pérsico). La OPEP ha podido desempeñar el papel de estabilizador de la oferta mundial de petróleo en el corto plazo (*swing producer*), debido a su capacidad productiva.

Ante la presencia de episodios de importantes reducciones en el precio internacional del petróleo, la OPEP, bajo el liderazgo de Arabia Saudita, ha actuado en ocasiones anteriores restringiendo sus cuotas de producción, a efecto de reducir la oferta e incrementar el precio. Por ello, se esperaba que derivado de la significativa disminución en los precios internacionales del petróleo, observada desde el segundo semestre de 2014, en su reunión del 27 de noviembre de 2014, la OPEP redujera su nivel de producción vigente (30.0 millones de barriles diarios). Sin embargo, decidió, por mayoría de votos, mantener dicho nivel, permitiendo que los precios se ajustaran de acuerdo a las condiciones actuales de oferta y demanda, con lo que, implícitamente, cedió su papel estabilizador a los Estados Unidos de América.

En 1970, los Estados Unidos de América era el principal productor y exportador mundial de petróleo, pero paulatinamente su producción comenzó a declinar, situación que lo obligó a incrementar gradualmente sus importaciones para satisfacer su consumo interno. Al mismo tiempo, la actividad económica de algunas de las principales economías emergentes registró alzas considerables, lo que provocó un importante incremento en la demanda de crudo y, por ende, en el precio internacional del mismo, llegando a registrar precios cercanos a US\$150.00 por barril en 2008.

Mientras los precios del petróleo subían, una forma no convencional de extracción se desarrollaba en los Estados Unidos de América, la fracturación hidráulica y la perforación horizontal. Al principio, esta nueva tecnología fue utilizada en la producción de gas natural en áreas rocosas de limitado o nulo acceso, lo que provocó un importante incremento en su nivel de extracción, reflejándose en una reducción en los precios internos. En 2010, dicha tecnología se empezó a utilizar en la extracción de petróleo, alcanzando gradualmente los niveles producidos en los años setenta, lo que le permitió convertirse recientemente en uno de los mayores productores de crudo a nivel mundial. Asimismo, la inversión realizada en la exploración y extracción del petróleo de esquisto contribuyó a impulsar la economía estadounidense, al mejorar la capacidad competitiva del país y apoyar la generación de empleos.

Lo anterior ocasionó una reducción en las importaciones de petróleo provenientes de la región de Medio Oriente, provocando un excedente de oferta en el mercado internacional.

El incremento en la oferta de crudo, el cual se había observado a inicios de la década de los años ochenta (cuando en conjunto México, la región del Mar Norte y Alaska crearon un superávit mundial), la caída en los precios tardó en llegar, debido, principalmente, al crecimiento del consumo en las economías emergentes (demanda) y a una menor producción de Libia y Sudán del Sur, así como a las sanciones impuestas a Irán (oferta). No obstante, a mediados de 2014 las circunstancias cambiaron, el crecimiento económico mundial se ralentizó nuevamente, principalmente en Europa y Asia, con lo cual disminuyó el consumo mundial. Aunado a ello, Libia estabilizó su producción. Dichos factores impulsaron la caída de los precios internacionales. Ante este escenario, se esperaba que la OPEP redujera sus niveles de producción diaria para revertir la tendencia del precio del crudo. Sin embargo, decidió no hacerlo para evitar que sus países miembros perdieran permanentemente parte de su participación de mercado.

Dada la característica del petróleo de esquisto de poderse ajustar más rápidamente que el producido en forma convencional, esta producción se ha convertido en un factor determinante del mercado mundial del petróleo. Por tanto, la baja en el precio internacional ha provocado la reducción en los presupuestos destinados a la inversión en nuevas exploraciones y extracciones, pero también ha inducido al cierre de pozos y plataformas petroleras poco eficientes; sin embargo, esto aún no tiene un impacto significativo en la producción de los Estados Unidos de América.

Actualmente, los precios se sitúan en alrededor de \$50.00 por barril y se espera que la producción de Estados Unidos se incremente en 0.5 millones de barriles diarios en el primer semestre de 2015; sin embargo, los bajos precios del crudo estabilizarán el crecimiento de la oferta de petróleo estadounidense y de otros países a partir del segundo semestre del 2015. Adicionalmente, se prevé que la economía mundial se fortalezca en la segunda parte del presente año, favoreciendo la demanda de crudo y presionando los precios al alza, situación que devolvería el impulso a la producción de los Estados Unidos de América, por lo que este país seguiría liderando el mercado de petróleo nuevamente.

Fuente: Yergin, Daniel. “Who will rule the oil market?” IHS Energy. January 2015.

RECUADRO 4

IMPACTO FISCAL DE LA CAÍDA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

La drástica caída del precio internacional del petróleo que se ha registrado durante los últimos meses, ha modificado significativamente las perspectivas económicas, tanto de los países importadores de crudo como de los que lo exportan. Al respecto, un estudio elaborado por Rennhack y Valencia (2015) del Fondo Monetario Internacional (FMI), prevé que en 2015 los países importadores gozarán de un impulso en el crecimiento económico, menor inflación y posiciones externas más sólidas, mientras que los exportadores tenderán a experimentar una desaceleración del crecimiento, un debilitamiento del saldo de la cuenta corriente e incluso algunos presentarán presiones fiscales, dado que dependen en mayor cuantía de ingresos directos vinculados a las exportaciones de petróleo.

Para adaptarse a este nuevo entorno mundial, muchos países están permitiendo que la caída de los precios internacionales del petróleo se traduzca en un abaratamiento de los costos energéticos internos. En ese contexto, según estimaciones de los autores, el 60% de los países de América Latina y el Caribe, permitirán que la disminución de los precios internacionales de los combustibles se traslade completamente a los precios internos para finales de 2015, en tanto que, menos del 30% no lo permitirá.

En el ámbito fiscal, para los países importadores netos de petróleo los autores reconocen que el efecto es mixto, porque la recaudación de impuestos sobre las importaciones petroleras (tanto los impuestos sobre el valor agregado como los derechos de importación) probablemente disminuya, pero los subsidios a los combustibles también podrían abarataarse, especialmente si el gobierno no permite un traslado total de la baja de los precios internacionales del petróleo. Por otra parte, el efecto de los precios internacionales del petróleo en la situación fiscal de los países exportadores netos, es negativo. Ciertamente, en la mayoría de estos países, el sector está dominado por una empresa petrolera estatal, la cual genera ingresos fiscales mediante impuestos sobre la renta, dividendos y regalías pagadas al gobierno.

Los autores destacan las acciones que están realizando los diferentes gobiernos de los países exportadores en América Latina, con el propósito de mitigar, de alguna forma, el efecto de la disminución de los precios internacionales del petróleo:

Ecuador, México y Trinidad y Tobago han comenzado a recortar el gasto público para compensar la disminución del ingreso vinculado a los hidrocarburos. Adicionalmente, el gobierno mexicano ha incrementado el precio interno de la gasolina en 1.9%, lo cual reforzará el ingreso generado por las ventas nacionales.

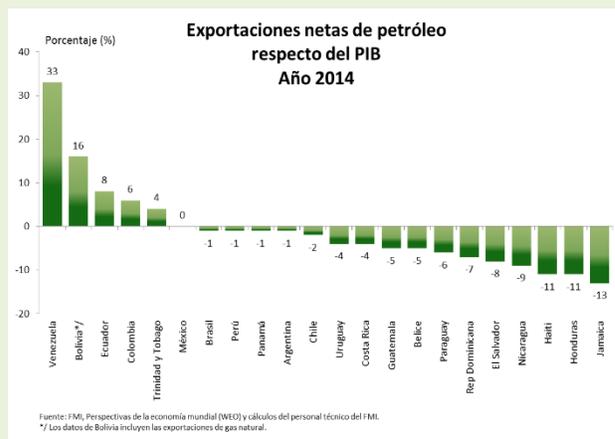
Colombia mantiene una regla fiscal que distribuye el ajuste según la fluctuación de los precios internacionales del petróleo. Esto significa que el déficit fiscal se profundizará en 2015; sin embargo, en los próximos años, el gobierno tendrá, por ley, que recaudar ingresos no petroleros para alcanzar las metas del balance fiscal estructural y, de esa manera, proteger programas de gasto críticos.

Bolivia sufrirá una pérdida significativa de ingresos, dado que el precio de sus exportaciones de gas natural está indexado a los precios internacionales de petróleo, pero, al mismo tiempo, el gobierno cuenta con una protección considerable en forma de depósitos y reservas internacionales netas que le dará margen de maniobra en el corto plazo.

Venezuela presenta la situación fiscal más delicada como consecuencia del abaratamiento del precio internacional del petróleo, porque sus ingresos fiscales dependen en gran medida de las exportaciones de petróleo; adicionalmente, se prevé que el precio interno de la gasolina se mantenga en valores muy bajos, lo que prácticamente elimina todo ingreso potencialmente generado por las ventas nacionales. En ese contexto, las dificultades fiscales de Venezuela, podrán generar fuertes presiones a aquellos países que importan su petróleo utilizando la iniciativa de Petrocaribe.

Los autores consideran que, a pesar que este nuevo panorama de precios bajos del petróleo beneficiará a algunos países y planteará retos a otros, no hace peligrar la estabilidad macroeconómica de la región, debido a que la mayoría de países ha mantenido marcos de política sólidos. En ese sentido, Venezuela es la excepción, ya que la pérdida significativa de ingresos de exportación de petróleo, agravará aún más su situación económico-social.

Por otra parte, la baja de los precios del petróleo representa una buena oportunidad para eliminar subsidios mal focalizados por parte de algunos gobiernos y establecer mecanismos de fijación de precios que permitan que los precios internos se ajusten automáticamente ante variaciones de los precios internacionales de los combustibles.



Fuente: Rennhack, R. y Valencia, F. "Impacto fiscal de la caída de los precios del petróleo en América Latina y el Caribe". Fondo Monetario Internacional. Febrero de 2015.

b) Gasolinas

A pesar de la disminución del precio internacional del petróleo, el precio de la gasolina en Estados Unidos de América registró una tendencia al alza, la que se explica por un incremento en la demanda, en momentos en los que se registraba el período de mantenimiento de algunas de las refinerías previo al inicio de la demanda de verano, lo que provocó una reducción en el volumen de los inventarios. Adicionalmente, otro factor que contribuyó en la tendencia alcista fue la huelga de trabajadores en algunas de las principales refinerías; sin embargo, para mediados de marzo dicha situación ya se había solucionado.

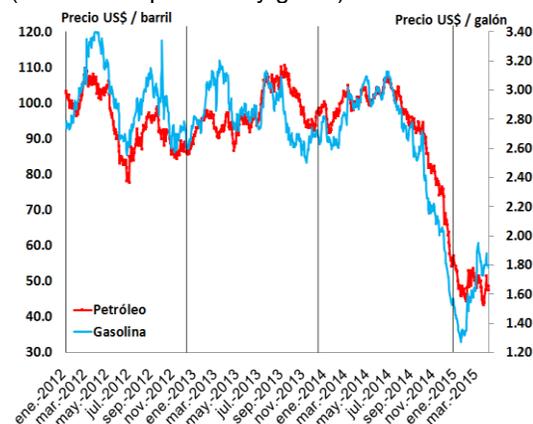
c) Maíz amarillo

El precio internacional del maíz amarillo registró una moderada tendencia a la baja, situación que se explica por la previsión de otra producción récord para la cosecha 2014/2015, asociada a condiciones climáticas favorables que han influido positivamente en los pronósticos de rendimiento en los principales países productores; principalmente en la Unión Europea, Estados Unidos de América y Serbia. Otro factor que ha contribuido en dicho comportamiento es la caída en el precio internacional del petróleo, lo que provoca que la producción de etanol a base de maíz no sea rentable ante los precios actuales, por lo que la demanda del grano destinada a la producción mundial del biocombustible se redujo.

De acuerdo con el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), la producción mundial de maíz para la cosecha 2014/2015 se situaría en 989.7 millones de toneladas métricas (mtm), producción ligeramente superior a la cosecha previa (989.6 mtm). Ello, se explica por el incremento previsto en la producción de la Unión Europea, Estados Unidos de América, Serbia, Filipinas y México. En cuanto a la demanda mundial para el período 2014/2015, esta se estima en 976.5, superior en 2.5% respecto de la cosecha anterior (953.1 mtm), debido al incremento del consumo mundial, especialmente de Estados Unidos de América, la República Popular China, la Unión Europea, México, Brasil y Rusia. Dicha alza estaría asociada a la mayor utilización del grano para la producción de alimentos, edulcorantes y concentrados para la alimentación de ganado. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 185.3 mtm, superior en 7.7% respecto de la cosecha anterior (172.1 mtm).

Gráfica 7

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

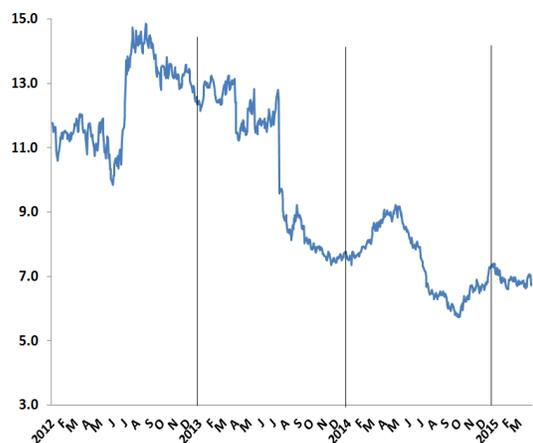


(1) Con información al 31 de marzo de 2015.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8

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



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

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	868.0	989.6	989.7	14.0	0.0
Consumo	864.5	953.3	976.5	10.3	2.4
Déficit / Superávit	3.5	36.3	13.1	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

En cuanto al precio del grano, mientras no ocurran cambios importantes en el mercado, el precio se mantendría estable, aunque ligeramente por arriba del precio promedio actual, dado que adecuados niveles de producción favorecerían la recuperación de los inventarios mundiales. Como es usual, el principal riesgo al alza en el precio es un deterioro en las condiciones climáticas en los principales países productores.

d) Trigo

El precio internacional del trigo, luego que observara un repunte en el último trimestre de 2014, en lo que va del presente año ha registrado una importante reducción. Dicho comportamiento obedece, principalmente, a previsiones de una producción récord a nivel mundial para la cosecha 2014/2015, derivado de condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras. Asimismo, la disminución de las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro, contribuyó a dicha tendencia. Destaca el hecho de que Rusia, implementó aranceles a las exportaciones del cereal, con el propósito de garantizar el abastecimiento de su mercado interno; sin embargo, dicha medida no tuvo impacto en el mercado internacional por el excedente de oferta de otros productores importantes.

Según el USDA, la producción mundial de trigo se situaría en 724.8 mtm, superior en 1.2% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (716.1 mtm), por la producción de la Unión Europea, Rusia, la República Popular China y Ucrania. Conviene destacar que la Unión Europea se ha convertido en el principal exportador mundial, superando a Estados Unidos de América, que redujo su producción por una sustitución de cultivos.

Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2015.

Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el consumo mundial de trigo se estima en 714.5 mtm, superior en 1.5% al registrado el año previo (704.2 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 197.7 mtm, cifra superior en 5.4% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (187.5 mtm). De acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, *por sus siglas en inglés*) y el Banco Mundial, la previsión actual del nivel de inventarios ha mejorado, razón por la cual se estiman precios estables o a la baja para el presente año. Los riesgos al alza, al igual que en el caso del maíz, están asociados a un deterioro climático que afecte el nivel de producción previsto.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	658.5	716.1	724.8	8.7	1.2
Consumo	679.8	704.2	714.5	3.6	1.5
Déficit / Superávit	-21.2	11.9	10.2	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

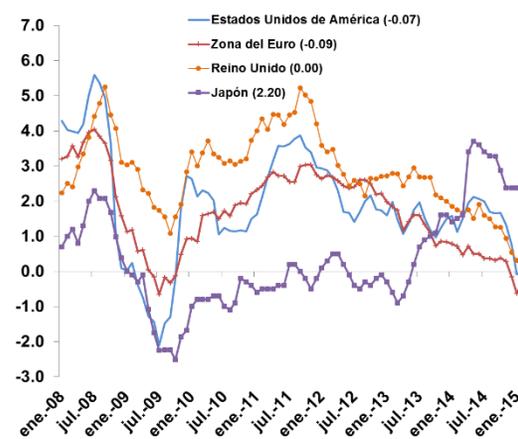
6. Inflación y política monetaria

A marzo de 2015, en términos generales, las presiones inflacionarias en la mayoría de regiones del mundo se han contenido debido a la reducción de los precios de la energía, principalmente del petróleo y sus derivados, así como de bajos precios de otras materias primas importantes. Asimismo, en algunas economías también fue consecuencia de una demanda interna débil. En las economías avanzadas la inflación se ubica en niveles por debajo de 2%, con excepción de Japón, donde ha aumentado como resultado del mantenimiento de una política monetaria altamente expansiva. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha registrado una tendencia a la baja, debido a precios más bajos en los bienes y servicios asociados a la energía, aunque, en general, se observan incrementos en la inflación de alimentos.

En los Estados Unidos de América, la inflación registró un marcado descenso a partir de junio de 2014, explicado por la reducción en los precios de la energía, situación que provocó una variación interanual negativa en marzo de 2015 (-0.07%). La FED,

Gráfica 10

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



(1) Datos a marzo de 2015. Japón a febrero.

Fuente: Bancos centrales.

estima que los niveles bajos de inflación y la caída del precio internacional del petróleo podrían provocar una mejora en el ingreso personal y, por tanto, incentivar el gasto de consumo; especialmente, si se considera que se está observando un buen desempeño en el mercado laboral. Sin embargo, considera que estos factores no provocarían importantes presiones inflacionarias, por lo que se anticipa que la inflación continúe por debajo del objetivo de largo plazo (2.0%). No obstante, el consenso de los analistas continúa siendo que la FED iniciara el proceso de normalización de la política monetaria a partir del segundo semestre del presente año.

En la Zona del Euro, la inflación continuó mostrando niveles reducidos de inflación, manteniéndose por debajo del objetivo de largo plazo del Banco Central Europeo (BCE); incluso, registrando tasas de variación negativas (-0.09% a marzo de 2015), situación que se asocia al bajo crecimiento económico de la mayoría de los países de la región y a la reducción de los precios de la energía, factores que mantienen latente el riesgo de un proceso deflacionario. Ante dicho escenario, el BCE redujo desde septiembre de 2014 la tasa de política monetaria a su mínimo histórico (0.05%) e inició a partir de octubre del mismo año un programa de compras de activos, el cual se amplió a partir de marzo de 2015, con compras mensuales por €60.0 mil millones. Dicho programa estaría vigente hasta septiembre de 2016, con posibilidades de extenderse por un mayor período si el BCE lo considera prudente, ante la evaluación de la situación económica de la región. Con esta medida no convencional de política monetaria, el BCE busca estimular a la actividad económica y contribuir a anclar las expectativas de inflación a su objetivo. Vale destacar que el FMI prevé que el nivel de inflación se situará en 1.0% a finales del presente año; sin embargo, a principios de marzo el BCE modificó a la baja su proyección de inflación para 2015 (0.0%), como resultado de los bajos precios del petróleo.

³ Se refiere a las economías que han experimentado depreciaciones cambiarias importantes, debido a salidas de capitales.

En el caso de Japón, la inflación se ha mantenido estable desde noviembre de 2014, luego que a inicios del mismo año se acelerara como resultado de los estímulos fiscales y monetarios derivados de la implementación de las políticas denominadas *Abenómicas*. Sin embargo, el incremento del impuesto al consumo en abril de 2014, impulsó la inflación a sus niveles más altos en décadas. Desde diciembre del año anterior, se observó una moderación en la inflación, asociada a la debilidad de la demanda interna y la disminución en el precio internacional del petróleo. En ese contexto, el Banco Central de Japón (BCJ) ha indicado que, con el propósito de alcanzar su objetivo de 2.0% de inflación, mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario. Adicionalmente, cabe subrayar que desde octubre de 2014, con el objetivo de estimular la actividad económica y mantener ancladas las expectativas inflacionarias, el BCJ decidió ampliar el programa de flexibilización monetaria, incrementando la base monetaria a un ritmo anual de alrededor de ¥80.0 billones (una adición de ¥20.0 billones) y acelerando su programa de compras de activos, por medio de bonos soberanos japoneses a un ritmo anual de ¥80 billones (un aumento de ¥30.0 billones).

En las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo la inflación registró una disminución, con algunas excepciones³, debido, como se indicó, a la reducción en los precios del petróleo. Las respuestas de política monetaria han sido heterogéneas en este grupo de países. Algunos han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, mientras que otros la han disminuido. En el caso de la República Popular China, la inflación continúa con una tendencia a la baja, explicada, en parte, por la caída en el precio internacional del petróleo, así como por la moderación en la actividad económica. A marzo de 2015, esta se situó en 1.40%, inferior al nuevo objetivo de mediano plazo de 3.0%⁴.

⁴ El 5 de marzo de 2015, el gobierno de la República Popular China redujo de 3.5% a 3.0% el objetivo de mediano plazo de la inflación.

En América Latina, la inflación en las principales economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (México, Perú, Chile, Colombia y Brasil) presentó una moderación en sus tasas de crecimiento, con excepción de Colombia y Brasil. Los principales rubros que incidieron en el comportamiento de la inflación fueron los alimentos que presentaron una tendencia alcista, cuyo efecto fue parcialmente moderado por la disminución en el precio de los combustibles, asociada a la baja en el precio internacional del petróleo.

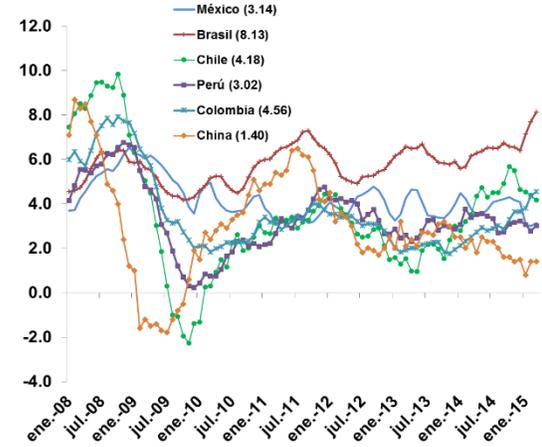
En México, Perú y Chile, a marzo de 2015, la inflación se situó en 3.14%, 3.02% y 4.18%, respectivamente, reflejando una reducción respecto del mismo mes de 2014 (4.08%, 3.22% y 4.64%, en su orden), lo que se explica, principalmente, por el desvanecimiento de factores temporales que afectaron la inflación en 2014, así como por la disminución en los precios de los energéticos. Con relación a Colombia y a Brasil, a marzo la inflación se situó en 4.56% y 8.13%, respectivamente, mostrando alzas como resultado del aumento de presiones inflacionarias asociadas al alza en el precio de los alimentos; en el caso de Colombia, por el dinamismo de la demanda interna; mientras que en Brasil, por las medidas de ajuste fiscal que tomó el gobierno, entre las que se encuentran la disminución en los subsidios a la electricidad y a los combustibles.

El comportamiento de la inflación provocó diferentes tipos de respuesta por parte de los bancos centrales. En el caso de Chile, México y Colombia, la tasa de política monetaria no se modificó durante el primer trimestre del año, en tanto que en Perú se registró en enero una reducción de 25 puntos básicos, ante una moderación en la actividad económica. En el caso de Brasil, a marzo la tasa de política monetaria se situó en 12.75%, reflejando un incremento de 100 puntos, respecto de diciembre de 2014, ante el aumento de las presiones inflacionarias.

En lo que respecta a la región centroamericana y República Dominicana, la inflación continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada a la reducción en el precio de los combustibles, dado que el rubro de los alimentos continúa mostrando alzas en la mayoría de países. En ese contexto, en la mayoría de países de la región, la inflación se encuentra por debajo de límite inferior de la meta establecida por los bancos centrales; incluso, la inflación es

Gráfica 11

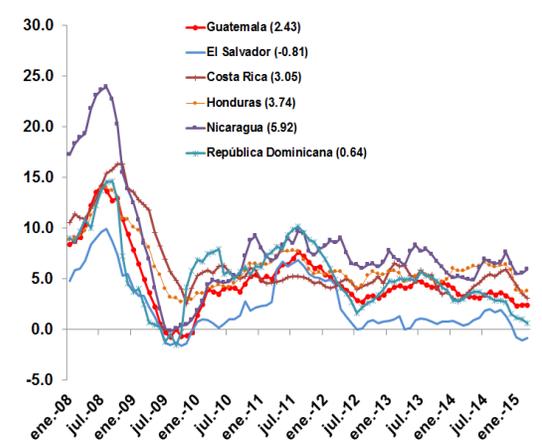
Ritmo Inflacionario Total de las Economías Emergentes (1)
2008-2015
(porcentaje)



(1) Datos a marzo de 2015.
Fuente: Bancos centrales.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Centroamérica y República Dominicana (1)
2008-2015
(porcentaje)



(1) Datos a marzo de 2015.
Fuente: Bancos centrales.

negativa en El Salvador. Cabe indicar que durante el primer trimestre, en Costa Rica y en Guatemala las autoridades monetarias disminuyeron sus tasas de interés de política monetaria en 50 puntos básicos.

RECUADRO 5

¿POR QUÉ LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BANCOS SE HAN ALEJADO DE LAS TASAS DE POLÍTICA MONETARIA, LUEGO DE LA CRISIS FINANCIERA?

La crisis económica y financiera mundial de 2008-2009 ocasionó que los bancos centrales de Europa disminuyeran su tasa de interés de política monetaria a niveles cercanos a cero. Sin embargo, las tasas de interés sobre préstamos de los bancos comerciales de dichos países no se redujeron en una proporción equivalente.

Dicha situación ha puesto en duda la eficacia del mecanismo de transmisión de las tasas de interés en la Zona del Euro; incluso, algunos analistas han llegado a considerar que los bancos podrían estar mostrando un comportamiento oportunista, al tomar ventaja de la reducción de la tasa de interés de política y no transferir esos beneficios a los prestamistas. Sin embargo, de acuerdo a un estudio del Banco de Pagos Internacionales (Illes, Lombardi y Mizen, 2015), en el que los autores utilizan un índice de costo promedio ponderado de los pasivos del sistema bancario, el efecto traspaso de la tasa de interés en Europa se ha mantenido estable tras la crisis y la divergencia observada entre estas dos tasas no se debe a un problema en el mecanismo transmisión, sino más bien podría ser explicada por otras razones asociadas a la naturaleza de las tasas de préstamos.

El referido hallazgo de los autores ocurre porque en lugar de evaluar el mecanismo de transmisión a partir del análisis de las tasas de interés, ellos utilizan un indicador que refleja el costo real del financiamiento de los bancos, por lo que construyen un índice del costo promedio ponderado de los pasivos del sistema bancario (ICPP) utilizando información de once países de Europa. Es decir, de acuerdo a los autores, la evaluación apropiada para medir la relación entre estas variables, sería analizar el comportamiento de las tasas de interés de préstamos, el ICPP y la tasa de interés de política monetaria en su conjunto.

Para el efecto, la investigación incluye a los siguientes países: Austria, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España; así como a otros dos países que se encuentran fuera de la Zona (Dinamarca y Reino Unido). El período del estudio abarca de 2003 a 2014 y la técnica econométrica aplicada es la de datos de panel, en donde los ajustes de corto plazo pueden ser específicos para cada país, pero las relaciones de largo plazo se asumen idénticas para todos.

Los resultados obtenidos muestran una correlación positiva entre las tasas de interés de política y el ICPP durante el período pre crisis; sin embargo señalan una leve reducción (aunque no significativa) en los coeficientes de traspaso para el período post crisis. Cabe señalar que la relación entre la tasa de interés de préstamos (de las familias y de las empresas) y la de política monetaria es considerablemente débil cuando se utiliza todo el período y muestra una correlación negativa cuando se evalúa el sub-período 2009-2014.

No obstante que los cambios en la tasa de interés de política monetaria más bien constituyen un mecanismo de señalización de dicha política y no del nivel del resto de tasas de la economía, los autores, encontraron que existen al menos tres razones por las que las tasas de interés sobre préstamos y las de política monetaria divergen en el período post-crisis.

En primer lugar, la tasa de interés de política monetaria es de muy corto plazo y no puede compararse con la de préstamos bancarios, ya que esta refleja las decisiones de financiamiento de largo plazo de las empresas y las familias. Por tanto, la brecha observada entre estas dos tasas equivaldría a la prima de riesgo por vencimiento. En segundo lugar, los bancos no se fondean a niveles como el de la tasa de interés de política monetaria; incluso, cuando los autores ajustan la tasa de préstamos por la prima de riesgo por vencimiento, la tasa no refleja el costo marginal de financiamiento de los bancos, por lo que compararlas daría las señales equivocadas. Ciertamente, los bancos utilizan diferentes fuentes de financiamiento, incluyendo el mercado de bonos y el interbancario, los cuales operan a tasas de interés que difieren de las tasas de interés de política monetaria, ya que los mismos abarcan una variedad de pasivos asociados a diferentes riesgos y plazos.

Por último, los bancos han enfrentado un costo de financiamiento más alto tras la crisis, debido, entre otras cosas, al incremento de las primas de riesgo a nivel mundial y al efecto que ha tenido la tasa de interés de los depósitos que se ha ubicado prácticamente en el límite inferior (cero) en términos nominales y por debajo del mismo en términos reales.

Fuente: Illes, Anamaria; Lombardi, Marco; y Mizen, Paul. "Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?" BIS Working Papers. No. 486. Bank for International Settlements. February 2015.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

De acuerdo con el FMI, la actividad económica mundial continúa el proceso de recuperación moderada, aunque con importantes diferencias en las perspectivas entre los principales países y regiones. La referida recuperación se sustenta en un mejor desempeño por parte de las economías avanzadas, en especial de los Estados Unidos de América, apoyado por la reducción en los precios internacionales del petróleo y sus derivados; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuarían observando una moderada ralentización como reflejo de las débiles perspectivas para algunas de las principales economías de este bloque, en particular la República Popular China y algunos países exportadores de petróleo.

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

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

aproximadamente el 70.0% del mismo en las previsiones para 2015 y para 2016.

Asimismo, dicha institución señala que la distribución de los riesgos que podrían afectar al crecimiento mundial, actualmente se encuentran más equilibrados que el año anterior; no obstante, aún se encuentran sesgados a la baja. Destaca como un importante riesgo al alza, la posibilidad de que, como resultado del mantenimiento de bajos precios del petróleo, se genere un incremento superior a lo previsto en la demanda interna en varias economías importantes a nivel mundial. Mientras que dentro de los riesgos a la baja, permanecen, aunque con menor intensidad, los siguientes: una baja adicional en el crecimiento potencial de China, tensiones geopolíticas, restricción de las condiciones financieras internacionales, estanflación o niveles bajos de inflación en las economías avanzadas; además, se han adicionado nuevos, como el riesgo de un alza más rápida que la esperada en el precio internacional del petróleo y riesgos en la hoja de balance o de fondeo, como consecuencia de la reciente apreciación del dólar estadounidense.

En ese contexto, el crecimiento económico mundial para el presente año se situaría en 3.5%, ligeramente superior al observado en 2014 (3.4%), mientras que para 2016 se prevé una tasa de 3.8%. Las economías avanzadas registrarían un crecimiento de 2.4% en 2015 (1.8% en 2014) y para 2016 se anticipa que se mantenga en 2.4%; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.3% para el presente año (4.6% en 2014) y de 4.7% para 2016.

En las economías avanzadas, destaca el mayor dinamismo previsto para los Estados Unidos de América, donde se espera que el PIB registre un crecimiento de 3.1% en 2015 y de 2.8% en 2016, tasas superiores a la registrada en 2014 (2.4%). Se estima una sólida recuperación en el presente año, como resultado de los bajos precios de la energía, una inflación controlada, un

menor ajuste fiscal, hojas de balance fortalecidas y un mercado de vivienda con mejores perspectivas, factores que estarían compensando la debilidad de las exportaciones ante la fortaleza del dólar. Sin embargo, en el largo plazo, las expectativas son menos alentadoras, dado que el producto potencial crecería alrededor de 2.0%, explicado principalmente por el envejecimiento de la población y la baja productividad. Con relación a la inflación, se anticipa que esta se incrementará gradualmente durante el presente año, como resultado de la disipación de los factores que provocaron la reducción en los precios de la energía, el dinamismo de los salarios y la apreciación del dólar. Se prevé que el nivel de inflación se sitúe en 0.5% en 2015 y en 2.1% en 2016.

En la Zona del Euro, se prevé que el crecimiento del PIB en 2015 se sitúe en 1.4% y en 2016 en 1.6%, tasas que reflejan una mejora respecto de lo observado en 2014 (0.9%). Dichos resultados se sustentarían en el mejor desempeño económico en Alemania, Francia, Italia y España, principalmente. Según el FMI, la actividad económica empezó a recuperarse desde 2014, pero la inversión privada y el producto potencial permanecen débiles como consecuencia de la crisis económica y por el deterioro de la productividad. No obstante, la reducción en los precios del petróleo, el mayor acceso del sector privado al crédito bancario, las bajas tasas de interés, la depreciación del euro, la mayor flexibilización cuantitativa del BCE y una política fiscal neutra impulsarían la actividad económica durante el presente y el siguiente año. Con relación a la inflación, se prevé que esta se sitúe en 0.2% en 2015 y en 1.2% en 2016. El crecimiento previsto de la actividad económica en combinación con el incremento en el precio del petróleo a partir del segundo semestre del año y la depreciación del euro contribuirían a incrementar la inflación.

Con respecto a Japón, el crecimiento del PIB se estima que alcanzaría 1.1% en 2015 y 1.6% en 2016, niveles superiores al observado en 2014 (-0.1%). Dicho comportamiento se sustentaría en la depreciación del yen y salarios reales elevados, apoyados en el programa de

flexibilización cuantitativa implementado por el Banco de Japón que podría estar generando un mejor desempeño del mercado accionario. Respecto de la inflación, el FMI prevé que esta se ubique en 0.9% en 2015 y en 0.5% en 2016, en un contexto donde las presiones inflacionarias se mantendrán contenidas por el moderado crecimiento económico, combinado con la caída en los precios de algunas de las principales materias primas y las débiles condiciones del mercado laboral.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento económico registraría una desaceleración por quinto año consecutivo, explicado por diversos factores, entre los que destaca la corrección a la baja en el crecimiento de las economías exportadoras de petróleo, la ralentización de la República Popular China y la continua debilidad en las economías de América Latina, como resultado de la caída en los precios de las materias primas. En algunas de las economías importadoras de petróleo, el efecto traspaso de la caída en los precios del petróleo a los consumidores sería limitado, ante la implementación de políticas gubernamentales que eliminan subsidios a los energéticos con la finalidad de mejorar las finanzas públicas.

En el caso de la República Popular China, el crecimiento del PIB se situaría en 7.0% en 2015 y en 6.6% en 2016, comportamiento que continuaría reflejando la ralentización de la actividad económica, luego de que en 2014 que observara un crecimiento del PIB de 7.4%. La previsión de crecimiento se explicaría por la ralentización en el crédito, especialmente en el mercado inmobiliario y la inversión. Se prevé que las autoridades chinas se enfoquen en reducir las vulnerabilidades provenientes del rápido crecimiento de la inversión y del crédito registrado previamente. Adicionalmente, se estima que las reformas estructurales implementadas y los bajos precios internacionales del petróleo permitirían un mayor consumo interno. La inflación se proyecta en 1.2% y 1.5%, para 2015 y 2016, respectivamente, lo que estaría reflejando la caída en los precios de las materias primas,

la apreciación de la moneda y algunas debilidades en la demanda interna.

Con relación a América Latina y el Caribe, se prevé que el crecimiento del PIB se sitúe en 0.9% en 2015, inferior al observado en 2014 (1.3%); en tanto que para 2016 se estima una leve recuperación (2.0%). La tasa de crecimiento proyectada del PIB para el presente año se asocia, principalmente, a la pérdida del impulso de la actividad económica (especialmente en Brasil), la caída en los precios internacionales de las materias primas, el reducido espacio, en algunas de estas economías, para implementar políticas macroeconómicas de apoyo al crecimiento económico y el deterioro de los términos de intercambio, esto último obligaría a algunos inversionistas a reducir o eliminar sus planes de inversión, principalmente en América del Sur, en países que son exportadores netos de materias primas, los más afectados por la reducción en los precios internacionales de estos bienes.

Para Brasil, el FMI prevé que el PIB registre una tasa de variación negativa de 1.0% para 2015, luego que en 2014 registrara un crecimiento de 0.1%; mientras que para 2016, el PIB crecería 1.0%. El resultado para 2015 se asocia a la baja en la confianza del sector privado, aun cuando se disipó la incertidumbre sobre las elecciones presidenciales, el riesgo de corto plazo del racionamiento del servicio de electricidad y agua potable, la pérdida de competitividad y, recientemente, la investigación judicial de la empresa estatal Petrobras por problemas de corrupción. Favorecería el hecho de que las autoridades han renovado su compromiso de reducir el déficit fiscal y las presiones inflacionarias. La inflación se proyecta en 8.0% para 2015, para luego reducirse paulatinamente hasta ubicarse en 5.4% en 2016.

Por su parte, en México se prevé que la actividad económica muestre un mayor dinamismo para el presente año, ya que el PIB crecería 3.0%, mayor a la tasa registrada en 2014 (2.1%), mientras que para 2016 se proyecta una tasa de crecimiento de 3.5%. El dinamismo previsto sería menor al esperado con anterioridad, como

resultado de una moderación en la demanda interna y de una política fiscal más restrictiva que estaría contrarrestando parcialmente los efectos favorables de la recuperación económica de los Estados Unidos de América. Respecto de la inflación, esta se proyecta en 3.1% para 2015 y en 3.0% para 2016.

En Chile, Colombia y Perú se han realizado revisiones a la baja en el crecimiento del PIB para 2015. En efecto, la proyección de crecimiento para estos países se sitúa en 2.7% (1.8% en 2014), 3.4% (4.6% en 2014) y 3.8% (2.4% en 2014), en su orden; en tanto que para 2016, se prevé que el PIB registre crecimientos de 3.3%, 3.7% y 5.0%, respectivamente. Por su parte, se estima que la inflación se situó en Chile en 2.9% y 3.0% en 2015 y en 2016, respectivamente; en Colombia en 3.6% para 2015 y en 3.2% para 2016; y en Perú en 2.2% para 2015 y 2.0% para 2016.

En cuanto a la región centroamericana, se anticipa un crecimiento del PIB de 3.6% para 2015 y de 3.7% para 2016, mayor al observado en 2014 (3.4%), resultado que se asocia, como se ha mencionado, a la mejora en la actividad económica de su principal socio comercial, los Estados Unidos de América, lo que favorecería las exportaciones, las remesas familiares y el turismo. Además, a diferencia de otros países de América Latina, se prevé que la región tendría una mejora en sus términos de intercambio derivada de la caída en el precio del petróleo, dada su condición de importadora neta. En lo que respecta a la inflación, esta se situaría en 3.7% en 2015, menor a la observada en 2014 (4.2%), asociada a la reducción en los precios de los combustibles, mientras que para 2016 se estima en 4.3%.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Principales socios						
Estados Unidos	2.4	3.1	2.8	0.9	0.5	2.1
El Salvador	2.0	2.5	2.5	0.5	0.6	1.7
Honduras	3.1	3.3	3.4	5.8	4.7	5.2
Zona del Euro	0.9	1.4	1.6	-0.2	0.2	1.2
México	2.1	3.0	3.5	4.1	3.1	3.0
Otros socios						
Colombia	4.6	3.4	3.7	3.7	3.6	3.2
Japón	-0.1	1.1	1.6	2.6	0.9	0.5
Brasil	0.1	-1.0	1.0	6.4	8.0	5.4
Chile	1.8	2.7	3.3	4.6	2.9	3.0
Perú	2.4	3.8	5.0	3.2	2.2	2.0
Reino Unido	2.6	2.7	2.4	0.9	0.5	1.9
China	7.4	7.0	6.6	1.5	1.2	1.5
Mundial	3.4	3.5	3.8			
-Economías avanzadas	1.8	2.4	2.4	1.0	0.6	1.6
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.6	4.3	4.7	5.1	5.7	4.5
-América Latina y el Caribe ^{1/}	1.3	0.9	2.0	5.3	6.2	5.9
-América Central	3.4	3.6	3.7	4.2	3.7	4.3
Principales socios	2.2	2.9	2.8	1.5	1.1	2.3

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

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

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Producto Interno Bruto del cuarto trimestre de 2014 registró una tasa de crecimiento interanual de 4.4% (ver detalle en Anexo 1). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; suministro de electricidad y captación de agua; construcción; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; y servicios privados, que en conjunto explicarían alrededor de 70% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo registrado en todos los componentes de la demanda interna, así como del desempeño positivo de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

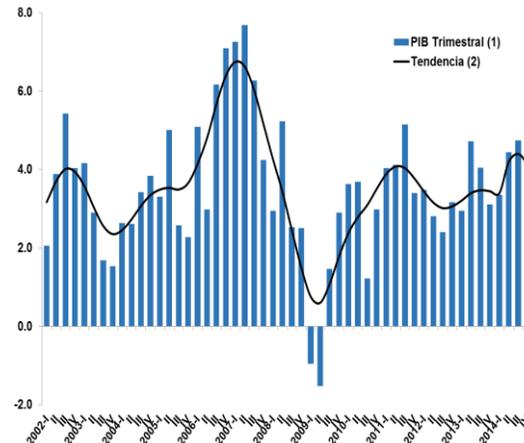
Con base en dichos resultados la economía guatemalteca creció 4.2% en 2014, mayor a lo registrado en 2013 (3.7%).

En lo que respecta a 2015, las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables; en efecto, a febrero del presente año el IMAE registró un crecimiento de 4.8%⁵, como resultado de la incidencia positiva, principalmente, de los sectores de intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; explotación de minas y canteras; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; y servicios privados. El crecimiento interanual de la tendencia ciclo de dicho indicador a febrero fue de 4.6%, lo que indica que la actividad económica continúa siendo más dinámica con respecto al mismo período del año anterior (gráfica 14).

En marzo, el nivel del Índice de Confianza de la Actividad Económica (gráfica 15) se situó en 57.8 puntos, reflejando una recuperación, respecto de los niveles observados el año previo (por debajo de 50 puntos), por lo que la tendencia, según los encuestados, es que la actividad económica muestre una expansión en los próximos seis meses.

Gráfica 13

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



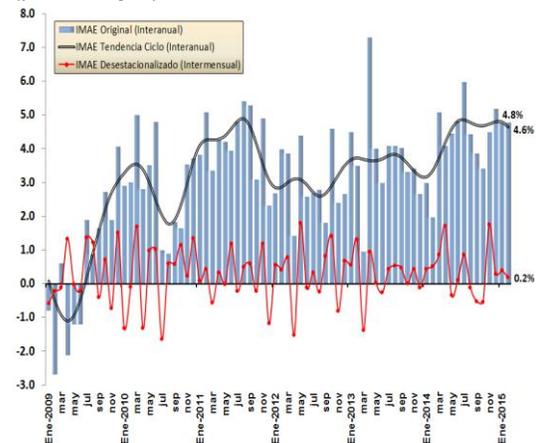
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a diciembre de 2014.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 14

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



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a febrero de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁵ Variación interanual de la serie original del IMAE.

RECUADRO 6
GUATEMALA: AÑO ELECTORAL Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

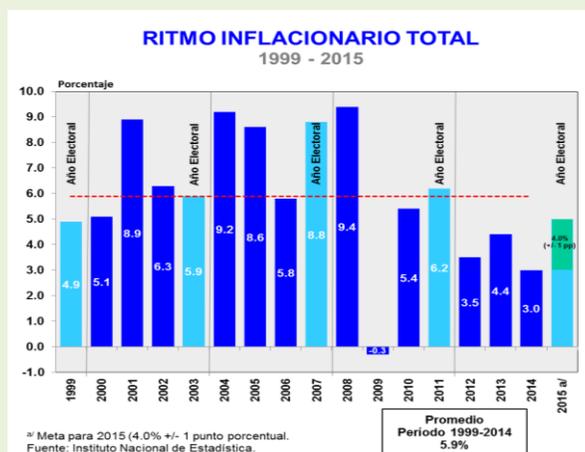
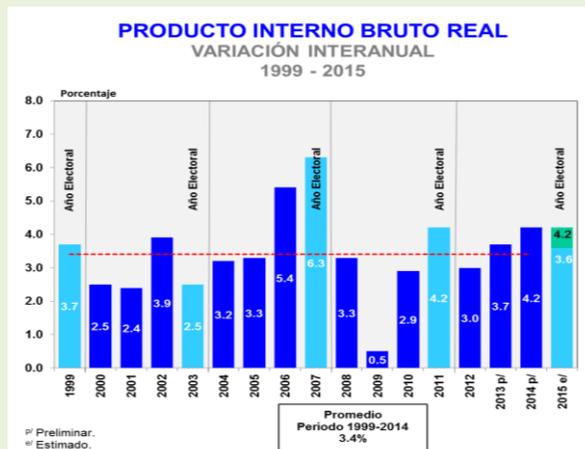
Durante los últimos años ha crecido el interés en conocer el probable efecto de los años electorales en la estabilidad macroeconómica de un país. Ciertamente, la atención se ha dirigido también hacia los posibles incentivos políticos que tienen los gobiernos para incrementar sus posibilidades de reelección mediante la generación de ciclos político-económico.

De acuerdo a Drazen, los Ciclos Político-Económico (CPE) se materializan mediante fluctuaciones en las variables macroeconómicas (PIB, desempleo, gasto público, tipo de cambio, inflación, tasa de interés e inversión, entre otros) inducidos por los eventos electorales. En este contexto, existen dos tipos de modelos: oportunistas y partidarios. Los CPE oportunistas son expansiones en la actividad económica que se realizan antes de una elección y son inducidas por las autoridades de turno con el fin de aumentar sus posibilidades de reelección. En cambio, los CPE partidarios son fluctuaciones en las variables macroeconómicas durante o entre los ciclos electorales y son motivados por los objetivos que tienen los diferentes líderes de los partidos políticos.

Al respecto, es importante señalar que en el caso de Guatemala, los periodos electorales no cumplen con los postulados de la teoría del CPE, lo cual permite inferir que la gestión de la política macroeconómica ha sido relativamente independiente de los efectos políticos; sin embargo, según Assael y Larraín (1995) y Setzer (2006), las autoridades salientes de un país podrían tener el incentivo de dejar una buena imagen ante la eventualidad de ser candidatos para otros cargos públicos en futuras elecciones.

En el contexto descrito, cabe mencionar que en el caso de Guatemala, las reformas que se han realizado tanto en el marco institucional y jurídico como en los ámbitos monetario, fiscal, financiero, cambiario y comercial han limitado la probabilidad de que exista un CPE.

Cabe indicar, que los modelos de CPE tienen la dificultad de aislar el efecto de choques no anticipados (internos y externos) sobre la economía, por lo que resulta incorrecto atribuir a los eventos electorales todo el impacto sobre las variables macroeconómicas de interés. De manera general, al examinar dos variables macroeconómicas relevantes en el país se aprecia que, independiente del año electoral, la actividad económica ha crecido positivamente (aproximadamente 3.5% en el período 1999-2015) y la inflación, en promedio, ha sido de un dígito, lo que denota lo planteado por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo, en el sentido de que Guatemala ha tenido un sólido récord de estabilidad macroeconómica.



En resumen, aunque los procesos electorales pueden tener cierta incidencia en las decisiones de ahorro, consumo, producción y empleo, estos no han modificado de manera significativa la trayectoria de las principales variables macroeconómicas del país, ya que el desempeño de las mismas depende, no solo de la coherencia de la política macroeconómica, sino del acontecer del entorno externo como interno, razón por la cual se puede inferir que la gestión macroeconómica en Guatemala se ha venido desacoplando de las consideraciones partidarias-electorales.

Fuente: Assael, Paola y Felipe Larraín. (1994). El ciclo político económico: Teoría, evidencia y extensión para una economía abierta. Cuadernos de Economía, 92. Drazen, Allan. (2008a). Political business cycles, en The New Palgrave Dictionary of Economics. Segunda Edición. Eds. Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan. Drazen, Allan. (2008b). Political budget cycles en The New Palgrave Dictionary of Economics. Segunda Edición. Eds. Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan. Setzer, Ralph. (2006). The politics of exchange rates in developing countries. Physica-Verlag. Springer. Heidelberg, New York.

B. SECTOR EXTERNO

El comercio exterior de Guatemala, a febrero de 2015, sobre la base de la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), muestra que el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un crecimiento de 8.3%, respecto a similar período de 2014; resultado de un aumento importante en el volumen, dado que el precio medio se redujo. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 8.7% asociado, fundamentalmente, a la reducción de los precios de algunas de las principales materias primas (particularmente combustibles y lubricantes). Como resultado de la evolución del comercio exterior, la balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$875.0 millones, inferior en US\$388.0 millones al déficit observado en el mismo período de 2014.

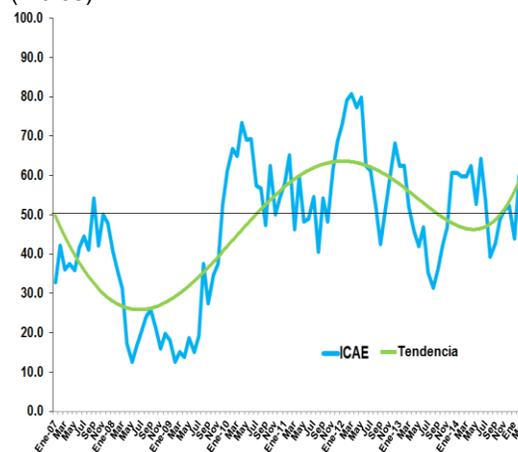
El valor de las exportaciones FOB, como se indicó, estuvo influenciado por el incremento en el volumen (39.4%), reflejo de la mayor demanda externa de los productos guatemaltecos y la disminución registrada en el precio medio (22.8%). Entre los principales productos exportados destacan, en orden de incidencia, el hierro y acero; el banano; el azúcar; y el café. En contraste, se registró una reducción en el valor exportado de algunos productos como el petróleo y el caucho natural.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$21.7 millones respecto a lo acumulado a febrero de 2014, alcanzando un total de US\$34.9 millones (164.3%), explicado tanto por un mayor volumen exportado (30.9%), como por un incremento en el precio medio (102.6%). Este comportamiento obedece, en buena medida, al inicio de las operaciones de extracción y exportaciones de ferróniquel por parte de Compañía Procesadora de Níquel de Izabal, S.A., a partir del segundo semestre de 2014.

Por su parte, el valor de exportaciones de banano aumentó 20.2%, explicado por un incremento en el volumen exportado de 24.3% y una disminución en el precio medio de 3.4%, al pasar de US\$15.21 a US\$14.70 por quintal. El referido resultado en el volumen se asocia al incremento en las áreas de cultivo; mientras que la reducción en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a una mayor oferta mundial del fruto debido a condiciones climáticas favorables. Cabe indicar que los Estados Unidos de América continúa siendo el principal mercado al que se destina el referido producto (96.0%).

Gráfica 15

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

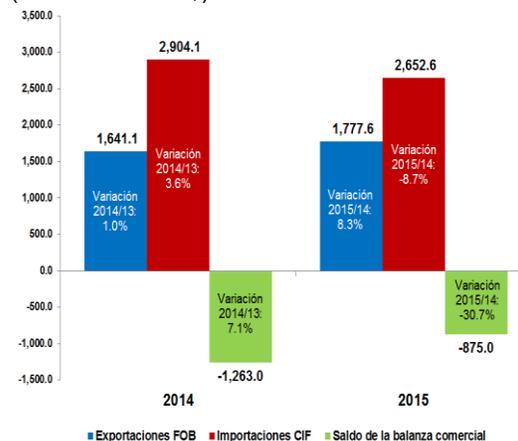


(1) Con información a marzo de 2015.

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

Gráfica 16

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



(1) Con información a febrero de cada año.

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

El valor exportado de azúcar se incrementó US\$16.2 millones (8.9%), debido a un mayor volumen exportado (22.8%), contrarrestado, parcialmente, por la disminución en el precio medio (11.3%), al pasar de US\$20.70 a US\$18.36 por quintal. El aumento en el volumen exportado se asocia, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA), a una mayor eficiencia productiva y a una diversificación de países compradores del producto guatemalteco. En tanto que la reducción en los precios internacionales, obedece, por el lado de la oferta, al aumento de los inventarios globales del edulcorante, como consecuencia de condiciones climáticas favorables en Brasil y, por el lado de la demanda, a que las compras de caña de azúcar destinadas a la producción de etanol se redujeron sustancialmente a causa de la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados.

Las ventas al exterior de café ascendieron a US\$114.8 millones, mayores en US\$16.0 millones al valor observado a febrero de 2014, equivalente a un aumento de 16.2%. Dicho comportamiento se asocia al incremento en el precio medio de 39.8%, el cual pasó de US\$132.06 a US\$184.57 por quintal, contrarrestado parcialmente por un menor volumen de exportaciones equivalente a 16.9%. El incremento en el precio internacional del café se asocia a condiciones climáticas adversas (lluvias por debajo del nivel promedio) en las principales zonas productoras de Brasil, situación que de continuar podría mermar la producción mundial para la presente temporada; mientras que la reducción en el volumen exportado responde a la merma en la cosecha ocasionada por la Roya. No obstante, vale la pena indicar que, según la Asociación Nacional del Café (ANACAFÉ), se espera que en la cosecha 2014-2015 la producción cafetalera se incremente levemente, producto de renovación de plantaciones luego de los daños ocasionados por la Roya.

Es importante mencionar que el valor de las exportaciones de níquel, de plomo y de zinc, a pesar de haber registrado crecimientos, estos fueron menos dinámicos que los observados el año anterior. En efecto,

el níquel, el plomo y el zinc, mostraron aumentos en el período analizado de US\$14.4 millones, US\$9.9 millones y US\$1.3 millones, en su orden; asociados al incremento en los volúmenes exportados, contrarrestados, parcialmente, por las disminuciones en los precios medios.

El valor de las exportaciones de petróleo, como se indicó, se redujo en 68.2% (US\$28.8 millones), explicado tanto por la disminución del volumen exportado (49.1%) como del precio medio por barril (37.5%), al pasar de US\$85.90 a US\$53.71. La disminución en el volumen exportado se atribuye, básicamente, a la merma en el rendimiento de los pozos petroleros guatemaltecos; mientras que la reducción del precio medio es reflejo de la disminución de los precios internacionales del petróleo.

En cuanto al valor exportado del caucho natural, se registró una disminución de 31.4%, debido, básicamente, a la reducción en el precio medio de 32.0%, dado que el volumen exportado aumentó ligeramente (1.5%). El comportamiento a la baja del precio medio de exportación se atribuye a la sobre oferta del producto por la maduración de las plantaciones sembradas a lo largo de varios países asiáticos a principios de la década anterior; así como por la caída en la demanda mundial del producto asociada al menor dinamismo de la actividad económica de la República Popular China (el principal país importador).

Por su parte, la disminución del valor CIF de las importaciones (8.7%), estuvo determinada por la reducción de 11.6% en el precio medio, efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento de 3.1% en el volumen importado. El referido comportamiento se explica, principalmente, por la considerable reducción del valor importado del rubro de combustibles y lubricantes (41.5%), explicada por la caída de 44.0% en el precio medio, a consecuencia, como se señaló, del aumento de la producción de petróleo en los Estados Unidos de América y de una menor demanda mundial. No obstante, se registró una mayor demanda de materiales de

construcción (7.1%), de materias primas y productos intermedios (3.7%) y de bienes de consumo (1.0%).

El ingreso de divisas por remesas familiares a marzo de 2015, alcanzó un monto de US\$1,395.9 millones, superior en US\$158.5 millones (12.8%) respecto del monto registrado en igual período de 2014. Dicho comportamiento se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó al 31 de marzo de 2015 en US\$7,770.3 millones, monto superior en US\$436.9 millones al registrado en diciembre de 2014. Dicho monto es equivalente a 5.1 meses de importación de bienes que, conforme estándares internacionales se considera que refleja una posición externa sólida.

Con relación al tipo de cambio nominal, vale recordar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) la flexibilidad cambiaria es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como su única ancla nominal. En ese contexto, el Banco de Guatemala participa en el Mercado Institucional de Divisas, comprando o vendiendo divisas, con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia. Dicha participación se realiza mediante una regla transparente y plenamente conocida por el mercado. En este contexto, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad, registrando al 31 de marzo de 2015 una apreciación de 1.07%, en términos interanuales. A la misma fecha, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó, como se indicó, compras de divisas por US\$142.3 millones.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

A marzo de 2015, el ritmo inflacionario se situó en 2.43%, valor que se encuentra por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento a la baja en el ritmo inflacionario observado desde noviembre de 2014 se encuentra relacionado, básicamente, con el choque externo favorable asociado a la considerable caída del precio internacional del petróleo. Durante el primer trimestre, el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se explica, de acuerdo con su impacto, por las alzas en las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Recreación y cultura; Bienes y servicios diversos; Restaurantes y hoteles;* y compensado parcialmente por las bajas en las divisiones *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte.* Dichas divisiones explican en conjunto el 86.83% de la inflación total observada (gráfica 17).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) continúa registrando, en promedio, el mayor impacto dentro del IPC. A marzo mostró una variación interanual de 9.37%, equivalente a 3.9 veces el ritmo de inflación total (2.43%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; el Pan y cereales; las Carnes; y las Frutas. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza registrada se explica, principalmente, por los incrementos en el precio medio del Tomate, el Güisquil, el Frijol, el Culantro, la Papa, el Chile pimienta, la Zanahoria y las Otras legumbres y hortalizas que, de acuerdo al MAGA, es resultado de una disminución de producto en el mercado interno asociado a factores estacionales y al incremento en la demanda del mercado externo, especialmente de El Salvador y Honduras.

El grupo de gasto Pan y cereales registró incrementos, explicados principalmente por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería y el Pan, los que responden, en el primer caso, a que la cosecha postrera⁶ de maíz concluyó, por lo que el mercado se abasteció con inventarios, incluso en algunas regiones del país, principalmente en el área conocida como el Corredor Seco, los inventarios se han agotado, según indicó la FAO, en su informe de febrero; y en el caso del Pan, al comportamiento al alza del precio de la harina de trigo, el principal insumo para su elaboración.

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

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

En cuanto a la división de gasto *Recreación y cultura*, el incremento se explica, principalmente, por el aumento en el precio medio del Servicio de viajes todo incluido fuera del país, el Servicio de viajes todo incluido dentro del país y los Textos escolares.

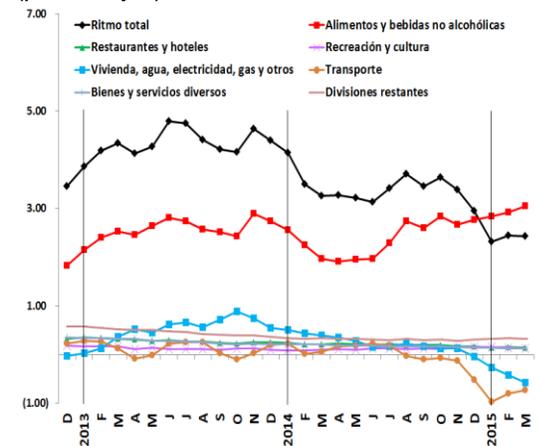
La división de gasto *Bienes y servicios diversos* registró un alza en los gastos básicos Jabón, Colonias y perfumes, Servicio de salón de belleza y Papel higiénico.

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

Por su parte, la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual negativa asociada, principalmente, al comportamiento del precio medio del

Gráfica 17

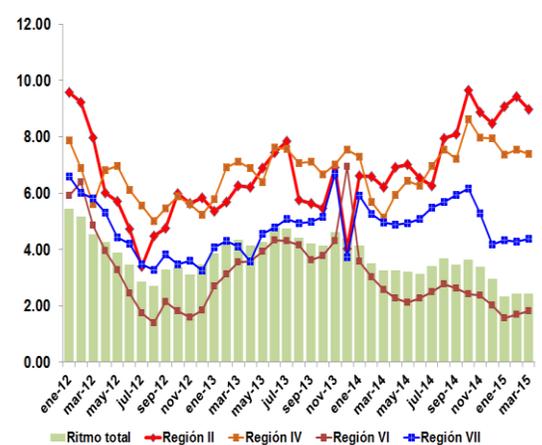
Impacto de las Divisiones de Gasto en el Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 18

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



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

⁶ Se refiere a la cosecha de fin de año.

Gas propano y del Servicio de electricidad. En el caso del Gas propano, la disminución se asocia, por un lado, a la baja del precio internacional del gas natural, derivada de niveles de inventarios en el hemisferio norte superiores al promedio de los últimos cinco años y, por el otro, de los bajos precios de los derivados del petróleo. Por su parte, el Servicio de electricidad, registró una disminución asociada a la reducción del pliego tarifario trimestral, tanto para la tarifa social como la no social. Vale indicar que la reducción en el pliego tarifario aplicó para todas las regiones del país. Asimismo, es importante destacar que la Empresa Eléctrica de Guatemala, S. A. (EEGSA) registró la mayor reducción (8% para la tarifa social y 10% para la tarifa no social).

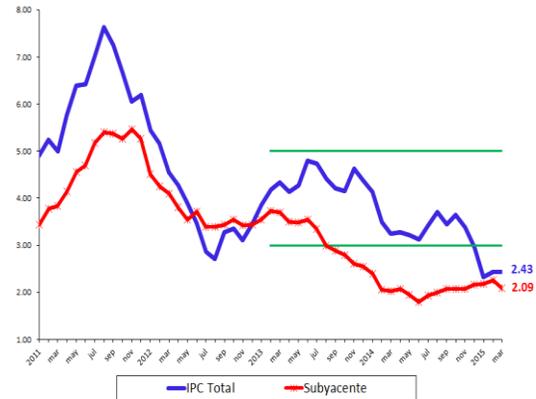
La división de gasto *Transporte* también mostró una variación interanual negativa, la cual se explica por el comportamiento del precio internacional de la Gasolina superior, Gasolina regular y el Diésel.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁷, a marzo, se observan alzas en todas las regiones, destacando dentro de estas, según su impacto, la Región II, Región IV, Región VII y Región VI (gráfica 18). Al analizar en conjunto las ocho regiones cotizadas, se observa que cuatro de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total, las que tuvieron una incidencia de 67.49% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte*.

Con relación a la inflación subyacente, esta registró una variación interanual de 2.09%, reflejando una leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014. Los rubros asociados a los alimentos y combustibles continúan siendo los productos que registran mayor volatilidad, por lo que, alzas y bajas importantes en estos productos se excluyen de la inflación total (gráfica 19).

Gráfica 19

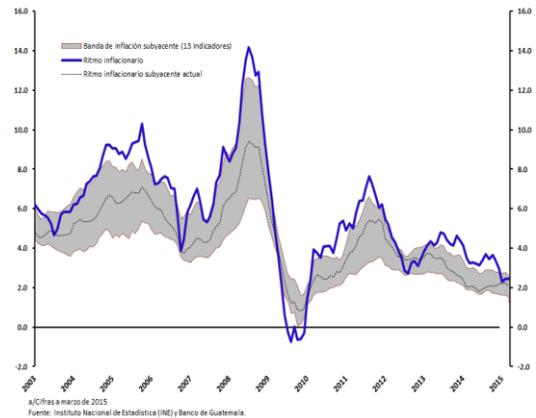
Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



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

Gráfica 20

Inflación Subyacente (1) (porcentajes)



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

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

Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que se realizan al comportamiento del IPC, se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial⁸, es un indicador que, por lo general, se encuentra en el valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 20) a partir de las 13 metodologías utilizadas, por lo que se considera apropiada su utilización como referente de las presiones de demanda, dado que tiende a eliminar el efecto de choques de oferta.

Vale indicar que al considerar el rango de variación de los 13 métodos citados, a marzo de 2015, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.49% y 2.63%, confirmando que aunque existen factores de demanda que presionan la inflación al alza, a excepción del rubro de alimentos, todavía son moderados.

La inflación importada, durante el primer trimestre de 2015 continuó registrando la disminución iniciada desde julio del año anterior, asociada, principalmente, a la reducción observada en el precio internacional del petróleo y sus derivados y a la disminución del precio internacional de otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo (gráfica 21). A marzo de 2015, la inflación interna registró un nivel de 4.56% y la inflación importada fue de -2.13%.

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

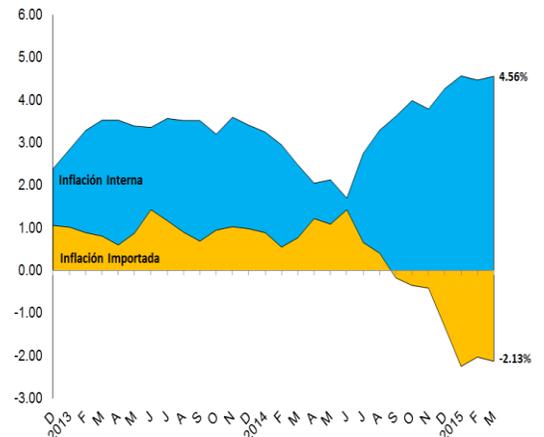
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 1.75% y 3.75% y entre 2.50% y 4.50% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, respectivamente; en ambos casos los referidos límites se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación (4% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 1.45 y 3.45% y entre 2.00% y 4.00% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, en su orden; en ambos casos, los referidos límites se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación. Cabe señalar que

⁸ La metodología utilizada para construir este indicador excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de toda la canasta para el mes en estudio.

Gráfica 21

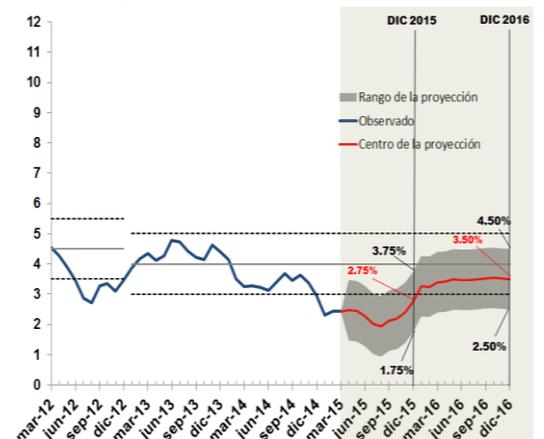
Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 22

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)



(1) Información observada a marzo de 2015 y proyectada a diciembre 2016.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

Vale destacar que, aunque el nivel general de precios ha sido presionado por factores de demanda (particularmente la división de alimentos y bebidas no alcohólicas), el choque de oferta relacionado con la caída del precio internacional del petróleo ha sido lo suficientemente relevante para compensar dichas presiones. Sin embargo, los pronósticos de inflación descuentan que en la segunda parte de 2015 y durante 2016, en la medida que dicho choque vaya desvaneciéndose, las presiones de demanda se harían más evidentes. De este modo, se prevé que la trayectoria de la inflación aumente, aunque a niveles dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, ubicándose por debajo de dicho margen a finales de 2015, pero dentro del mismo durante 2016.

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

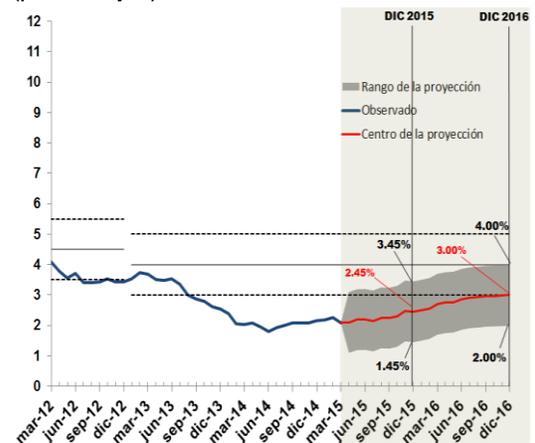
b) Pronósticos de mediano plazo

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

Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) los precios promedio esperados de las materias primas y de los alimentos presentan tasas negativas de variación interanual, aunque con tendencias crecientes; ii) las estimaciones de inflación de los principales socios comerciales de Guatemala sugieren presiones inflacionarias contenidas para 2015 resultado, principalmente, de la reducción observada en los precios internacionales del petróleo y de sus derivados, mientras que para 2016 se espera que dicha tendencia se revierta, aunque de manera gradual y moderada; y iii) la estimación de la brecha del producto de Guatemala en el horizonte de pronóstico sugiere que la actividad económica interna se sitúa cerca de su nivel potencial.

Gráfica 23

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)

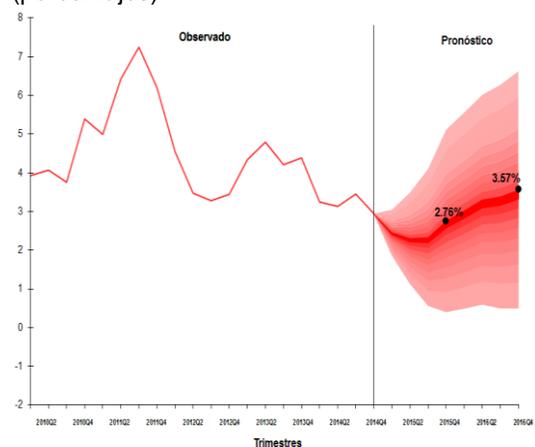


(1) Información observada a marzo de 2015 y proyectada a diciembre 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 24

Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)



(1) Con información observada a febrero de 2015 y pronosticada hasta diciembre 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en marzo, con datos a febrero, indican una trayectoria de inflación con valores que se sitúan por debajo de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría en 2.76% y en 3.57% para finales de 2015 y 2016, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder congruente con mantener el nivel de inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere situar dicha tasa en 3.50% hasta el primer trimestre de 2016, para luego incrementarla a 3.75% en el segundo trimestre de 2016 y mantenerla en ese nivel en el resto del horizonte de pronóstico.

c) Expectativas de inflación

En marzo, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se ubicaron en un rango de entre 2.79% y 4.79% para diciembre de 2015 y entre 3.13% y 5.13% para diciembre de 2016. En el caso de 2015, los límites de las expectativas se situaron por debajo de los límites superior e inferior de la meta de inflación (3.0% y 5.0%, respectivamente); mientras que, para 2016 excedieron levemente los límites inferior y superior de la referida meta (gráfica 26). Las expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo la evolución de los precios de los combustibles, el precio internacional del petróleo, el comportamiento y el desempeño de las políticas fiscal y monetaria, entre otros, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

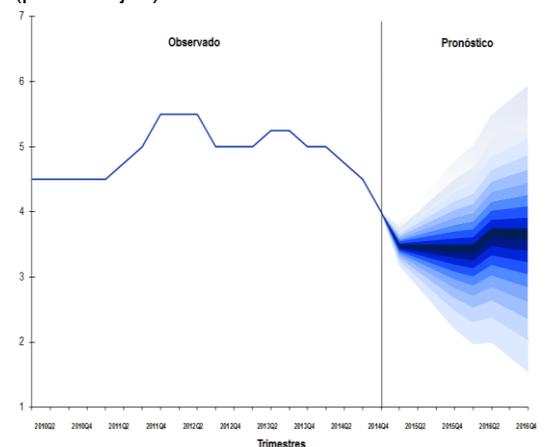
Al 26 de marzo de 2015 los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento dinámico, pero congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo.

i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que

Gráfica 25

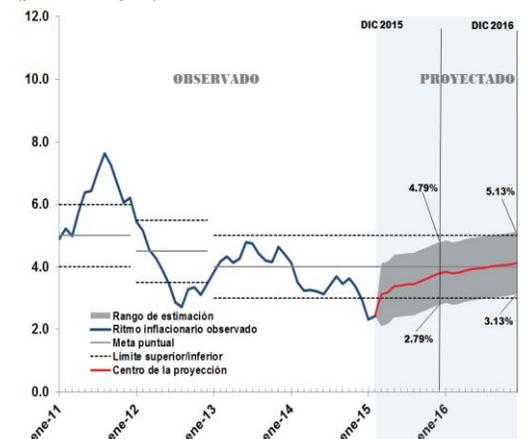
Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 26

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



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

obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. A la fecha indicada, la demanda de emisión monetaria ha sido congruente con su estacionalidad aunque en niveles superiores, asociados, principalmente, al dinamismo que ha registrado el gasto público. Lo anterior se refleja en el crecimiento del numerario en circulación y, por tanto, en el coeficiente de preferencia de liquidez.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 26 de marzo, registraron un crecimiento interanual de 11.1%, asociado al dinamismo del numerario en circulación y de las captaciones bancarias. En efecto, el multiplicador de los medios de pago mantuvo una tendencia positiva que permitió un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, reflejo de la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 41.0%.

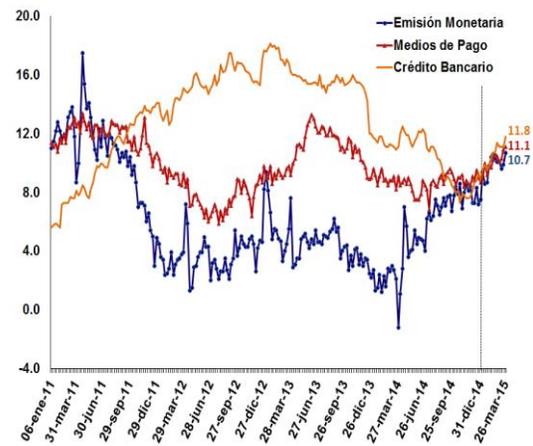
iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 26 de marzo, registró un crecimiento interanual de 11.8%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (22.2%) como en moneda nacional (6.7%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y por encima del crecimiento del PIB nominal.

Es importante mencionar que el crédito bancario, desde el último trimestre de 2014 ha registrado una sostenida tendencia al alza, asociada al dinamismo en el crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo. En ese sentido, cabe indicar que la referida aceleración en el crédito en moneda extranjera ha sido financiada con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior, las cuales, al 26 de marzo, registran una variación interanual de 16.0%. Conviene señalar que el crédito bancario continúa registrando tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7.6%) y su peso relativo en relación al PIB ha venido creciendo.

Gráfica 27

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



(1) Variación interanual observada al 26 de marzo de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de la cartera crediticia por tipo de deudor, se aprecia que el crédito empresarial mayor (componente que representa alrededor de 54.0% de la cartera crediticia total) ha registrado una tendencia positiva, desde el cuarto trimestre de 2014. Por su parte, el crédito al consumo e hipotecario (componentes que en conjunto representan alrededor de 33.0%) evidencian un ritmo de crecimiento moderado; mientras que el crédito empresarial menor viene desacelerándose.

Por otra parte, al analizar la variación interanual del crédito bancario al sector privado, desde la perspectiva de la actividad económica, las mayores tasas de variación relativa se han concentrado en los sectores siguientes: Electricidad, gas y agua (50.0%), Industria Manufacturera (14.3%); Consumo (12.5%); Comercio (10.9%); y Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca (10.1%).

En síntesis, el crédito bancario viene creciendo a tasas interanuales de dos dígitos con mayor dinamismo en moneda extranjera en el segmento empresarial mayor, lo que refleja el proceso de intermediación financiera para apoyar el financiamiento de la actividad productiva del país.

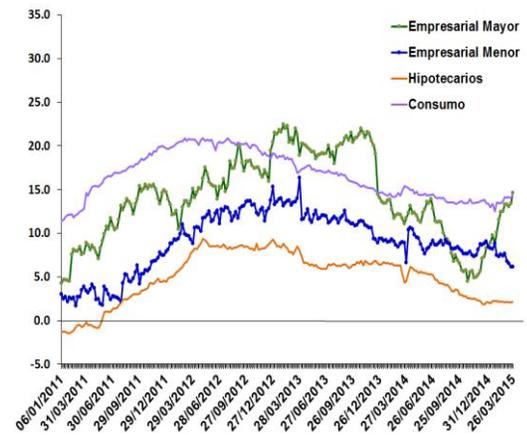
b) Tasas de interés

i) De corto plazo

La tasa de interés de operaciones de reporte a un día es un indicador apropiado de tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente en el sistema bancario. En el transcurso del primer trimestre de 2015, la referida tasa se ha ubicado, como es usual, consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (11 puntos básicos en promedio), pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, lo cual es reflejo de que las condiciones de liquidez son adecuadas en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados (gráfica 29).

Gráfica 28

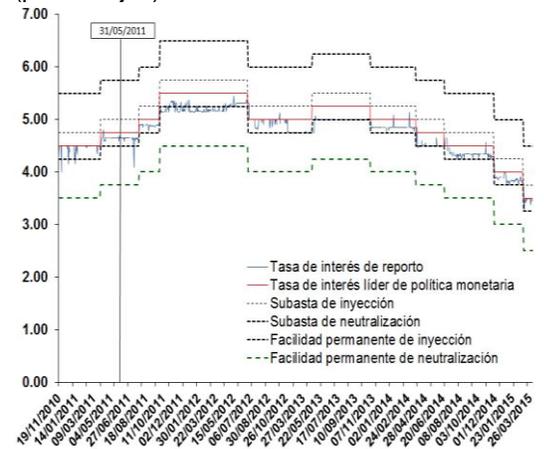
Cartera de Créditos por Tipo de Deudor (1) (porcentajes)



(1) Con información al 26 de marzo de 2015.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

Gráfica 29

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



(1) Con información al 26 de marzo de 2015.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, en moneda nacional, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel de alrededor de 13.53%, significativamente inferior a los niveles registrados en la década anterior (gráfica 30).

Al 26 de marzo, la tasa de interés activa en moneda nacional se redujo 27 puntos respecto de diciembre de 2014, pasando de 13.64% a 13.37%, lo que se explica, principalmente, por la reducción en las tasas de interés de todos los destinos crediticios (consumo, microcrédito, hipotecario, empresarial menor y empresarial mayor; en su orden de reducción). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó, al 26 de marzo, en 5.45% (gráfica 31), un punto básico por debajo de su valor en diciembre de 2014.

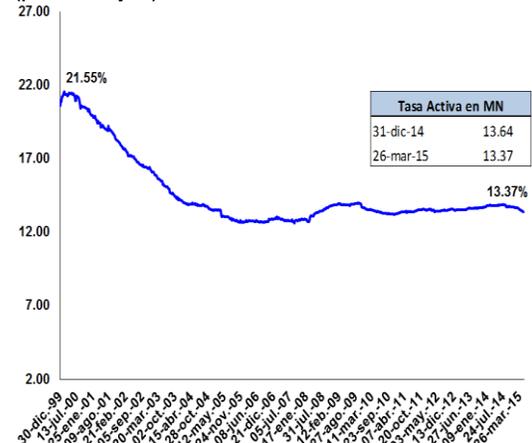
c) Tipo de cambio real de Equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al cuarto trimestre de 2014, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra cercano a su nivel de equilibrio. Así, los modelos⁹ señalan una leve sobreapreciación de entre 1.55% y 4.19%, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar (gráficas 34 y 35).

⁹ El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos empleando variables como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

Gráfica 30

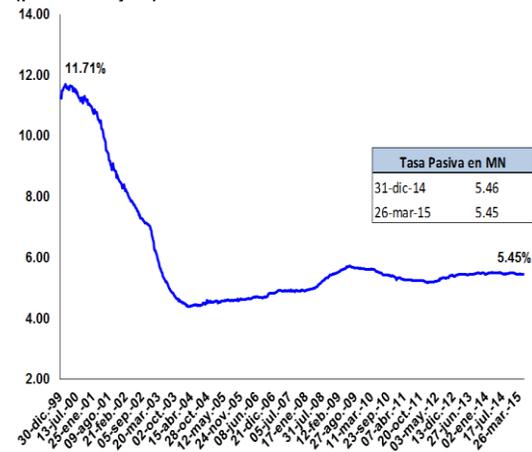
Tasa de Interés Activa (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de marzo de 2015. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 31

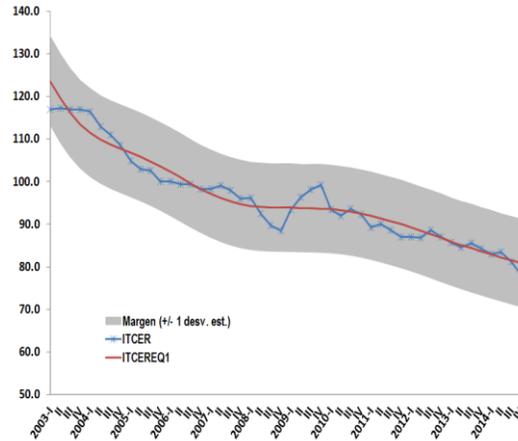
Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de marzo de 2015. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 32

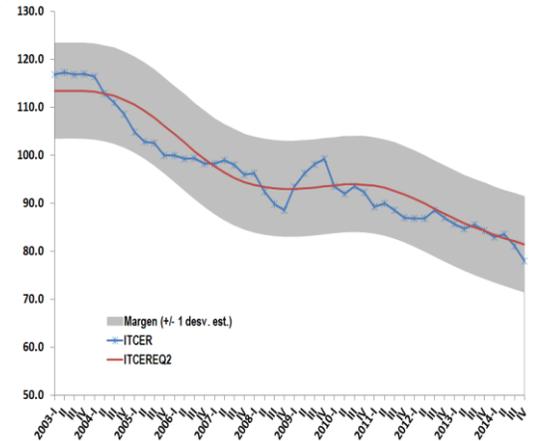
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(índice)



(1) Con información a diciembre de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 33

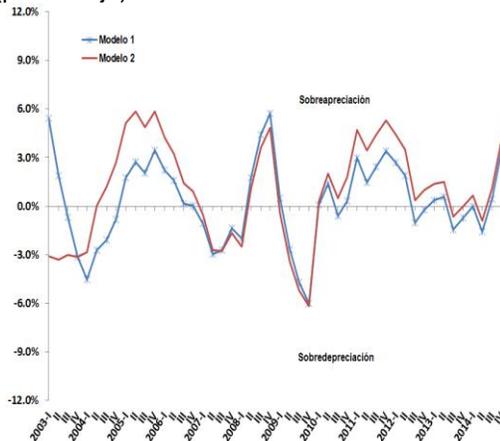
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)
(índice)



(1) Con información a diciembre de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 34

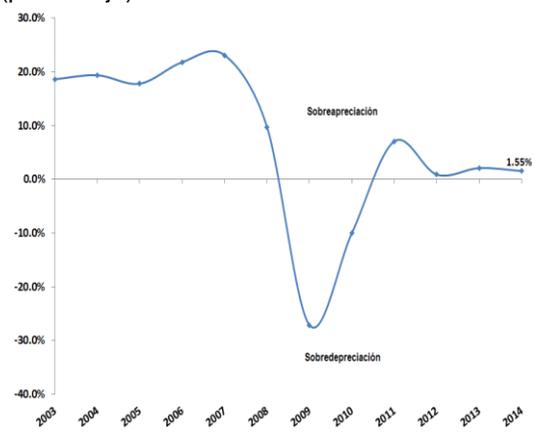
Desviaciones respecto al ITCER de
Equilibrio (1)
(porcentaje)



(1) Con información a diciembre de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 35

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a diciembre de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

D. FINANZAS PÚBLICAS

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015 fue aprobado mediante Decreto Número 22-2014 por un monto de Q70,600.0 millones (14.4% del PIB). Dicho presupuesto prevé un déficit fiscal de 2.0% del PIB (1.9% en 2014), una carga tributaria de 11.2% (10.8% en 2014) y un aumento del gasto público de 12.3% respecto del año anterior.

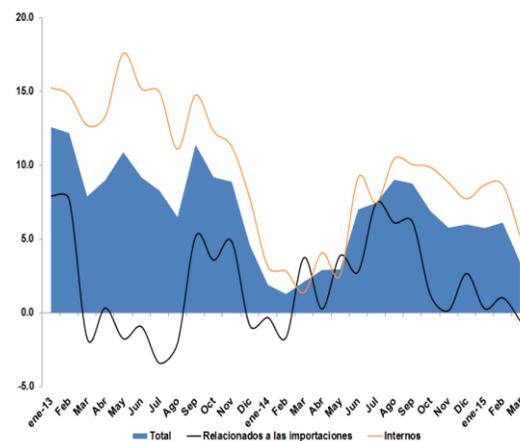
Cabe destacar que dentro de la recaudación tributaria, se incluyen Q2,343.1 millones (0.5% del PIB) provenientes de medidas administrativas a implementar por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT); así como Q1,931.4 millones (0.4% del PIB) provenientes de la creación del impuesto a la telefonía, del aumento al impuesto a la distribución del cemento y del incremento del porcentaje a las regalías por la explotación de minerales y materiales de construcción. Sobre la base indicada, en febrero, el Organismo Ejecutivo y la SAT suscribieron el convenio para el cumplimiento de metas de recaudación para 2015 en Q54,701.1 millones, cumplimiento que estará sujeto, entre otros aspectos, a las actuaciones de la Corte de Constitucionalidad en materia de legislación tributaria, en particular, sobre el impuesto a la telefonía, el cual se encuentra suspendido temporalmente y del que se esperaba recaudar Q1,344.0 millones.

1. Ingresos

Al 31 de marzo de 2015, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.5% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 3.3% que registraron los ingresos tributarios (94.3% de los ingresos totales) y de 7.1% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 0.9%, sustentados en el dinamismo del Impuesto de Solidaridad, el cual aumentó 12.4%; mientras que, el Impuesto Sobre la Renta registra un bajo desempeño al disminuir 1.8%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 4.8%, dentro de los cuales destacó el desempeño del IVA doméstico y del impuesto sobre derivados del petróleo, los cuales crecieron 10.2% y 20.4%, respectivamente, reflejando un mayor dinamismo en el consumo privado; en tanto que, el IVA importaciones disminuyó 3.1%, afectado, en mayor medida, por la reducción en el valor de las importaciones. Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación, según el Ministerio de Finanzas Públicas, al 31 de marzo de 2015, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q12,323.1 millones, mientras que la meta para dicho período era de Q12,918.9 millones, por lo que se alcanzó un nivel de cumplimiento de 95.4% y se generó una brecha tributaria negativa de Q595.8 millones (4.6%).

Gráfica 36

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2013-2015
(porcentajes)



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

(2) Cifras preliminares a marzo 2015.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Gastos

Al 31 de marzo de 2015, el gasto público aumentó 21.7% respecto de similar período del año anterior, reflejo del aumento en la disponibilidad de caja del Gobierno Central resultado, principalmente, de la colocación de bonos del tesoro por Q7,021.7 millones, así como del desembolso de US\$340.0 millones provenientes de un préstamo con el Banco Mundial. En lo que respecta a la distribución del gasto, los de funcionamiento fueron mayores en 20.7%, mientras que los de capital crecieron 27.2%. El aumento en los gastos de funcionamiento está asociado, principalmente, al incremento en la nómina de algunos ministerios como el de Educación, derivado de la mejora salarial que se otorgó al magisterio nacional, así como a una mayor ejecución en los gastos por la adquisición de bienes y servicios, realizados por los ministerios de Salud Pública y de Gobernación, entre otros. A diferencia del año previo, como se aprecia en la gráfica 37, el dinamismo del gasto público, durante el primer trimestre de 2015, es considerable en el rubro de transferencias (corrientes y de capital), las cuales aumentaron a marzo de 2015 (30.3%), mientras que el resto de gastos crecieron 18.2%.

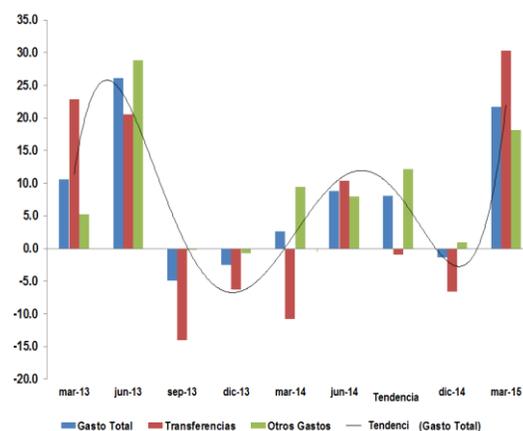
A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 21.6%, mayor a la registrada en 2014 (18.3%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Educación (25.0%) y el Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social (24.9%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (12.6%) y el Ministerio de Desarrollo Social (7.3%).

3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gasto público al 31 de marzo de 2015, resultó en un déficit fiscal de Q1,408.5 millones (0.3% del PIB), contrario al superávit registrado en el mismo período del año anterior (Q725.0 millones), como consecuencia del mayor dinamismo registrado en el gasto público. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q2,737.8 millones, resultado de desembolsos por Q3,520.6 millones y amortizaciones por Q782.8 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este se ubicó en Q5,052.1 millones,

Gráfica 37

Gasto Total Trimestral (1)
Años: 2013-2015
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a marzo 2015.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

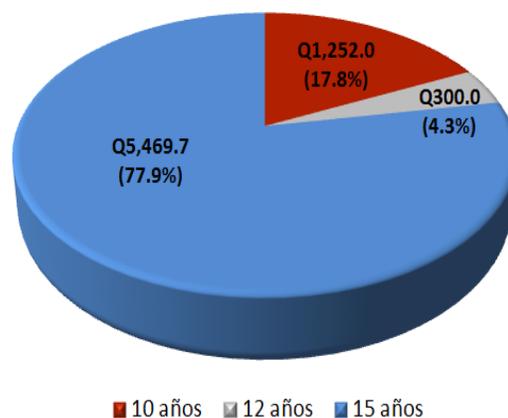
como consecuencia de negociaciones de bonos del tesoro por Q7,021.7 millones, vencimientos por Q1,969.8 millones y colocación de primas de deuda interna por Q0.2 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q6,381.3 millones.

Al 28 de febrero, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$7,404.4 millones, mayor en US\$365.1 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2014 (US\$7,039.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública interna al 31 de marzo se situó en Q62,675.1 millones, mayor en Q5,051.8 millones respecto al 31 de diciembre de 2014 (Q57,623.3 millones), el cual incluye colocaciones netas de Bonos del Tesoro (86.1% del total a colocar en el año). La totalidad de dicho monto, fue colocada en moneda nacional, a plazos de 10, 12, y 15 años y a tasas de rendimiento promedio ponderado de 7.1%, 7.4% y 7.5%, respectivamente.

Gráfica 38

Composición de Bonos del Tesoro 2015, de acuerdo al plazo de colocación (1)

Año: 2015
(millones de quetzales)



(1) Cifras al 31 de marzo 2015.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 5

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

Concepto	2014	2015 ^{P1}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	12,621.4	13,068.5	447.2	3.5
A. Ingresos (1+2)	12,621.2	13,057.2	436.0	3.5
1. Ingresos Corrientes	12,619.5	13,055.5	436.0	3.5
a. Tributarios	11,925.4	12,323.1	397.7	3.3
b. No Tributarios	694.1	732.4	38.4	5.5
2. Ingresos de Capital	1.7	1.7	0.0	-2.3
B. Donaciones	0.2	11.3	11.2	7,446.9
II. Total de Gastos	11,896.4	14,477.1	2,580.7	21.7
A. De Funcionamiento	10,136.3	12,237.9	2,101.5	20.7
B. De Capital	1,760.1	2,239.2	479.2	27.2
III. Superávit o Déficit Presupuestal	725.0	-1,408.5	-2,133.5	-294.3
IV. Financiamiento Total	-725.0	1,408.5	2,133.5	-294.3
A. Interno	3,697.5	5,052.1	1,354.6	36.6
B. Externo	-344.3	2,737.8	3,082.0	-895.2
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-4,078.2	-6,381.3	-2,303.1	56.5
Carga tributaria	2.6	2.5		
Superávit ó Déficit / PIB	0.2	-0.3		

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

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA

I. MEDICIÓN TRIMESTRAL

A. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el cuarto trimestre de 2014, medida por el origen de la producción, registró tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la explotación de minas y canteras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; suministro de electricidad y captación de agua; construcción; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; y servicios privados. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 70% de dicho resultado.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2013	2014			
		IV	I	II	III	IV
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.7	1.6	3.6	4.9	2.4	3.4
Explotación de Minas y Canteras	0.6	11.6	34.6	57.3	72.6	27.3
Industria Manufacturera	17.9	2.3	2.8	2.0	4.1	3.8
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	6.4	7.1	5.8	2.6	4.6
Construcción	2.8	2.7	3.1	4.5	5.3	4.5
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	3.4	3.1	3.6	3.9	4.3
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.5	2.2	1.8	3.3	2.7	3.9
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.1	7.7	7.9	8.6	5.7	14.4
Alquiler de Vivienda	10.0	3.1	3.1	3.0	3.0	3.1
Servicios Privados	16.0	1.8	3.5	3.3	2.4	3.8
Administración Pública y Defensa	8.0	7.7	0.8	4.4	4.4	1.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.1	3.4	4.4	4.7	4.4

(1) Medido por el origen de la producción.

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

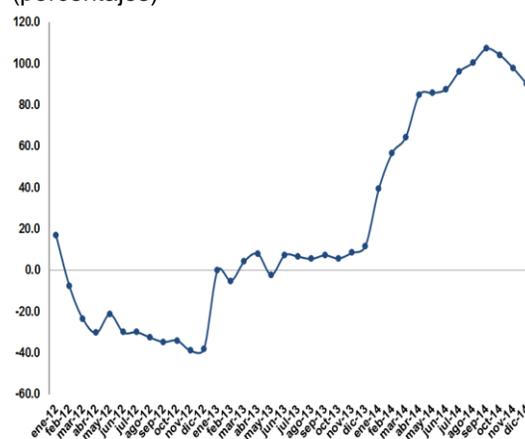
(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

El crecimiento observado en la actividad de explotación de minas y canteras se asocia, principalmente, al incremento de las exportaciones de minerales metálicos, específicamente, zinc y níquel. Por su parte, la producción de petróleo sigue registró una

Gráfica A1.1

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



(1) En términos reales.

(2) Variación interanual acumulada.

(3) Con cifras a diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

recuperación, debido a que la producción en algunos de los principales pozos petroleros se ha reactivado.

El desempeño favorable de la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se derivó, principalmente, del crecimiento observado en la actividad de bancos y financieras, como consecuencia del aumento de las comisiones efectivas y de los intereses netos percibidos por dichas entidades, así como de la disminución en sus gastos administrativos.

En el comportamiento de la actividad suministro de electricidad y captación de agua, incidió la mayor generación de energía eléctrica, derivado del incremento en la demanda interna para uso intermedio y doméstico.

En el crecimiento de la construcción influyó el efecto combinado del aumento del indicador de superficie de construcción realizada, tanto de edificaciones residenciales como no residenciales.

El desempeño del comercio al por mayor y al por menor refleja un aumento del flujo de bienes comercializables (provenientes tanto de la producción interna como de importaciones), para suplir el incremento de la demanda interna, entre los que destacan: alimentos, bebidas y tabaco; enseres domésticos; maquinaria y equipo; materias primas y/o productos intermedios; artículos de ferretería, pinturas y productos de vidrio; combustibles y lubricantes; vehículos automotores; y productos por catálogo.

En el crecimiento que registró la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, destaca el desempeño positivo mostrado por las actividades de transporte vía terrestre y por las de transporte complementarias y auxiliares, derivado del incremento en la demanda de estos servicios por parte de las actividades de extracción de minerales metálicos y agroindustriales; así como por el incremento observado en el volumen de mercadería embarcada y desembarcada en los puertos nacionales.

Por su parte, el comportamiento observado en la industria manufacturera se asocia, principalmente, al mayor dinamismo que registraron las actividades de

alimentos, bebidas y tabaco; entre las cuales, destaca la elaboración de azúcar; producción de aguas minerales; elaboración de bebidas malteadas y de malta; matanza de aves; elaboración de productos de panadería; elaboración de productos lácteos; y elaboración de otros productos alimenticios, derivado del incremento observado en la demanda interna y externa de dichos productos.

Finalmente, en la evolución positiva de los servicios privados, influyó el dinamismo de las actividades de hoteles y restaurantes, influenciado principalmente, por el auge en la apertura de nuevos restaurantes, tanto de comida rápida como especializada. Asimismo, se evidenció un aumento en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

B. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al cuarto trimestre de 2014, observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 4.1%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento del número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares, de los salarios medios y del crédito bancario al sector privado, principalmente, el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un aumento de 6.6%, explicado, fundamentalmente, por un incremento en la compra de bienes y servicios.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta registró un incremento de 9.3%, asociado, principalmente, a la mayor inversión en construcción y al aumento, en términos de volumen, en las importaciones de bienes de capital, especialmente las destinadas para la agricultura, industria, telecomunicaciones, construcción y el transporte.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 8.3% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de azúcar de

caña sin refinar; minerales metálicos; tejidos de punto o ganchillo y prendas de vestir; bebidas no alcohólicas; vidrio y productos de vidrio; productos básicos de hierro y acero; tabaco sin elaborar; y productos químicos, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.2%, derivado del incremento que registró tanto el volumen de importación de bienes de consumo (tejidos de punto, prendas de vestir y productos farmacéuticos), como el volumen importado de bienes de capital, de materias primas y productos intermedios para la agricultura, como abonos y plaguicidas; y combustibles y lubricantes.

Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2013	2014			
		IV	I	II	III	IV
Demanda Interna		3.1	3.4	4.4	4.7	4.4
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.6	3.0	3.8	4.2	3.3	4.1
Gasto de Gobierno Central	11.4	-0.8	6.4	4.7	6.4	6.6
Formación Bruta de Capital Fijo	14.5	0.1	3.8	3.1	0.6	9.3
Exportaciones de bienes y servicios	26.2	5.8	2.4	5.1	14.8	8.3
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.9	2.0	8.1	4.2	7.7	4.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.1	3.4	4.4	4.7	4.4

(1) Medido por el destino del gasto.

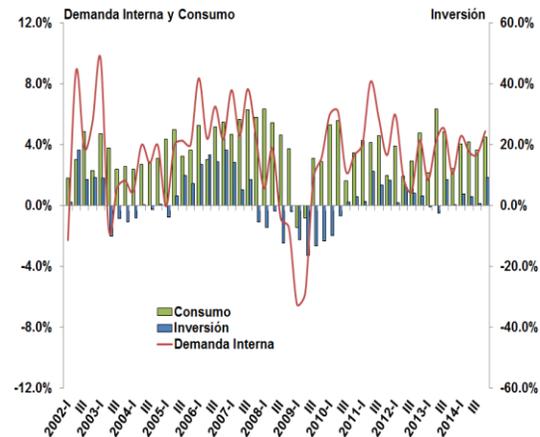
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.2

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



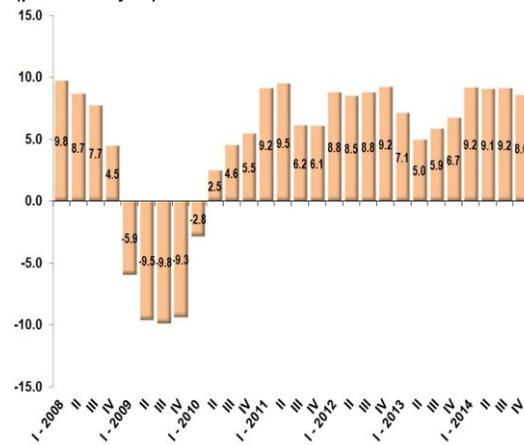
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

II. MEDICIÓN ANUAL

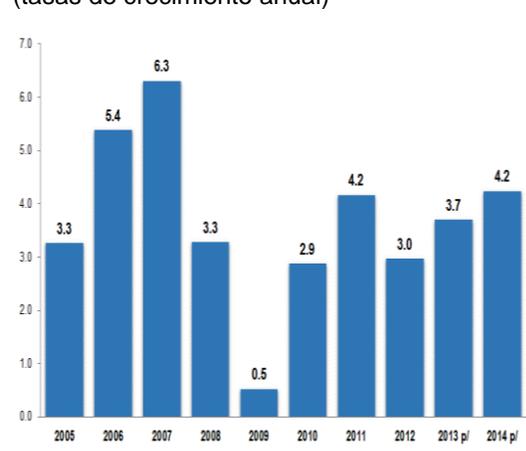
Considerando el mejor desempeño de la actividad económica de los principales socios comerciales del país, así como el comportamiento de los distintos indicadores de corto plazo, la actividad económica en 2014, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), registró un crecimiento de 4.2%, superior al 3.7% registrado en 2013 y a la estimación previa (4.0%). Este resultado se explica, fundamentalmente, por el mayor dinamismo en todos los componentes de la demanda interna y en el volumen de las exportaciones de bienes y servicios; mientras que por el origen de la producción, destaca el desempeño positivo, principalmente, de las ramas de actividad económica siguientes: explotación de minas y canteras, comercio al por mayor y al por menor, industrias manufactureras y servicios privados.

A. DESTINO DEL GASTO

En lo que corresponde a la demanda interna, resalta el comportamiento dinámico de todos sus componentes, destacando por su incidencia el gasto en consumo privado, asociado al incremento observado en el volumen de bienes de consumo importados; al aumento en el ingreso de los hogares, debido a una mejora en el salario medio; al incremento del ingreso de divisas por remesas familiares; al crecimiento del crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo, y a la disminución en la inflación. En relación a la demanda externa, destaca el dinamismo en las exportaciones de bienes y servicios, el cual estuvo influenciado, fundamentalmente, por el crecimiento en las exportaciones de minerales metálicos; productos básicos de hierro y acero; hule natural; petróleo crudo y gas; legumbres preparadas en conservas y bebidas no alcohólicas, lo que denota la recuperación económica de los principales socios comerciales del país.

Gráfica A1.4

Producto Interno Bruto Anual (1)
Años: 2005 - 2014
(tasas de crecimiento anual)



p/ Preliminar.

Fuente: Banco de Guatemala.

Cuadro A1.3

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

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2013 ^{p/}	2014 ^{p/}	2013 ^{p/}	2014 ^{p/}
1. DEMANDA INTERNA			3.2	4.1
GASTO DE CONSUMO FINAL	95.8	95.6	3.9	4.1
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	84.6	84.3	3.7	3.9
Gastos en consumo del gobierno general	11.4	11.6	5.6	6.0
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.5	14.5	1.5	4.4
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	26.2	27.1	6.7	7.6
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	36.9	37.5	4.3	6.0
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)			3.7	4.2

^{p/} Preliminar.

(1) Medido por el destino del gasto.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

B. ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

En cuanto al origen de la producción, por su incidencia en la tasa de crecimiento del PIB, destaca la actividad de explotación de minas y canteras, que registró un crecimiento de 46.8% (3.5% en 2013), asociado principalmente, al dinamismo que mostró la actividad de extracción de minerales metálicos, en particular, por la extracción de concentrados de plomo y zinc por parte de Minera San Rafael, S. A. ubicada en el Departamento de Santa Rosa, así como por la extracción y exportación de concentrados de níquel por parte de la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN), situada en el Departamento de Izabal.

El valor agregado de la actividad comercio al por mayor y al por menor mostró un crecimiento de 3.8% (3.2% en 2013), como resultado del mayor flujo de bienes comercializados en la economía, asociado a mayores tasas de crecimiento observadas en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo

interno, relacionados principalmente con una mayor demanda de alimentos, bebidas y de productos de uso doméstico; así como al mayor dinamismo en el volumen de bienes importados, entre los que destacan: la importación de vehículos, partes y accesorios de vehículos, combustibles y lubricantes, entre otros.

El crecimiento de 3.2% registrado por las industrias manufactureras se explicó principalmente, por el desempeño positivo que mostró el valor agregado de las actividades de elaboración de alimentos, bebidas y tabaco, como consecuencia del incremento tanto en la demanda externa como interna de este tipo de bienes, particularmente los relacionados con la matanza de aves; preparación de carne; elaboración de alimentos preparados para animales; elaboración de cerveza; elaboración de bebidas no alcohólicas y aguas minerales.

Finalmente, la actividad de servicios privados registró un crecimiento de 3.3%, luego de que en 2013 creciera a una tasa de 3.0%. Dicho comportamiento es el resultado del desempeño positivo, principalmente en las actividades de hoteles y restaurantes; actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler; actividades relacionadas con la salud humana; y actividades de mantenimiento y reparación de vehículos automotores.

Cuadro A1.4

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

Ramas de actividad	Participación	2013	2014	Incidencias	
				2013	2014
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.6	4.7	3.6	0.54	0.38
Explotación de minas y canteras	0.8	3.5	46.8	0.08	1.02
Industrias manufactureras	17.7	3.5	3.2	0.65	0.60
Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	5.2	5.0	0.11	0.11
Construcción	2.8	1.7	4.5	0.07	0.18
Comercio al por mayor y al por menor	11.5	3.2	3.8	0.59	0.70
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	2.9	3.0	0.23	0.23
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.4	11.4	9.2	0.38	0.32
Alquiler de vivienda	9.9	3.0	3.1	0.25	0.24
Servicios privados	15.8	3.0	3.3	0.41	0.44
Administración pública y defensa	7.9	6.4	2.9	0.47	0.21
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.7	4.2		

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXO 2

MODELANDO LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN GUATEMALA¹⁰

I. INTRODUCCIÓN

Un tipo de cambio nominal flexible constituye un requisito fundamental para el buen funcionamiento del Esquema de Metas Explícitas de Inflación (en adelante, EMEI). Su racionalidad proviene del dilema de política monetaria conocido como “La Trinidad Imposible”, que postula que, en un contexto de movilidad de capitales, la política monetaria independiente no puede combinarse con un régimen de tipo de cambio fijo (Obstfeld et al., 2005).

Algunos economistas plantean que uno de los costos del EMEI es precisamente una volatilidad cambiaria más alta, como resultado de la flexibilidad del régimen cambiario. Una volatilidad cambiaria más alta pudiera tener efectos negativos de particular relevancia para los países con economías pequeñas abiertas, como la de Guatemala, considerando la importante vulnerabilidad a la que están expuestas ante choques reales y financieros (Cavoli, 2009).

En este contexto, el objetivo de este apartado es evaluar el comportamiento de la volatilidad (incertidumbre) cambiaria en Guatemala desde la adopción del EMEI en 2005. Para el efecto se utiliza un modelo EGARCH-M para el tipo de cambio nominal y se estima la curva de impacto de noticias (choques no anticipados).

En la sección II se describe el modelo propuesto para la evaluación empírica. En la sección III se presenta el análisis de los resultados del modelo. Finalmente, se presentan las conclusiones generales en la sección IV.

II. MODELO TEÓRICO

Con el objetivo de estimar la volatilidad del tipo de cambio nominal de Guatemala, se utiliza un tipo de modelo de heterocedasticidad condicional (GARCH, por

sus siglas en inglés). Específicamente se decidió utilizar el modelo GARCH exponencial en media (EGARCH-M, por sus siglas en inglés), sugerido por Nelson (1991), ya que ofrece la ventaja de que modela el logaritmo natural de la varianza del tipo de cambio nominal, lo que garantiza el cumplimiento de la condición de no admitir valores negativos para la misma (que podría existir cuando algunas variables explicativas presentan valores negativos, particularmente, cuando se utilizan variaciones intermensuales). Adicionalmente, esta especificación permite capturar posibles efectos asimétricos de los choques sobre la volatilidad. La representación EGARCH-M incorpora la hipótesis de que la volatilidad cambiaria puede afectar la variación del tipo de cambio nominal.

La ecuación de la media se especifica de la siguiente manera:

$$e_t = \mu + \sum_{j \in J} \rho_j e_{t-j} + \sum_{k \in K} \theta_k \sigma_{e,t-k}^2 + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, \sigma_{e,t}^2)$$

En donde e es la variación del tipo de cambio nominal ($e = (\ln(TCN_t) - \ln(TCN_{t-1})) * 100$). Por su parte, la ecuación de la volatilidad (varianza condicional) adquiere la siguiente forma:

$$\ln(\sigma_{e,t}^2) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\sigma_{e,t-1}^2) + \gamma_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{e,t-1}} \right) + \varphi_1 \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{e,t-1}} \right|$$

La ecuación anterior proporciona la varianza condicional del error de estimación en logaritmo ($\ln(\sigma_t^2)$), la cual depende del error rezagado estandarizado $\left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right)$, del error rezagado estandarizado en valor absoluto $\left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right|$,

¹⁰ Fuente: “Modelando la volatilidad del tipo de cambio en Guatemala”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Marzo de 2015.

de un rezago de ella misma y de rezagos de la variación del tipo de cambio nominal. Un coeficiente φ_1 positivo y estadísticamente significativo señala que una desviación de $\left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right|$ de su valor esperado causa que la incertidumbre aumente.

Un valor positivo y estadísticamente significativo de γ_1 sería indicativo de que la volatilidad del tipo de cambio nominal, aumentará más en respuesta de un choque positivo ($\varepsilon_{t-1} > 0$) que de un choque negativo ($\varepsilon_{t-1} < 0$). Si $\gamma_1 = 0$, los choques positivos tienen el mismo efecto sobre la volatilidad que los choques negativos de la misma magnitud.

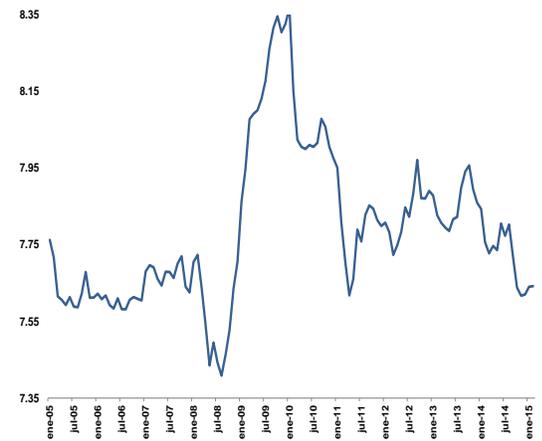
III. EVALUACIÓN EMPÍRICA Y RESULTADOS

El comportamiento observado del tipo de cambio nominal durante 2005-2015, tanto en niveles como en variaciones (gráficas A2.1 y A2.2), puede dividirse en tres subperíodos. El primero comprende 2005-2008 y se caracteriza por un tipo de cambio que se mantuvo alrededor de Q7.65 por dólar. En el segundo subperíodo, que abarca los años de la crisis económica y financiera mundial, el tipo de cambio registró la depreciación nominal más alta, llegando a ubicarse en Q8.40 por dólar, aproximadamente. El último subperíodo comienza a partir de 2010 y, si bien en términos generales el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, resaltan los meses entre agosto y principios de octubre de 2014, cuando se registró una apreciación nominal, asociada a la evolución de las remesas familiares, a ingresos provenientes de la exportación de minerales y a recursos frescos, cuyo origen obedece a la contratación de deuda en el exterior por parte del sector corporativo del país.

En general, el tipo de cambio nominal ha tenido una trayectoria bastante estable en los últimos diez años, ya que registra una media aproximada de Q7.80 por dólar desde 2005 y una desviación estándar de Q0.20. En términos de variación intermensual, se registra una media cercana a cero y una desviación estándar de 0.70%. Esta primera aproximación estadística indicaría que la volatilidad cambiaria en Guatemala ha sido considerablemente moderada desde el establecimiento del EMEI, aspecto que, a juicio de Sebastian Edwards (2006) es indicativo de que dicho esquema, por ser transparente y predecible, tiende a reducir el efecto de los choques inesperados (salidas abruptas de

Gráfica A2.1

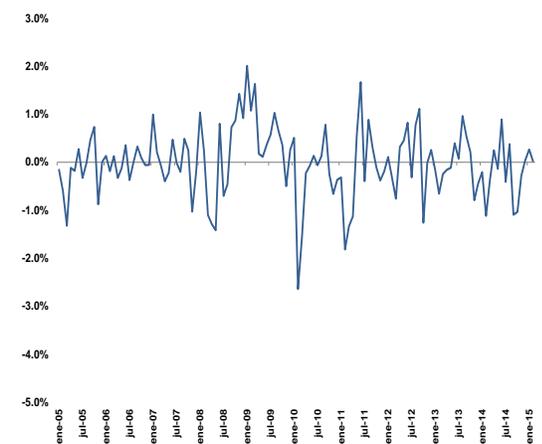
Tipo de cambio nominal
Período 2005-2015
(quetzales por US dólar)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.2

Tipo de cambio nominal
Período 2005-2015
(variación intermensual)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

flujos de capital o cambios repentinos en los términos de intercambio, por ejemplo).

En adición podría considerarse que los bancos centrales que operan en un EMEI, usualmente participan en el mercado cambiario para moderar la volatilidad, sin afectar su tendencia.

Por su parte, los resultados obtenidos mediante el modelo EGARCH-M, confirman que la volatilidad ha sido baja en el período analizado. Al respecto, la desviación estándar condicional promedio obtenida es de 0.80% (gráfica A2.3). Asimismo, los resultados de la regresión no pueden rechazar la hipótesis planteada en la ecuación de la media; es decir, que para el caso de Guatemala, un aumento de la volatilidad efectivamente tiende a impactar en el tipo de cambio nominal.

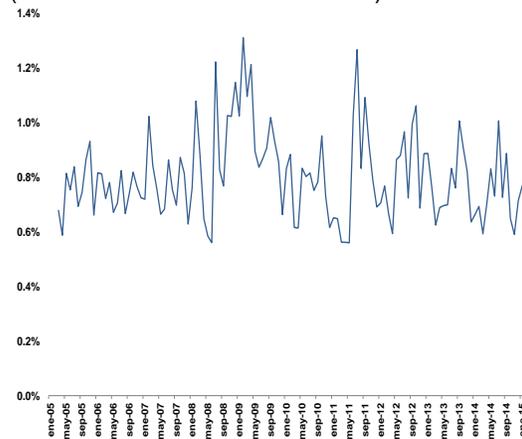
Luego de obtener la desviación estándar condicional de la serie, se puede evaluar si la volatilidad del tipo de cambio en el caso de Guatemala, aumentará más en respuesta a choques no anticipados positivos o negativos. Para ello se construye una curva de noticias o de choques no anticipados (NIC, por sus siglas en inglés).

La NIC muestra las características asimétricas presentes en la mayoría de series de tiempo utilizadas en el análisis económico y financiero. Típicamente en las series de tiempo de datos financieros, las funciones de volatilidad NIC están sesgadas hacia el lado negativo del gráfico; es decir, los choques negativos inducen más volatilidad que los choques positivos de la misma magnitud. En general, podría decirse que el mercado se altera más cuando el precio de los activos baja inesperadamente.

Ciertamente, en el caso del tipo de cambio nominal en Guatemala, la gráfica A2.4 muestra que los choques no anticipados negativos impactan más a la volatilidad cambiaria; es decir que, aquellos choques que podrían propiciar una apreciación, inducen más volatilidad que los choques de la misma magnitud, asociados con una depreciación. En promedio, un choque negativo no anticipado de 1 punto porcentual sobre la variación del tipo de cambio causaría un aumento de la volatilidad de 0.50 puntos porcentuales, equivalente a indicar que la desviación estándar promedio de las variaciones intermensuales podría aumentar a 1.25%.

Gráfica A2.3

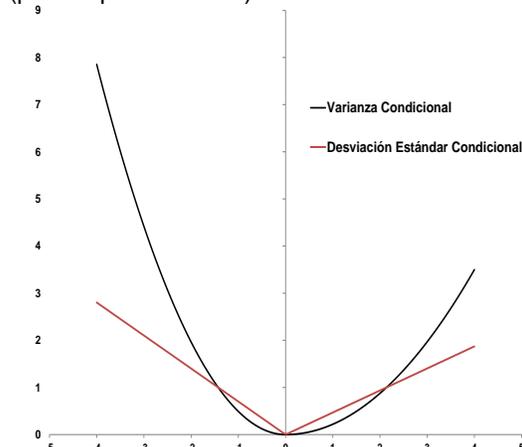
Volatilidad del tipo de cambio nominal
Período 2005-2015
(desviación estándar condicional)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.4

Curva de impacto de choques no anticipados:
Reacción de la varianza y desviación estándar
del tipo de cambio nominal
Período 2005-2015
(puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

IV. CONCLUSIONES

En general, el comportamiento de las variaciones del tipo de cambio nominal durante 2005-2015 muestra evidencia de una volatilidad moderada. La simple observación estadística de las tasas de variación porcentual del tipo de cambio nominal, aunado a los resultados obtenidos mediante las técnicas econométricas desarrolladas en este apartado, sugieren que el tipo de cambio ha sido una variable estable y que, consecuentemente, ha mostrado una volatilidad baja. No obstante, los resultados también señalan que incrementos en la volatilidad cambiaria tienden a afectar el nivel del tipo de cambio nominal. Asimismo, las innovaciones negativas incrementan la volatilidad cambiaria más de lo que se esperaría ante choques de la misma magnitud, pero positivos.

Aunque los resultados del presente trabajo son distintos a los esperados teóricamente en el contexto del EMEI, como se mencionó, una posible explicación para esto podría ser que el EMEI es un esquema monetario transparente y predecible, que tiende a reducir los choques inesperados o innovaciones. Adicionalmente, el Banco de Guatemala, al igual que otros bancos centrales que operan en el EMEI, participan en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal (sin cambiar su tendencia).

Adicionalmente, otras explicaciones acerca de la estabilidad cambiaria en el país, pueden asociarse, por un lado, al hecho de que los agentes económicos están acostumbrados a dicha estabilidad, reflejando el denominado “miedo a flotar” y, por el otro, a que los determinantes del tipo de cambio nominal (principalmente, flujos cambiarios), tienden a ser estables en el tiempo.

ANEXO 3

COMPRIENDIENDO LA CAÍDA DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO: CAUSAS E IMPLICACIONES¹¹

I. INTRODUCCIÓN

El precio internacional del petróleo registró una importante caída en el segundo semestre de 2014, finalizando un período de relativa estabilidad que duró aproximadamente cuatro años, cuando alcanzó niveles de alrededor de US\$105.00 por barril. La caída en el precio del petróleo fue más pronunciada en comparación con los precios registrados en otras materias primas a principios de 2011, lo que refleja el fin de lo que algunos analistas consideran como el “súper-ciclo” de las materias primas. Se prevé que el precio aumente a partir de la segunda parte del presente año, aunque en niveles más bajos respecto de 2014.

El Banco Mundial (2015), en su Informe de Perspectivas Económicas Mundiales, considera algunas causas y posibles implicaciones de la reciente caída del precio internacional del petróleo, las cuales se describen a continuación.

A. CAUSAS

En el corto plazo, el comportamiento del precio internacional del petróleo puede ser afectado por factores transitorios como expectativas, generadas, principalmente, por factores geopolíticos y políticas de producción; mientras que en el largo plazo puede ser explicado por los fundamentos del mercado (oferta y demanda).

En ese sentido, se considera que el comportamiento reciente del precio del petróleo responde, principalmente, a un aumento en la oferta en el mercado mundial y a una reducción en la demanda. En efecto, la oferta ha sido afectada por los Estados Unidos de América desde 2011, ya que ha incrementado significativamente su producción de esquisto, como resultado del desarrollo de nueva tecnología de

extracción, situación que ha posicionado a dicho país como uno de los mayores productores de crudo a nivel mundial. Por el lado de la demanda, también desde 2011, las proyecciones de consumo a nivel mundial se han venido revisando a la baja, como consecuencia de la debilidad en la actividad económica global.

Es importante destacar que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que históricamente ha regulado la oferta mundial del crudo con la finalidad de fijar el precio internacional, apoyada por Arabia Saudita (el mayor productor de la organización), cambió su objetivo de fijación de precios a finales de 2014, cuando decidió mantener su actual nivel de producción en 30.0 millones de barriles diarios, en una coyuntura en la que se anticipaba una reducción en la producción, con el objeto de mantener de esa forma su participación en el mercado.

Por el lado de los factores transitorios, las expectativas sobre una posible suspensión en los suministros de petróleo procedente de Oriente Medio por los conflictos armados que se mantienen en Libia (guerra civil) e Irak (el avance del grupo terrorista Estado Islámico), así como el conflicto entre Rusia y Ucrania, al no materializarse o al tener un efecto mínimo respecto de lo previsto, provocaron que el precio internacional del petróleo no registrara incrementos.

B. IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS Y FINANCIERAS

Los bajos precios del petróleo afectan al crecimiento económico y los niveles de inflación, toda vez que los costos de los insumos se ven afectados, lo que se refleja en una reducción en los costos de la energía, forzando a la baja los precios de otros bienes y servicios relacionados, lo que permite producir a menor costo. Las industrias que obtienen mayores beneficios derivados de

¹¹ Fuente: “Comprendiendo la caída del precio internacional del petróleo: causas e implicaciones”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Marzo de 2015.

la baja en dicho precio son: la petroquímica, la de transporte y algunos sectores de la agricultura y la industria manufacturera.

Adicionalmente, la caída de los precios del petróleo genera cambios en el ingreso real, ya que los países importadores de petróleo obtienen un aumento en su ingreso; mientras que en los países exportadores el ingreso cae.

Los efectos macroeconómicos de la caída del precio del petróleo pueden variar significativamente entre países, ya que algunas economías exportadoras pueden verse obligadas por las restricciones financieras, a ajustar su gasto público. En adición, los beneficios para los países importadores podrían ser imprecisos y compensados con mayores ahorros preventivos.

Los impactos que los cambios en los precios del petróleo tienen en la producción pueden ser diferentes entre países de mercados emergentes y en desarrollo y en economías avanzadas. La producción en las economías en desarrollo puede ser relativamente más intensiva en uso de energía y, por tanto, pueden beneficiarse más de una disminución en los costos de los insumos. Asimismo, las expectativas de inflación de los agentes económicos en estas economías pueden ser más sensibles a los cambios en los precios de los combustibles, que en los países avanzados.

Estimaciones recientes del Banco Mundial sugieren que una caída de 30.0% en el precio del petróleo, provocado por factores de oferta, podría tener un impacto favorable en el PIB mundial de aproximadamente 0.5 puntos porcentuales en el mediano plazo.

Adicionalmente, el Banco Mundial al considerar los efectos sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos de algunas economías, estima que en países exportadores de petróleo (Rusia, Oriente Medio y Norte de África), el PIB podría contraerse entre 0.8 y 2.5 puntos un año después de haber registrado una reducción de 10% en el precio de petróleo; mientras que en los países

importadores, el PIB podría incrementarse entre 0.1 y 0.5 puntos, dependiendo de la participación de las importaciones de petróleo en el PIB.

En cuanto a los efectos en la inflación, considera que el precio bajo del petróleo reduciría temporalmente las presiones inflacionarias. Vale destacar que este efecto dependerá del peso que puedan tener los combustibles en la canasta de consumo, del desempeño del mercado cambiario, de la orientación de la política monetaria y de los subsidios a los combustibles y otras regulaciones de precios. Algunos estudios sugieren que el efecto traspaso del comportamiento del precio del petróleo en la inflación es limitado. No obstante, se prevé que para 2016 la inflación vuelva a repuntar, cuando se disipe el impacto de la caída del precio internacional del crudo.

Las consecuencias financieras de la caída del precio del petróleo se relacionan con la volatilidad en los mercados cambiarios y de renta fija en varias economías de mercados emergentes, desde octubre de 2014. Los precios bajos han provocado que los inversionistas evalúen las perspectivas de crecimiento de las economías exportadoras de petróleo, lo que ha repercutido en salidas de capitales, pérdida de reservas monetarias e incremento en las primas de riesgo soberano. Además, en los países exportadores de petróleo, la reducción del precio tiene importantes efectos en las hojas de balance del sector privado, que pueden provocar o incrementar la morosidad en el pago de los créditos, principalmente de las compañías petroleras. Los problemas financieros que se registren en las economías exportadoras más grandes podrían afectar a otros países vinculados financieramente con ellas.

Además, los países exportadores de petróleo han canalizado los excedentes de ahorros provenientes de los ingresos del petróleo a una amplia gama de activos en el extranjero, incluidos bonos públicos como corporativos, acciones en los mercados bursátiles y bienes raíces. El flujo de los llamados "petrodólares" ha promovido la liquidez del mercado financiero y contribuido a

mantener los costos de endeudamiento bajos en la última década. Sin embargo, si los precios del petróleo siguieran bajos, la repatriación de activos en el extranjero podría generar una salida de capitales y provocar tensiones financieras para los países que se han vuelto dependientes de los flujos de los petrodólares.

C. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA FISCAL

En varios países en desarrollo se mantienen subsidios a los combustibles, que en algunos casos son superiores a 5% del PIB. Sin embargo, los subsidios tienden a beneficiar desproporcionadamente a los hogares de ingresos medios, e inclinar el consumo y la producción hacia actividades con uso intensivo de energía. La caída del precio del petróleo reduce la necesidad de proporcionar subsidios al consumo de los combustibles y brinda la oportunidad de implementar reformas con limitado impacto sobre los precios pagados por los consumidores. En Egipto, India, Indonesia, Irán y Malasia se implementaron estas reformas en 2013 y en 2014, eliminando algunas distorsiones e ineficiencias asociadas a los subsidios. Los recursos fiscales obtenidos por menores subsidios a los combustibles podrían ser ahorrados para reconstruir el espacio fiscal perdido o reasignarlos en programas que ayuden a los hogares más pobres y promuevan la inversión en infraestructura y en capital humano.

D. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Se espera que los precios del petróleo se mantengan bajos durante 2015 y 2016, lo que implica que el impacto a la baja en la inflación, en la mayoría de los casos, será temporal, disipándose hacia finales de 2016. En todo caso, los bancos centrales no tendrían que responder a la caída temporal en la inflación a menos que exista el riesgo de que las expectativas de inflación se desanclen de su meta de inflación. En algunos países de Europa, la inflación ya es extremadamente baja, y si ello persiste por más tiempo, las expectativas de inflación podrían desanclarse. Ante esa situación, los bancos centrales podrían ayudar a mantener las expectativas de inflación ancladas, relajando la política monetaria o siendo más activos en su comunicación con los agentes económicos para afectar positivamente dichas expectativas. En los países exportadores de petróleo con tipos de cambio flexibles, los bancos centrales tendrán que equilibrar la necesidad de apoyar el

Gráfica A3.1

Costo Fiscal de los Subsidios a los Combustibles fósiles (1)

Año 2013
(porcentaje del PIB)



(1) No se muestran los países donde el costo fiscal de los subsidios a los combustibles fósiles es menor al 1% del PIB. Fuente: Perspectivas Económicas Globales del FMI, Revista The Economist, Bloomberg, JP Morgan Chase, FMI, Agencia Internacional de Energía.

crecimiento económico frente a la necesidad de mantener la inflación anclada a la meta.

E. IMPLICACIONES PARA LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

Si el precio del petróleo se mantiene bajo en el mediano plazo, es posible fomentar un cambio hacia la producción con un uso más intensivo en combustibles fósiles, lo que estaría en contra de los objetivos ambientales en muchos países. Para compensar los incentivos a mediano plazo por el aumento del consumo de petróleo, las autoridades podrían modificar las políticas fiscales asociadas al uso de energía, incrementando los impuestos, especialmente en países donde la carga tributaria es baja.

En el caso de los exportadores de petróleo, la fuerte caída del precio también es un recordatorio de las vulnerabilidades inherentes a la dependencia de las exportaciones de dicho bien y constituye una oportunidad para dar un nuevo impulso a los esfuerzos por diversificar su matriz productiva.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Barkbu, Bergljot; Berkmen, S. Pelin; Lukyantsau, Pavel; Saksonovs, Sergejs; y Schoelermann, Hanni (2015): "Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?" IMF Working Paper WP/15/32. International Monetary Fund. February.
2. Cordes, Till; Kinda, Tidiane; Muthoora, Priscilla; y Weber, Anke. "Expenditure Rules: Effective Tools for Sound Fiscal Policy?" IMF Working Paper (WP/15/29) February 2015.
3. Edwards, Sebastián (2006): "The relationship between exchange rates and inflation targeting". Working Paper 12163. National Bureau of Economic Research.
4. Grupo Promotor del Diálogo Fiscal (2011): "Adenda: Temas de Transparencia y Calidad del Gasto Público". Julio.
5. Illes, Anamaria; Lombardi, Marco; y Mizen, Paul. "Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?" BIS Working Papers. No. 486. Bank for International Settlements. February 2015.
6. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook: Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors". April.
7. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook, Update: Cross Currents". January.
8. Nelson, D. B. (1991): "Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach". *Econometrica*. 59:347-70.
9. Obstfeld, M.; Shambaugh, J.; y Taylor, A. (2005): "The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital". *The Review of Economics and Statistics*. 87:423-438.
10. Powell, Andrew (2015): "El laberinto: ¿Cómo América Latina y El Caribe Pueden Navegar La Economía Global?" Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo.
11. Rennhack, R. y Valencia, F. "Impacto fiscal de la caída de los precios del petróleo en América Latina y el Caribe". Fondo Monetario Internacional. Febrero de 2015.
12. World Bank (2015): "Global Economic Prospects – Having fiscal space and using it". Chapter 4: Three Topical Issues: Oil Price Developments, Global Trade Slowdown, and Stability of Remittances. January.
13. Yergin, Daniel (2015): "Who will rule the oil market?" IHS Energy. January.