



**BANCO DE GUATEMALA**



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,  
CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2013,  
Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2014**



# CONTENIDO<sup>1</sup>

I.	ANTECEDENTES .....	1
II.	RESUMEN EJECUTIVO .....	2
III.	EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2013 ...	12
	A. ENTORNO EXTERNO .....	12
	1. Panorama general .....	12
	2. Desempeño de las economías avanzadas.....	14
	3. Desempeño de las economías emergentes .....	16
	4. Evolución de los precios internacionales de las materias primas.....	18
	5. Inflación internacional .....	25
	B. ENTORNO INTERNO .....	30
	1. Actividad económica.....	30
	2. Inflación .....	31
	3. Tipo de cambio .....	33
	4. Tasas de interés .....	35
	5. Agregados monetarios y de crédito.....	36
	6. Balanza de pagos.....	39
	7. Finanzas públicas.....	42
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2013 .....	43
IV.	ESTIMACIONES DE CIERRE 2013 Y PERSPECTIVAS PARA 2014.....	46
	A. DEL ENTORNO EXTERNO .....	46
	1. Crecimiento económico .....	46
	2. Inflación internacional.....	49
	B. DEL ENTORNO INTERNO .....	50
	1. Balanza de pagos.....	50
	2. Actividad económica.....	52
	3. Sector fiscal .....	55
	4. Sector monetario .....	56
V.	RECOMENDACIÓN.....	59

---

<sup>1</sup> Este documento fue elaborado con información disponible al 30 de noviembre de 2013, salvo otra indicación.

ANEXOS .....	60
ANEXO 1 .....	61
ANEXO 2 .....	68
ANEXO 3 .....	71
ANEXO 4 .....	72

# EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2013, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICA PARA 2014

## I. ANTECEDENTES

De conformidad con el inciso a) del artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, la Junta Monetaria tiene la atribución de determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional. Desde 2005 la autoridad monetaria adoptó el esquema de metas explícitas de inflación, el cual se sustenta en la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria para dar certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia con vigencia indefinida y un objetivo de inflación de mediano plazo, en la cual se establece que, de acuerdo con la evolución del entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, el Banco de Guatemala debe revisar y, de ser el caso, proponer las modificaciones que se consideren necesarias a dicha política. Con esa base, mediante resolución JM-139-2012 del 26 de diciembre de 2012, la Junta Monetaria modificó la regla de participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, a fin de brindarle mayor flexibilidad.

Con el propósito de dar cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia a noviembre de 2013 y las perspectivas económicas para 2014 y, en Anexo 1, la revisión de la referida política.

## II. RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, la economía mundial continuó el proceso de recuperación moderada en 2013, debido al desempeño de las economías emergentes y en desarrollo, las cuales, aunque ralentizaron su ritmo de crecimiento económico, continuaron siendo el principal motor del crecimiento económico mundial, mientras que las economías avanzadas comenzaron a mostrar un mejor desempeño, particularmente Estados Unidos de América y Japón.

En efecto, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) el crecimiento mundial cerraría 2013 en 2.9% (3.2% en 2012), en un contexto en donde hubo mejoras en las condiciones financieras globales y se aminoraron los riesgos de corto plazo. Las economías avanzadas crecerían 1.2% en 2013 y mostrarían una aceleración en 2014 (2.0%); en tanto que las economías con mercados emergentes y en desarrollo crecerán 4.5% en 2013 y registrarían un mayor dinamismo en 2014 (5.1%). Como resultado la economía mundial en 2014 aceleraría su expansión a 3.6%.

El dinamismo de Estados Unidos de América se explica fundamentalmente por la recuperación gradual de los mercados inmobiliario y laboral, y por el impacto positivo del consumo privado sobre la demanda interna. En la Zona del Euro, la estabilización del aparato productivo, aunque con diferencias importantes entre los países del centro y de la periferia, está enviando señales positivas al mercado (reflejadas en la tendencia creciente de los principales indicadores de confianza), sin dejar de señalar que persisten los desequilibrios fiscales y bancarios que siguen condicionando la sostenibilidad de la recuperación hasta ahora alcanzada. En Japón, los resultados de la implementación de las políticas denominadas “Abenómicas”<sup>2</sup> han contribuido en el crecimiento económico observado, aunque es menester indicar que algunos analistas internacionales cuestionan la sostenibilidad de las mismas en el mediano plazo, en especial si no se adoptan oportunamente las medidas estructurales necesarias para un crecimiento económico sustentable.

Las economías con mercados emergentes se mostraron vulnerables ante choques externos (principalmente, la caída en los precios internacionales de algunos *commodities* y la perspectiva menos favorable respecto de la evolución económica

<sup>2</sup> En referencia al primer ministro japonés, Shinzo Abe.

de sus socios comerciales) que limitaron la demanda externa y terminaron afectando la demanda interna. Además, la incertidumbre acerca de la normalización de la política monetaria estadounidense y, el consecuente aumento en la aversión al riesgo, provocó salidas importantes de capitales de varias economías emergentes, afectando los niveles de actividad económica y generando depreciaciones cambiarias. La moderada desaceleración de la República Popular China afectó a sus principales socios comerciales, particularmente en Asia. Vale subrayar que las economías de China y de India, parecen estar transitando hacia niveles más moderados de crecimiento económico, pero más sostenibles en el mediano plazo y congruentes con su producto potencial. En América Latina la moderación en su ritmo de crecimiento económico estuvo influenciada por la desaceleración en el crecimiento económico que experimentaron Brasil y México, economías que en conjunto explican dos terceras partes del crecimiento de la región. En el caso de Centroamérica, en 2013 se registraría un crecimiento económico moderado en la mayoría de países, pero se observaría una aceleración en el crecimiento económico de Panamá y Nicaragua.

Por su parte, los mercados financieros globales mostraron diversos episodios de volatilidad que afectaron las expectativas de un mayor crecimiento. En marzo se acrecentó la incertidumbre derivada del rescate financiero a Chipre por parte de la *Troika*<sup>3</sup>, para solventar los problemas de deuda soberana y del sistema financiero. En ese mes, también incidió la reducción del gasto público en los Estados Unidos de América, denominado “*the sequester*”<sup>4</sup>, que redujo las estimaciones de crecimiento económico estadounidense y las globales.

En mayo, el presidente de la Reserva Federal (FED) estadounidense, Ben Bernanke, en su comparecencia ante el Congreso anunció que las compras mensuales de bonos del tesoro e hipotecarios (*Quantitative Easing 3*), iniciadas en diciembre de 2012, podrían reducirse anticipadamente si la economía presentara signos de sólido crecimiento, sobre todo en el sector laboral, lo que derivó en un incremento de la volatilidad de los precios de los activos financieros, impulsando al alza las

---

<sup>3</sup> Conformada por el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo.

<sup>4</sup> Corresponde a un recorte, en 2013, de 7.3% en el presupuesto de defensa y de 5.1% en el gasto corriente, en rubros como salarios, mantenimiento y compra de bienes y servicios.

tasas de interés de largo plazo en las economías avanzadas y caídas en los precios de las acciones, así como la salida de capitales en algunas economías con mercados emergentes, provocando, como se indicó, la depreciación de varias monedas y afectando sus expectativas de crecimiento económico. No obstante, en sus reuniones de política monetaria de septiembre y de octubre, la FED decidió mantener sin cambios su política monetaria, lo cual redujo la volatilidad en los mercados financieros internacionales, generó un alza en los principales índices accionarios, revirtió el aumento de las tasas de interés de largo plazo a nivel internacional e indujo a la apreciación de las monedas de las principales economías emergentes que, entre mayo y septiembre, habían registrado una importante depreciación. En octubre, la incertidumbre sobre el presupuesto del gobierno central en los Estados Unidos de América, el cierre parcial del sector público federal por 16 días y las negociaciones políticas para ampliar el techo de la deuda pública, hizo que resurgieran los temores sobre la sostenibilidad de la recuperación económica y se incrementara de nuevo la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. A la fecha los mercados internacionales se han mantenido relativamente estables y algunos índices accionarios de las economías emergentes presentan alguna recuperación.

En Estados Unidos de América, las proyecciones de crecimiento económico para 2013 y 2014 se sitúan en 1.6% y 2.6%, respectivamente, sustentadas en la evolución de varios indicadores como la producción manufacturera y de servicios, el mercado inmobiliario y la confianza de los consumidores, que siguen ganando impulso a pesar del cierre temporal del gobierno federal. Sin embargo, a pesar de dicha incertidumbre, el crecimiento económico del tercer trimestre (3.6%) fue mayor al esperado, pero aún persisten desafíos asociados a la falta de acuerdos políticos para una solución definitiva al tema del techo de la deuda pública, así como a la incertidumbre acerca de la normalización de su política monetaria.

En la Zona del Euro, las previsiones de crecimiento económico para 2013 y 2014 se sitúan en -0.4% y 0.9%, respectivamente. Los indicadores anticipados de la actividad económica sugieren que la producción ha comenzado a estabilizarse en los países de la periferia y a repuntar en los

países del centro; sin embargo, se estima que persisten factores que continuarán limitando el crecimiento económico, especialmente por los altos niveles de desempleo, en particular, en las economías de la periferia.

La economía japonesa ha evidenciado un desempeño económico favorable, en parte, por la implementación de las políticas “Abenómicas”. Según el FMI, la flexibilización monetaria y el impulso fiscal han contribuido a apoyar el crecimiento económico japonés y a eliminar gradualmente la deflación, aunque persisten dudas respecto de la sostenibilidad de dichas políticas, en el mediano plazo. Se estima que la actividad económica crezca 1.9% en 2013, aunque en 2014 podría desacelerarse a 1.5%.

La ralentización de la actividad económica de la República Popular China, se ha convertido en uno de los factores de riesgo de la recuperación económica mundial, dado que el país enfrenta desafíos relacionados con las reformas estructurales, en particular, el compromiso de pasar a un modelo de crecimiento económico más equilibrado y sostenible, en el que la asignación de recursos es efectuada principalmente por el mercado, aspecto que fue evaluado recientemente por el Comité Central del Partido Comunista. Según algunos analistas internacionales, la desaceleración de la economía china se explica por la gradual normalización del ciclo de inversión<sup>5</sup>. El objetivo de política económica de las autoridades chinas será mantener el ritmo de gasto fiscal para promover el crecimiento económico, con una política monetaria menos laxa. El FMI estima que el PIB crezca 7.6% en 2013 y 7.4% en 2014.

En América Latina, se prevé que el crecimiento económico cierre en 2.7% en 2013 (2.9% en 2012) y muestre un crecimiento más positivo en 2014 (3.1%). Aunque la disminución del crecimiento económico en la región en 2013 parece ser leve respecto de 2012, hay mucha heterogeneidad en el desempeño de las economías de la región. En efecto, como se indicó, el crecimiento económico de dos de las economías más importantes de la región, Brasil y México, se ha desacelerado de manera notable, debido a la moderación del ritmo de crecimiento de algunos de sus principales socios comerciales de la región; a la

---

<sup>5</sup> La inversión en la República Popular China ha sido uno de los principales pilares en los que ha descansado el crecimiento económico en dicho país. En efecto, según el Banco Asiático de Desarrollo, entre 2010 y 2012 la inversión contribuyó en alrededor de 50% a la generación del PIB chino y estima que dicha contribución disminuya a cerca de 45% en 2013 y, en un contexto de mediano plazo, se estabilice en valores más bajos.

reciente salida de capitales de corto plazo y a la volatilidad en los mercados bursátiles, entre otros factores, por lo que sus crecimientos económicos en 2013 serían de 2.5% y 1.3%, respectivamente (2.5% y 3.2%, en 2014). En contraste, para varias economías de Sudamérica se anticipa un mejor desempeño económico este año, destacando Perú (5.4%), Chile (4.4%) y Colombia (3.7%). No obstante la fortaleza de la mayoría de economías sudamericanas, los riesgos a la baja siguen latentes, en primer lugar, los países que son exportadores netos de materias primas pueden verse afectados por una mayor caída de los precios internacionales de éstas y, en segundo lugar, varios países pueden experimentar mayores salidas de capitales debido a la probable normalización de la política monetaria estadounidense. No obstante, organismos internacionales como el FMI señalan que la región cuenta con fundamentos macroeconómicos sólidos que le permitirían mitigar parcialmente dichos riesgos. Para el conjunto de economías de Centroamérica, se estima una tasa de crecimiento moderada en el presente año (3.1%), igual a la prevista para el año entrante, debido a la caída de los precios de sus principales productos de exportación y a alguna desaceleración de su demanda interna.

En cuanto a las materias primas, luego de que el precio internacional del petróleo alcanzará cotizaciones elevadas en septiembre de 2013 (cerca de US\$110.00 por barril para la variedad WTI), debido a la injerencia de factores geopolíticos en Oriente Medio (principalmente en Siria), en octubre empezó a disminuir, situándose en cotizaciones cercanas a los US\$95.00 por barril, ello como resultado de la moderación de las tensiones en Siria y aumentos en los inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América. Con relación a los precios internacionales del maíz y del trigo, éstos mostraron en el transcurso del año una tendencia a la baja explicada, fundamentalmente, por mejores expectativas de producción para la cosecha 2013/2014 derivadas de condiciones climáticas favorables.

Con relación a la inflación a nivel mundial, ésta se ha contenido en la mayoría de regiones en niveles bajos y estables, especialmente en las principales economías avanzadas; mientras que en algunas economías emergentes y en desarrollo empezó a incrementarse, particularmente durante el tercer trimestre. En los Estados Unidos de América, la inflación sigue manteniéndose por

debajo del objetivo de la Reserva Federal (2.0%) desde noviembre de 2012; mientras que en la Zona del Euro las presiones inflacionarias han mostrado una tendencia decreciente, debido a la debilidad de la demanda agregada y a la disminución de los precios de algunos energéticos (petróleo y gasolinas), previéndose que la inflación se mantendrá por debajo de la meta (2.0%) por un período prolongado. Destaca el caso de Japón, país en el que, luego de un largo período de deflación, en los últimos meses se registra inflación con crecimiento económico, como resultado del relajamiento de su política monetaria. En los países con economías emergentes, la inflación se mantuvo dentro de las metas establecidas. En América Latina, las economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), han registrado inflaciones congruentes con las metas fijadas; sin embargo, las presiones inflacionarias en México y Brasil en el primer y segundo trimestre, fueron mayores a las observadas en el resto de países, aunque posteriormente se moderaron. Los países de Centroamérica y República Dominicana registraron alguna aceleración en su ritmo inflacionario en el primer semestre; pero éste ha empezado a moderarse, fundamentalmente por una reducción en el precio de los alimentos y de los combustibles.

Según el FMI, al finalizar el año la inflación en las economías avanzadas se ubicaría en 1.3% y en las economías emergentes y en desarrollo en 6.0%; mientras que en América Latina en 6.9%.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, algunos bancos centrales han adoptado medidas de política monetaria en función de la coyuntura. En las economías avanzadas, privó el sesgo expansivo de la política monetaria, con tasas de interés en niveles históricamente bajos; mientras que en la mayoría de los países emergentes se mantuvo una política monetaria más cautelosa, ante la incertidumbre prevaleciente sobre el desempeño económico de las principales economías avanzadas.

**En el ámbito interno,** el ritmo de crecimiento de la actividad económica nacional en 2013, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima en 3.5%, dentro el rango estimado (3.2%-3.6%), y mayor al 3.0% registrado el año previo, reflejo de un mayor dinamismo de la demanda interna, explicado por el incremento de 3.0% en el consumo privado (2.6%

en 2012), que representa alrededor del 85.0% del producto interno bruto, asociado a una mejora en el ingreso de los hogares, por una mejora en el salario medio, una baja inflación, un aumento de las remesas familiares y el dinamismo en el crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo. Por el lado del origen de la producción, destaca el dinamismo de los sectores siguientes: industrias manufactureras; administración pública y defensa; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que explicarían alrededor de 75% de la tasa de crecimiento del PIB en 2013.

La referida estimación de cierre se confirma con la evolución de indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) que a octubre, registró un crecimiento de 3.6% y el PIB trimestral que al segundo trimestre había crecido 4.3%, el nivel más alto de los últimos siete trimestres y que mostró crecimientos positivos en todas las actividades económicas.

La inflación durante 2013 mostró una tendencia hacia el alza en el primer semestre, aunque en el segundo semestre registró menores tasas de crecimiento, situándose a noviembre en 4.63%, lo cual permite anticipar que la inflación se situaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, aunque cerca del límite superior, representando un logro importante de la política monetaria y fortaleciendo la credibilidad del banco central y el funcionamiento del esquema de metas explícitas de inflación. No obstante, los pronósticos de inflación para 2014 continúan reflejando valores por encima del valor puntual de la meta de inflación y se encuentran muy cercanos al límite superior del margen de tolerancia. La inflación subyacente, desde marzo del presente año registró una moderación en sus tasas de crecimiento hasta ubicarse a noviembre de 2013 en 2.61%. Por su parte, la inflación importada ha sido impactada, principalmente, por la evolución del precio internacional del petróleo y sus derivados, aunque ha sido moderada parcialmente por las reducciones en los precios internacionales del maíz y del trigo. Las expectativas de inflación del panel de analistas privados han permanecido dentro del rango de la meta de inflación, pero cerca del límite superior.

En cuanto a las variables del sector externo, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos pasaría de 2.9% del PIB

en 2012 a 3.1% del PIB en 2013, en niveles moderados y sostenibles. En dicho resultado influyó el valor de las exportaciones, debido a la disminución de los precios medios de exportación y el aumento en la demanda de importaciones. El déficit de la balanza comercial se ubicaría en 11.5% del PIB, levemente por encima del 11.4% del año previo. Por su parte, la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría un aumento, derivado principalmente de los ingresos de inversión de cartera y otra inversión (particularmente, los flujos derivados de la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional y desembolsos de préstamos del gobierno central) y de un aumento de la inversión extranjera directa de alrededor de 5.0%; como resultado, la posición externa del país medida por las Reservas Monetarias aumentaría US\$400.0 millones.

En lo que respecta a los principales agregados monetarios y de crédito, éstos evidenciaron un dinamismo congruente con la estimación de crecimiento económico y la meta de inflación; mientras que el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento más dinámico, el cual en parte ha sido financiado con la utilización de líneas de crédito que los bancos del sistema tienen contratadas con sus corresponsales extranjeros.

Con relación a las tasas de interés de corto plazo, éstas se han ubicado en torno a la tasa de interés líder de política monetaria mientras que la tasa de interés activa del sistema bancario continúa estable, lo que ha permitido el financiamiento de la actividad productiva con una postura de política monetaria relativamente acomodaticia.

Conforme el calendario previsto, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido dicha tasa en 5.00% en sus reuniones de febrero y marzo, dicho cuerpo colegiado decidió aumentarla a 5.25% en abril. Posteriormente, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 5.25% en sus reuniones de junio, julio y septiembre, mientras que en su reunión de octubre decidió reducirla a 5.00%, nivel que no varió en su última reunión de noviembre. En todas las reuniones la autoridad monetaria tomó en consideración el balance de riesgos de inflación y los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

Con relación al mercado cambiario, éste mantuvo en términos nominales un comportamiento consistente con su estacionalidad, en el año no se presentaron flujos de divisas extraordinarios que pudieran afectar los movimientos de capitales y generado volatilidad en dicho mercado, como resultado el quetzal registró una apreciación nominal de 0.37%, al pasar de Q7.90230 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2012 a Q7.87290 por US\$1.00 el 13 de diciembre de 2013. En este período la participación del Banco Central en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, generó compras netas de divisas por US\$49.3 millones (compras por US\$75.3 millones y ventas por US\$26.0 millones), lo que significa una participación mínima respecto del volumen negociado en el mercado institucional de divisas (0.47% de las compras y 0.16% de las ventas).

Las finanzas públicas iniciaron en 2013 con expectativas optimistas en torno a la implementación de la reforma tributaria aprobada en 2012, cuyo objetivo era fortalecer los ingresos del Estado que, según la autoridad fiscal, generaría un aumento en la carga tributaria de 1.1 puntos porcentuales en 2013. Sin embargo, dicho impacto no se materializó completamente ante las dificultades para la implementación plena de la reforma, derivado de varios recursos de inconstitucionalidad planteados por diferentes sectores, ante dicha situación, recientemente fueron aprobadas algunas modificaciones a la referida ley. En adición, la recaudación tributaria se vio mermada por la evolución de los impuestos relacionados a las importaciones que, según el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) obedeció a los problemas en las aduanas del país. En ese contexto, la carga tributaria se ubicaría al finalizar 2013 en 11.0% del PIB (10.9% del PIB en 2012). La evolución de la recaudación y la tardía aprobación de otras fuentes de financiamiento indujeron a la autoridad fiscal a implementar un programa de austeridad con el fin de mantener el gasto público congruente con la disponibilidad de ingreso, como resultado dicha variable se situaría en 13.9% del PIB, menor al previsto originalmente. Derivado de la evolución de ingresos y gastos el Ministerio de Finanzas Públicas estima que el déficit fiscal se ubicaría en 2.2% del PIB al finalizar 2013 (menor al 2.5% del PIB previsto en el presupuesto), sobre la base de que reciben y ejecutan en el año los recursos provenientes del desembolso de un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por

US\$237.2 millones, aprobado recientemente por el Congreso de la República. La deuda pública total respecto del PIB, cerraría en alrededor de 25.0%, siendo la menor de la región.

En síntesis, la actividad económica crecería 3.5% en 2013, los principales precios macroeconómicos mostraron una relativa estabilidad (inflación en meta, tipo de cambio nominal y tasas de interés estables, determinadas por el mercado) y las reservas monetarias internacionales aumentaron, mientras que el déficit fiscal sería menor al contemplado en el presupuesto vigente.

### III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2013

#### A. ENTORNO EXTERNO

##### 1. Panorama general

La economía mundial continuó el proceso de recuperación moderada en 2013, debido al desempeño de las economías emergentes y en desarrollo, las cuales, aunque ralentizaron su ritmo de crecimiento económico, continuaron siendo el principal motor del crecimiento económico mundial, mientras que las economías avanzadas comenzaron a mostrar un mejor desempeño, particularmente Estados Unidos de América y Japón.

En las economías avanzadas destacó el dinamismo de Estados Unidos de América, el cual se explica principalmente por la recuperación gradual de los mercados inmobiliario y laboral, así como por el impacto positivo del consumo privado sobre la demanda interna. En la Zona del Euro, la estabilización del aparato productivo, aunque con diferencias importantes entre los países del centro y de la periferia, está enviando señales positivas al mercado (reflejadas en la tendencia creciente de los principales indicadores de confianza), aunque cabe señalar que siguen privando los desequilibrios fiscales y bancarios que condicionan la frágil recuperación hasta ahora observada. En Japón, los resultados de la implementación de las políticas “Abenómicas” han tenido un efecto favorable en la actividad económica, aunque es menester indicar que algunos analistas internacionales cuestionan la sostenibilidad de las mismas en el mediano plazo, en particular, si no se adoptan de manera oportuna las medidas estructurales necesarias para un crecimiento económico sustentable.

Las economías con mercados emergentes se mostraron vulnerables ante choques externos (principalmente, por la caída en los precios internacionales de algunos *commodities* y las perspectivas de una evolución económica menos favorable de sus socios comerciales) que limitaron la demanda externa y afectaron la demanda interna. Adicionalmente, la incertidumbre acerca de la normalización de la política monetaria estadounidense y, el consecuente incremento en la aversión al riesgo, provocó salidas importantes de capitales en varias economías emergentes, afectando los niveles de actividad económica y generando depreciaciones cambiarias. Por otra parte, la desaceleración de la

República Popular China afectó a sus principales socios comerciales, particularmente en Asia. Cabe destacar que las economías de China y de India, parecen estar transitando hacia niveles más moderados de crecimiento económico, pero más sostenibles en el mediano plazo y congruentes con su producto potencial.

Los mercados financieros globales mostraron diversos episodios de volatilidad que afectaron negativamente las expectativas de un mayor crecimiento. En marzo la incertidumbre se acrecentó, debido al rescate financiero a Chipre por parte de la *Troika*, con el objetivo de solventar los problemas de deuda soberana y del sistema financiero. En ese mes, también incidió la reducción del gasto público en Estados Unidos de América, denominada "*the sequester*", lo cual redujo las estimaciones del crecimiento económico estadounidense y mundial.

En mayo, el presidente de la FED, Ben Bernanke, en su comparecencia ante el congreso anunció que las compras mensuales de bonos del tesoro e hipotecarios (*Quantitative Easing 3*) iniciados en diciembre de 2012 podrían reducirse anticipadamente (*tapering*) en la medida que la economía presentara signos de sólido crecimiento, sobre todo en el mercado laboral. Dicho anuncio provocó un incremento de la volatilidad de los precios de los activos financieros, impulsando al alza las tasas de interés de largo plazo en las economías avanzadas y caídas en los precios de las acciones, así como la salida de capitales en algunas economías con mercados emergentes, provocando, como se indicó, la depreciación de sus monedas y afectando sus expectativas de crecimiento económico. No obstante, en sus reuniones de política monetaria de septiembre y de octubre, la FED decidió mantener sin cambios su política monetaria, lo cual redujo la volatilidad en los mercados financieros internacionales, generó un alza en los principales índices accionarios, revirtió el aumento de las tasas de interés de largo plazo a nivel internacional e indujo la apreciación de las monedas de las principales economías emergentes, que entre mayo y septiembre, habían registrado una importante depreciación cambiaria. En octubre, la incertidumbre sobre la aprobación del presupuesto del gobierno federal en Estados Unidos de América, el cierre parcial del sector público por 16 días (conocido como *Shutdown*) y las negociaciones políticas para ampliar el techo de la deuda pública, hizo que resurgieran los temores sobre la

sostenibilidad de la recuperación económica y se incrementara de nuevo la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. A la fecha, los mercados internacionales se han mantenido relativamente estables y, algunos índices accionarios de las economías emergentes, presentan alguna recuperación.

En cuanto a las materias primas, luego que el precio internacional del petróleo alcanzara cotizaciones elevadas en septiembre de 2013 (cercanas a US\$110.00 por barril para la variedad West Texas Intermediate -WTI-), debido a la injerencia de factores geopolíticos en Oriente Medio (principalmente en Siria), en octubre empezó a disminuir, situándose en cotizaciones alrededor de US\$95.00 por barril, ello como resultado de la moderación de las tensiones en Siria y aumentos en los inventarios de petróleo en Estados Unidos de América. Con relación al maíz y el trigo, los precios internacionales mostraron en el transcurso del año una tendencia a la baja explicada, fundamentalmente, por mejores expectativas de producción para la cosecha 2013/2014, asociadas a mejores condiciones climáticas<sup>6</sup>.

## **2. Desempeño de las economías avanzadas**

En Estados Unidos de América la actividad económica se moderó en los primeros dos trimestres de 2013, como resultado, fundamentalmente, de las medidas de restricción fiscal que entraron en vigencia en marzo, así como por los efectos rezagados de los ajustes fiscales de enero, los que incluyeron la finalización del recorte de 2.0% de impuesto sobre las nóminas y un incremento impositivo a los contribuyentes con mayores ingresos. No obstante, el dinamismo del consumo privado y la inversión en inventarios permitieron que la economía continuara mostrando signos de una sólida recuperación, impulsada también por un desempeño favorable de los sectores inmobiliario y laboral.

En la segunda mitad de 2013 la actividad económica continuó recuperándose gradualmente, aunque a un ritmo mayor que el previsto. Según datos del Departamento de Comercio, en la segunda estimación, el PIB del tercer trimestre creció 3.6%<sup>7</sup>. Dicho resultado fue impulsado por un aumento en la acumulación de inventarios (que impulsó la inversión empresarial) y en el nivel del gasto de los

---

<sup>6</sup> Aunque algunos organismos internacionales, como el Banco Mundial (*Food Price Watch, November 2013*), han planteado que existen riesgos de que las condiciones climáticas se deterioren (heladas en Brasil y Paraguay, sequía en Argentina, lluvias en Rusia y Ucrania) y afecten la producción mundial de dichos granos, lo cual podría elevar su precio internacional en 2014.

<sup>7</sup> Vale indicar que la primera estimación del PIB del tercer trimestre fue 2.8% y el mercado esperaba que la segunda revisión ubicara dicho crecimiento en 3.1%, por lo que el resultado de 3.6% sorprendió al mercado.

consumidores, así como por el incremento en la demanda externa. El mayor dinamismo del consumo privado se asocia a un efecto riqueza en el patrimonio de los hogares ante el incremento en los precios de las acciones en el mercado bursátil y de las viviendas, así como al fortalecimiento del ingreso personal, ante la mejora en el mercado laboral, entre otros factores. No obstante, en general, el proceso de recuperación continúa siendo moderado y podría debilitarse por la incertidumbre fiscal derivada de las tensas negociaciones políticas relativas al techo de la deuda pública y del presupuesto federal que provocaron un cierre temporal y parcial de varias oficinas del gobierno federal en octubre, cuyo impacto económico habría sido poco relevante<sup>8</sup>, por lo que se estima que la tasa de crecimiento económico anual en 2013 sea de 1.7%.

En la Zona del Euro, las medidas de política económica han reducido algunos de los riesgos más importantes, logrando a su vez estabilizar los mercados, lo que ha incidido en que la actividad económica empiece a mostrar una incipiente recuperación. Si bien la región volvió a crecer durante el segundo y tercer trimestres de 2013 y los indicadores económicos de corto plazo sugieren que la producción ha comenzado a estabilizarse en los países de la periferia y a repuntar en los países del centro, los riesgos a la baja aún permanecen, dado que persiste la fragmentación de los sistemas financieros y que el mercado laboral mantiene una tasa de desempleo históricamente alta (12.1%, a octubre de 2013). En el cuarto trimestre del año, los principales indicadores de actividad económica muestran que la recuperación todavía es lenta, pero apuntan a que la región podría salir de la recesión en 2014. En ese contexto, se anticipa que la Zona del Euro registrará un crecimiento económico de -0.4% en 2013 y de 0.9% en 2014.

La economía japonesa ha evidenciado un repunte ante los efectos positivos de la implementación de las medidas de estímulo al crecimiento, denominadas “Abenómicas”, que incluyen: flexibilización cuantitativa, estímulos fiscales a corto plazo con consolidación a medio plazo y reformas estructurales. La actividad económica registró en el tercer trimestre una variación trimestral anualizada de 1.9% (luego de registrar importantes crecimientos de 4.3% y 3.8%, en el primero y segundo trimestres), desaceleración que se asocia, principalmente, a un menor gasto de capital privado y a la

---

<sup>8</sup> De acuerdo con estimaciones de algunas agencias financieras, se estima que el cierre parcial del gobierno federal podría reducir el crecimiento del PIB correspondiente al cuarto trimestre entre 0.2 y 0.6 puntos porcentuales.

disminución de las exportaciones, ante una menor demanda de las economías con mercados emergentes. El FMI destaca que la flexibilización monetaria y el impulso fiscal han contribuido a apoyar el crecimiento económico japonés y a eliminar gradualmente la deflación, lo que permitirá que el PIB aumente 1.9% en 2013, aunque en 2014 podría desacelerarse a 1.5%, lo que sustenta la premisa de que una expansión monetaria no necesariamente apoya el crecimiento económico en el mediano plazo.

### **3. Desempeño de las economías emergentes**

En las economías con mercados emergentes el crecimiento económico se ha ralentizado durante 2013, como resultado, principalmente, de la desaceleración de la demanda externa y de la disminución en el precio de algunos de sus principales productos de exportación; sin embargo, se prevé que continuarán registrando un mejor desempeño que las economías avanzadas (crecimiento de 4.5% en 2013, en contraste con el crecimiento de las economías avanzadas de 1.2%, según el FMI) y seguirán siendo una de las principales fuentes de crecimiento económico global, derivado, entre otros, de una sólida demanda interna y del mantenimiento de políticas macroeconómicas consistentes.

La ralentización de la actividad económica de la República Popular China se ha convertido en un factor relevante de riesgo para la recuperación económica mundial. En el primer trimestre de 2013 registró un crecimiento económico de 7.7%, inferior al registrado en el cuarto trimestre de 2012; en el segundo trimestre, continuó desacelerándose a su ritmo de expansión trimestral más lento en 23 años (7.5%) influenciado, principalmente, por una desaceleración de las exportaciones; en tanto que en el tercer trimestre de 2013 el crecimiento se aceleró levemente al alcanzar 7.8% (mayor al esperado por el mercado). Cabe puntualizar que la actividad económica china enfrenta desafíos relacionados con las reformas estructurales que está impulsando, en particular, el compromiso de pasar a un modelo de crecimiento más equilibrado y sostenible en el que gradualmente se reduzca la influencia de la inversión y de las exportaciones, privilegiando el consumo privado. Ante ese escenario, el consenso de varios entes internacionales es que la economía china crezca 7.6% en 2013, tasa menor a la esperada a principios de año, pero similar al objetivo de mediano plazo de las autoridades chinas (7.5%), quienes mantendrían el ritmo de gasto fiscal para

promover el crecimiento económico, pero con una política monetaria menos expansiva.

En cuanto a América Latina, algunas de las economías más importantes (México y Brasil) se han desacelerado, por lo que el FMI pronostica un crecimiento de 2.7% para 2013 (2.9% en 2012). Entre los factores que han influido en dicho comportamiento destacan: la moderación del ritmo de crecimiento de algunos de los principales socios comerciales de la región, particularmente, la ralentización de la actividad económica de la República Popular China; y la incertidumbre sobre el momento, la forma y la magnitud en que se realizaría el denominado *tapering* en Estados Unidos de América.

Los cambios en la economía mundial han jugado un papel importante en la proyección de un moderado crecimiento, no obstante, los factores concretos como el entorno externo y las decisiones de política económica interna podrían variar las perspectivas de expansión de la región.

En Brasil, se prevé un crecimiento estable de 2.5% en 2013, debido, en parte, a la intensificación de las presiones sociales que han disminuido el nivel de confianza del sector privado. A ello se suman los problemas de competitividad, la disminución del crecimiento ligado al gasto del consumidor, así como un menor crecimiento de la fuerza laboral. En cuanto a los países pequeños de la región, se espera un desempeño más positivo, impulsados por la fuerte demanda interna, destacando Panamá, país en el que se prevé un crecimiento económico de 7.5% en 2013, pronóstico respaldado por la inversión pública (expansión del canal y otros proyectos importantes de infraestructura). En Colombia, Chile y Perú, se espera que la fortaleza del consumo y de la inversión compensen las menores exportaciones y alcancen un crecimiento económico en 2013 de 3.7%, 4.4% y 5.4%, respectivamente.

En México, se espera un crecimiento de 1.3%, debido a los recientes desastres naturales y a la fuerte desaceleración de la demanda de bienes y servicios mexicanos por parte de Estados Unidos de América, así como por la disminución del gasto del gobierno; sin embargo, se prevé que el crecimiento de la economía mexicana repunte en 2014 (3.2%), como resultado de la mejora de la economía estadounidense y un avance en las reformas estructurales que buscan impulsar la inversión en la nueva administración.

En Centroamérica, para 2013, se prevén tasas de crecimiento moderadas (3.1%) respecto de 2012 (3.8%), resultado,

principalmente, de una caída en los precios de sus productos de exportación y alguna desaceleración de su demanda interna.

Según el FMI, el crecimiento económico de América Latina para 2013 seguiría siendo sólido, pero es indispensable que en la región se generen políticas que promuevan el crecimiento económico y estimulen el empleo para reducir la pobreza y la desigualdad y mejoren la productividad y la innovación, sin descuidar las medidas necesarias que le permitan adaptarse a la incertidumbre mundial y a la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En ese entorno, los precios de las materias primas, que han respaldado el crecimiento en muchas economías, podrían estancarse o bajar, mientras que las tasas de interés mundiales podrían incrementarse, en el momento que se produzca el denominado *tapering*, lo que podría incidir negativamente en la deuda pública externa de los países latinoamericanos, en detrimento del sector externo.

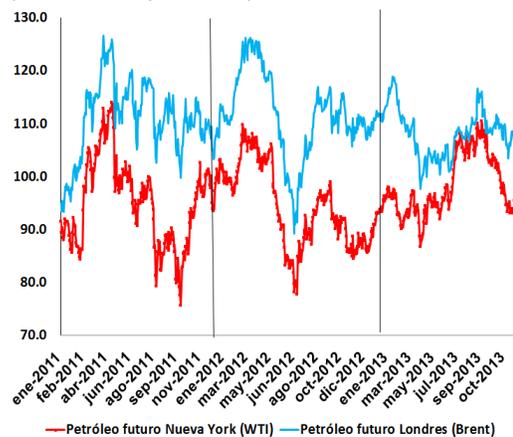
#### 4. Evolución de los precios internacionales de las materias primas

Durante 2013, los determinantes fundamentales del mercado de petróleo (oferta y demanda) han contribuido a que el comportamiento del precio del crudo presente volatilidad. En efecto, dicha volatilidad fue generada, principalmente, por el moderado proceso de recuperación de la actividad económica en los países industrializados; las perspectivas de un menor dinamismo en la actividad económica de las economías emergentes, en especial de la República Popular China, importante consumidor de materias primas; la expectativa de una finalización anticipada de los estímulos monetarios por parte de la FED y el cierre temporal del gobierno estadounidense debido a las dificultades en la negociación política para elevar el techo de la deuda pública. También influyeron en buena medida las tensiones geopolíticas, principalmente en Oriente Medio.

La tendencia del precio del crudo durante el primer semestre, en general, fue estable, pero durante el tercer trimestre del año los factores geopolíticos (principalmente en Egipto y en Siria) contribuyeron a que dicho precio aumentara, ante la incertidumbre de una probable suspensión en el flujo del crudo proveniente de Oriente Medio, lo que contribuyó a que se registraran cotizaciones superiores a US\$105.00 por barril para la variedad WTI en el mercado de Nueva York. La moderación de las tensiones en Siria e

**Gráfica 1**

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

Irán<sup>9</sup> y el aumento de los inventarios de petróleo en Estados Unidos de América provocaron, entre otros factores, una reducción del precio en el cuarto trimestre del año a niveles cercanos a US\$95.00 por barril.

En lo que respecta a la oferta de petróleo, IHS CERA (*Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates*)<sup>10</sup> prevé que el volumen de la producción mundial de petróleo para 2013 se sitúe en 92.3 millones de barriles diarios (mbd), cifra superior en 1.2 mbd respecto de la producción registrada en 2012 (91.1 mbd). Sin embargo, en el tercer trimestre de 2013 se registraron importantes problemas en la producción de petróleo, principalmente en el Mar del Norte (Europa), África y Oriente Medio, situación que redujo la oferta disponible de petróleo en el mercado mundial y afectó el precio internacional, situación que gradualmente ha venido normalizándose.

En lo que respecta a la oferta proveniente de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), varios de sus miembros presentan problemas de producción. En Libia los problemas generados en la administración pública continúan afectando la producción, la cual a noviembre de 2013 se redujo en aproximadamente 35.8% respecto de los niveles de producción previos a la “Primavera Árabe”, según el Departamento de Energía de Estados Unidos de América (DOE, por sus siglas en inglés). En Nigeria, también se presentaron problemas en la producción, atribuidos principalmente a labores de mantenimiento no planificadas; sin embargo, a inicios del cuarto trimestre ésta situación se había normalizado. En Oriente Medio, el enfrentamiento en Irak con grupos opositores al gobierno continúa afectando la infraestructura petrolera en ese país; mientras que Irán continúa sujeto al embargo petrolero por parte de la Unión Europea, debido a su programa nuclear, aunque recientemente alcanzó un acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas (ONU) que podría permitir al país reincorporarse al mercado europeo. En respuesta a la reducción en la producción de varios países miembros de la OPEP, Arabia Saudita incrementó su volumen de producción, alcanzando su máximo volumen producido en agosto al situarse en 10.2 mbd, la mayor producción registrada en ese país desde enero de 2009; no obstante, desde septiembre muestra una reducción en su nivel de

## Gráfica 2

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



(1) Con información preliminar a noviembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

<sup>9</sup> Irán aceptó recientemente colaborar con la Organización de las Naciones Unidas (ONU) para evaluar su programa nuclear.

<sup>10</sup> Empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energía a nivel mundial y regional (incluyendo, petróleo, productos refinados y gas natural).

producción. En conjunto, la producción de la OPEP continúa siendo superior a la cuota acordada en diciembre de 2011 (30.0 mbd), pero es inferior a los niveles observados en 2012.

Otros importantes productores de petróleo no miembros de la OPEP, en la región del Mar del Norte, Europa (Noruega e Inglaterra) presentaron, durante la mayor parte del año, problemas en las plataformas, como resultado del clima adverso extremo que provocó labores de mantenimiento no planificadas, lo que combinado con las labores planificadas, provocaron una importante merma en la producción de crudo en esa región. Sin embargo, a principios del cuarto trimestre del año, se registra una ligera recuperación. Respecto de Sudán y Sudán del Sur (África), el diferendo que mantienen por el control de una importante área productora de petróleo afectó sus exportaciones, aunque dicha situación tiende a revertirse paulatinamente. En Oriente Medio, la situación en Siria (guerra civil) y en Yemen (grupos opositores al gobierno) ha reducido significativamente la producción de petróleo, principalmente en Siria, según reportes de IHS CERA y del DOE. En América Latina, la producción de Brasil, el tercer productor de la región después de Venezuela y México, también presentó importantes problemas por la combinación de factores climáticos y dificultades técnicas, de acuerdo con reportes del DOE.

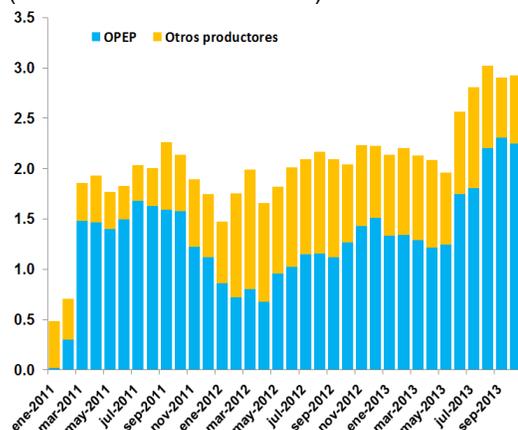
En Rusia y en Estados Unidos de América se continúan registrando incrementos en sus volúmenes de producción. En el caso de Rusia, debido a la incorporación de nuevas áreas de extracción y, en el caso de Estados Unidos de América, por la utilización de nuevas tecnologías de extracción, que ha permitido alcanzar los mayores niveles de producción desde febrero de 1989. El incremento en la producción de estos dos países contribuyó a moderar la tendencia alcista observada en el precio internacional del crudo, por los problemas registrados en otros países productores.

El DOE informó que las interrupciones en la producción de petróleo por diversos factores durante el presente año fueron significativas, situándose a octubre en aproximadamente 2.9 mbd, de los cuales 2.3 mbd se dejaron de producir en los países miembros de la OPEP y 0.6 mbd en otros países productores, situación que contribuyó a la incertidumbre y volatilidad en el mercado de petróleo (gráfica 3).

En lo referente al nivel de inventarios de petróleo en Estados Unidos de América, desde mediados de septiembre se registra un

### Gráfica 3

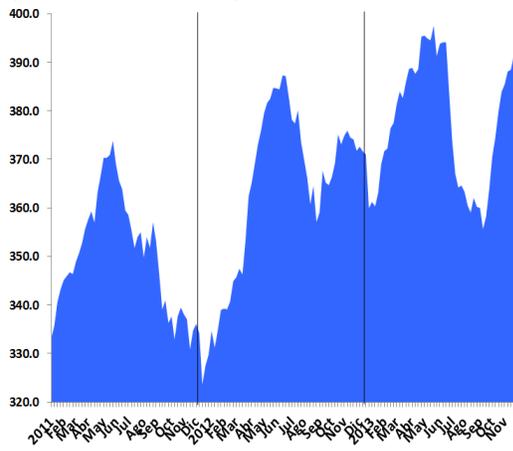
Interrupciones en el suministro mundial de petróleo (1)  
(millones de barriles diarios)



(1) Con información a octubre de 2013.  
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

#### Gráfica 4

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



(1) Con información a noviembre de 2013.  
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

importante incremento, como resultado del aumento en la producción y la reducción de la demanda para gasolinas, luego de registrar importantes caídas en el periodo entre junio y mediados de septiembre (gráfica 4). Cabe indicar que las refinerías iniciaron desde octubre del presente año su periodo de mantenimiento previo al inicio del invierno. Respecto de los inventarios en las otras economías industrializadas, la Agencia Internacional de Energía (AIE), indicó que los mismos permanecen estables.

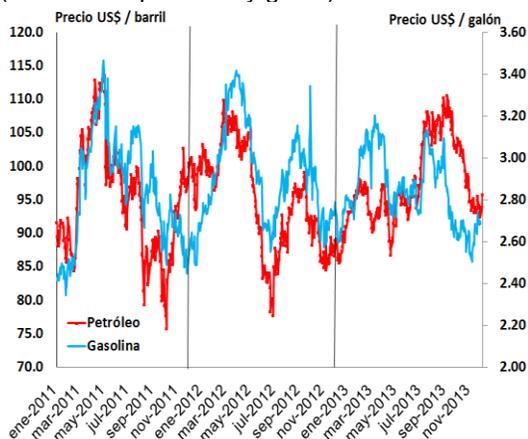
Respecto de la demanda mundial de petróleo, IHS CERA estima que para 2013 ésta se situaría en 92.3 mbd, superior en 1.0 mbd respecto de la demanda registrada en 2012. Cabe destacar que para 2013 el volumen estimado de oferta es igual al volumen estimado de demanda mundial de petróleo, situación que representa importantes riesgos al alza para el precio internacional ante un eventual cambio en las expectativas económicas, particularmente porque estimaciones anteriores del referido ente anunciaban que podría registrarse un superávit. En lo que respecta a la demanda por parte de las economías avanzadas, la de Estados Unidos de América continúa siendo importante, a pesar de la moderada recuperación de su actividad económica. En Europa, la demanda de petróleo no presentaría cambios importantes, derivado del lento proceso de recuperación económica que se viene registrando. La AIE señaló que luego de la crisis de precios de materias primas en 2008, las economías avanzadas han invertido en hacer más eficientes sus procesos de consumo, lo que explicaría, en parte, por qué las tasas de crecimiento en la demanda de petróleo son menores en la actualidad. Por su parte, IHS CERA puntualizó que la demanda de petróleo en las economías emergentes, principalmente de la República Popular China, continúa registrando incrementos moderados, aun cuando la perspectiva económica para dicho país sea menos dinámica que lo previsto con anterioridad. Como resultado de un cambio en la composición del mercado estadounidense<sup>11</sup>, el DOE estima que en 2013 la República Popular China se convertirá en el mayor importador de petróleo del mundo, desplazando a Estados Unidos de América. En el caso de la región latinoamericana y Oriente Medio, se estima que también registrarán un incremento en el consumo de petróleo.

A inicios del cuarto trimestre del año, como se indicó, los

<sup>11</sup> Explicado en buena parte, porque dicho país ha reducido significativamente su volumen de importaciones ante el incremento de la producción interna.

## Gráfica 5

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

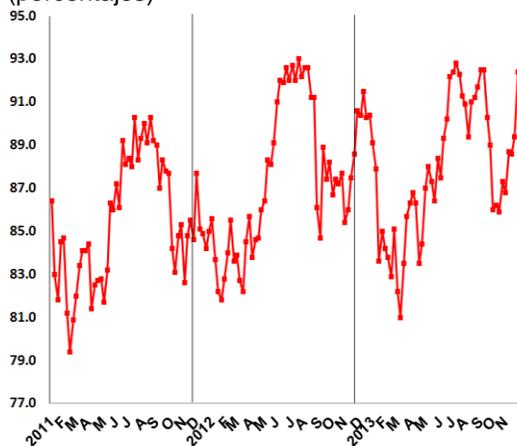


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información a noviembre de 2013.

Fuente: Bloomberg.

## Gráfica 6

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



(1) Con información a noviembre de 2013.

Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

riesgos al alza en el precio del petróleo atribuidos a factores geopolíticos se redujeron, como resultado de la anuencia de Siria de dismantelar su arsenal de armas químicas bajo la supervisión de la ONU, luego de que se le acusara de utilizar las mismas en el conflicto interno. Por su parte, el 24 de noviembre, Irán y los países miembros permanentes del Consejo de Seguridad de la ONU<sup>12</sup> y Alemania (conocido como G5 + 1), alcanzaron un acuerdo que permitiría a Irán reducir algunas de las sanciones a las que está sujeto, siempre y cuando cumpla con los objetivos acordados para limitar su actual programa nuclear. Vale indicar que si bien el acuerdo que se logró es temporal (seis meses), en el mercado internacional se percibe que por el momento no existen riesgos relevantes de un conflicto geopolítico.

## Cuadro 1

### Oferta y Demanda Mundial de Petróleo Años 2012 - 2013 (millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de enero 2013			Estimación de octubre 2013		
	2012(a)	2013(b)	Variación	2012(a)	2013(b)	Variación
Oferta	90.8	91.1	0.3	91.1	92.3	1.2
Demanda	89.5	90.5	1.0	91.1	92.3	1.2
Balance (oferta - demanda)	1.3	0.6	-----	0.0	0.0	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS CERA.

En resumen, el balance entre oferta y demanda se encuentra en equilibrio, pero esta situación conlleva riesgos para la evolución del precio internacional, ante los constantes problemas de producción, principalmente en los países miembros de la OPEP, y una demanda mundial dinámica, principalmente de las economías emergentes.

En cuanto a los refinados del petróleo, particularmente de la gasolina, durante 2013 se registró una fuerte y sostenida demanda por parte de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), principalmente durante el segundo y tercer trimestres del año, como resultado del inicio del verano en el hemisferio norte, situación que provocó importantes incrementos en el precio internacional (gráfica 5). Además, las economías emergentes, principalmente los países

<sup>12</sup> Estados Unidos de América, Inglaterra, Francia, República Popular China y Rusia.

denominados BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), a pesar de la ralentización de su crecimiento económico, también presentaron una robusta demanda.

El mantenimiento no planificado en las distintas refinerías del mundo, también fue un factor clave para explicar las alzas de precios que se observaron, ya que se tuvo que recurrir a inventarios para cubrir la demanda mundial, provocando importantes reducciones en éstos. Lo anterior provocó que la oferta mundial de gasolina registrara fuertes presiones. Asimismo, los factores geopolíticos en Oriente Medio que, como se indicó, provocaron aumentos en el precio del petróleo, también afectaron los precios de la gasolina, observándose las mayores cotizaciones a inicios del segundo semestre del año, en momentos en que se registraba una importante demanda. Desde finales del tercer trimestre del año, el precio internacional de la gasolina presenta una tendencia a la baja, la cual se prevé se mantenga hasta finales del año, como resultado, principalmente, de la reducción en el consumo en el hemisferio norte.

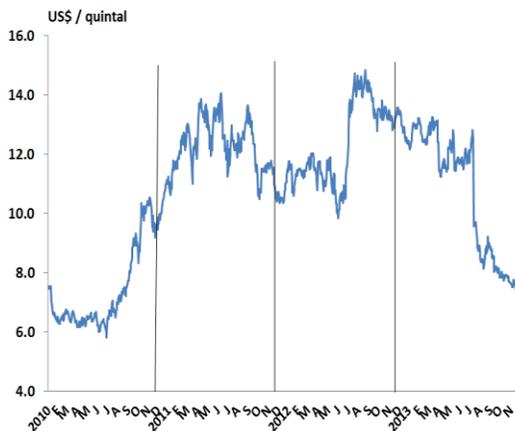
Durante 2013, el precio internacional del maíz registró una tendencia a la baja asociada a las expectativas favorables en la producción mundial del grano para la actual cosecha (2013/2014), principalmente en Estados Unidos de América, luego que en la cosecha previa se registraran significativos daños a la producción, ocasionados por sequías (gráfica 7).

Según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) la producción mundial de maíz para la presente cosecha se situaría en 962.8 millones de toneladas métricas (mtm), crecimiento de 11.6% respecto de lo producido en la cosecha anterior (862.7 mtm). De este incremento, Estados Unidos de América contribuiría con 81.5 mtm, constituyéndose en una cosecha récord para dicho país. En la región latinoamericana, se anticipa que Argentina y Brasil registren reducciones, explicadas, en parte, por la disminución de las áreas de siembra.

Respecto de la demanda mundial, el USDA prevé que la misma se sitúe en 933.4 mtm, crecimiento de 8.5% respecto de la cosecha anterior (860.3 mtm). El referido incremento responde, principalmente, al consumo de Estados Unidos de América y de la República Popular China que, en conjunto, explicarían aproximadamente 60.0% del incremento total.

**Gráfica 7**

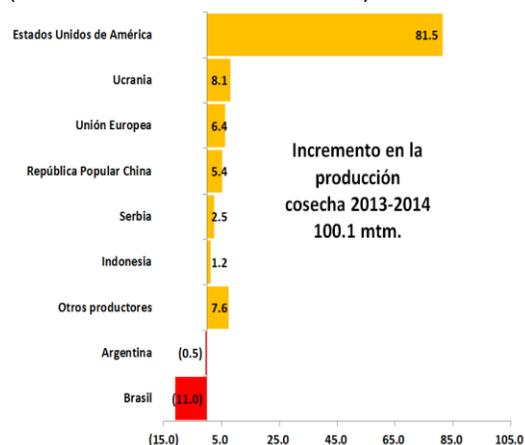
Precio Internacional del Maíz (1)  
(US dólares por quintal)



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a noviembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

## Gráfica 8

Producción Mundial de Maíz (1)  
Contribución por país en el incremento  
esperado para la cosecha 2013/2014  
(millones de toneladas métricas)



(1) Cifras a noviembre de 2013.  
Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América.

## Gráfica 9

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a noviembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

El nivel de los inventarios mundiales del grano se situaría en 164.3 mtm, lo que significa un incremento de 22.2%, con relación a la cosecha previa.

## Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2011/2012 (a)	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2012/2013	2013/2014
Producción	886.0	862.7	962.8	-2.6	11.6
Consumo	882.6	860.3	933.4	-2.5	8.5
Déficit / Superávit	3.4	2.4	29.4	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América, noviembre de 2013.

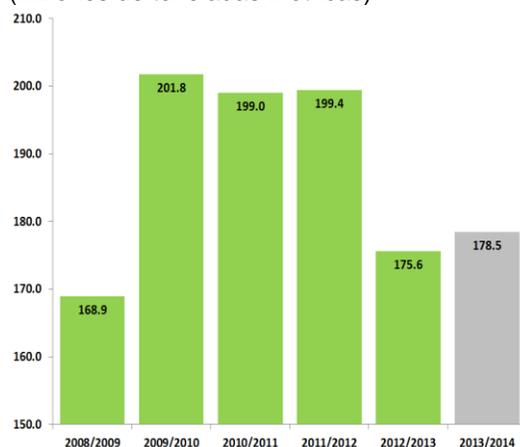
En 2013 el precio internacional del trigo continuó con su tendencia a la baja, la cual se inició desde el segundo semestre de 2012 y se atribuye a las expectativas de una mayor producción mundial del grano para la presente cosecha (2013/2014), a causa de condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras. Se anticipa que la producción de trigo sea récord y se explicaría, principalmente, por la recuperación de la oferta de varios productores importantes que registraron daños el año pasado por condiciones climáticas adversas. A finales del tercer trimestre del año, se registró un alza temporal en el precio internacional, como resultado de las expectativas de daños en la producción de Rusia y Ucrania por intensas lluvias y en Argentina por sequías; sin embargo, las previsiones de producción en otros importantes productores contribuyeron a moderar el precio en el mercado internacional, aunque, como se indicó, un mayor deterioro climático en los principales países productores podría elevar el precio.

Según el USDA, la producción mundial de la presente cosecha sería de 706.4 mtm, superior en 7.8% respecto de la cosecha 2012/2013, explicada, en buena medida, por la recuperación en la producción de Rusia, Unión Europea y Kazajistán, países que en conjunto explican el 58.5% del incremento total previsto. En contraste, Estados Unidos de América, principal exportador mundial, reducirá ligeramente su producción, como resultado de una sustitución de cultivos, principalmente, para la producción de maíz y soya.

Respecto de la demanda mundial, para la cosecha 2013/2014

**Gráfica 10**

**Inventarios Mundiales de Trigo (1)**  
**Cosechas 2008/2009 - 2013/2014**  
(millones de toneladas métricas)



(1) Cifras a noviembre de 2013.

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América.

se prevé que la misma se sitúe en 703.5 mtm, superior en 3.6% respecto de la cosecha anterior, asociada al incremento en el consumo de India, Rusia, Unión Europea y Kazajistán, países que en conjunto sustentan el 42.3% del incremento previsto.

**Cuadro 3**

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2011/2012 (a)	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2012/2013	2013/2014
Producción	697.5	655.5	706.4	-6.0	7.8
Consumo	697.1	679.3	703.5	-2.6	3.6
Déficit / Superávit	0.4	-23.8	2.9	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América, noviembre de 2013.

Los inventarios mundiales de trigo se situarían para la presente cosecha en 178.5 mtm, superiores en 1.7% respecto de la cosecha 2012/2013. Tomando en cuenta que el incremento registrado en los inventarios no es suficiente para compensar la reducción observada en la cosecha anterior, la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés) expresó que un nivel bajo de inventarios constituye un importante factor de riesgo para el precio internacional, en caso se registraran nuevamente problemas en la producción.

## 5. Inflación internacional

La inflación a nivel global se ha contenido en la mayoría de regiones, al mantenerse en niveles bajos y estables, especialmente en las principales economías avanzadas; mientras que en algunas economías emergentes y en desarrollo empezó a incrementarse, pero en general se sitúa dentro de las metas fijadas por las autoridades monetarias. La dinámica de los precios al consumidor muestra diferencias entre las economías avanzadas y las economías con mercados emergentes, pero en ambos casos la explicación proviene, principalmente, del hecho de que el crecimiento económico se ubica por debajo del producto potencial y por la referida tendencia a la baja en los precios internacionales de algunas materias primas, aunque en las economías avanzadas prevalece una postura de política monetaria altamente relajada.

El ritmo inflacionario en las economías avanzadas permanece

en niveles inferiores a las metas de política monetaria, con excepción del Reino Unido. En Japón, luego de doce meses de deflación, es evidente el crecimiento del nivel de precios internos en respuesta a los estímulos fiscales y monetarios adoptados por las autoridades japonesas que, si bien no han sido suficientes para alcanzar el objetivo de 2.0% de inflación establecido en su programa de flexibilización cuantitativa y cualitativa, parece estar acelerándose, y algunos analistas temen que se haya gestado un sobre-relajamiento monetario que haga que la inflación se ubique en el mediano plazo por arriba de 2.0%.

En Estados Unidos de América, la inflación sigue manteniéndose por debajo del objetivo de la FED (2.0%) desde noviembre de 2012, aspecto que ha contribuido a que se mantenga el programa de compras mensuales de activos y la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0.00% y 0.25%; ello en un contexto en que la tasa de desempleo se mantiene por arriba de 6.5%.

En la Zona del Euro, desde inicios de 2013 las presiones inflacionarias han mostrado una tendencia decreciente debido a la persistente debilidad de la demanda agregada y a la disminución registrada de los precios de la energía. Se prevé que la inflación se mantendrá por debajo de la meta por un periodo prolongado, siempre que las expectativas de inflación continúen firmemente ancladas al objetivo de mediano plazo (2.0%). Según declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo, la política monetaria seguirá siendo expansiva el tiempo que sea necesario, a efecto de apoyar la recuperación económica.

En las principales economías emergentes y en desarrollo, la inflación se ha ubicado dentro de las metas establecidas, por lo que las autoridades monetarias han mantenido, en general, una postura neutral o acomodaticia. En la República Popular China la inflación permanece ubicada por debajo del objetivo de mediano plazo (3.5%) y se anticipa que se mantenga contenida debido a perspectivas estables sobre la evolución de los precios de las materias primas, en particular la de los alimentos, y porque se prevé que las autoridades chinas se abstendrían de adoptar medidas expansivas de política monetaria. Vale indicar que el Banco Central de China, desde julio de 2012, ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 6.0%.

En las economías con metas explícitas de inflación de

América Latina (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil), la inflación se ha mantenido dentro de los márgenes establecidos por las autoridades monetarias de cada país; sin embargo, las presiones inflacionarias en México y Brasil, en el primer y segundo trimestres, fueron mayores a las observadas en el resto de países, aunque posteriormente se moderaron dada la reducción de los precios internacionales de algunas materias primas y la desaceleración de su demanda agregada. Algunas autoridades monetarias optaron por reducir cautelosamente su tasa de interés de política monetaria, como Chile, Colombia, Perú y México; mientras que Brasil, país que registra el mayor nivel de inflación del grupo, la incrementó 275 puntos básicos en lo que va de 2013, hasta ubicarla en 10.0%.

Se estima que en 2013 la inflación se ubique en 6.0% para las economías emergentes y en desarrollo, mientras que en América Latina se prevé se sitúe en 6.9%.

La inflación en los países de Centroamérica y la República Dominicana aumentó levemente en el primer semestre del año, experimentándose una moderación en los últimos meses, debido a la reducción en el precio de los alimentos y de los combustibles. Se estima que todavía persisten riesgos al alza por el lado de la demanda agregada en varios de los países de la región, dado el aumento en el consumo privado, el cual se ha visto apoyado por las mejoras en el ingreso real, el incremento en las remesas familiares y el dinamismo del crédito bancario al sector privado, particularmente el destinado al consumo.

## RECUADRO 1

### REPLANTEAR LAS REFORMAS: CÓMO AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE PUEDEN ESCAPAR DEL MENOR CRECIMIENTO MUNDIAL

Las proyecciones del crecimiento económico mundial han sido revisadas a la baja desde el año pasado, lo que implicaría un menor crecimiento económico en América Latina y el Caribe, en el mediano plazo. Ciertamente, es probable que el crecimiento económico en el periodo 2013-2017 sea alrededor de un punto porcentual menor que el de 2003-2007. Las proyecciones de crecimiento apuntan a precios reales más bajos de los productos primarios, a un deterioro en los términos de intercambio y a un menor crecimiento del consumo privado. Por tanto, para mantener un equilibrio de las cuentas externas, es posible que se esté perfilando un ajuste más pronunciado de las importaciones. Un menor crecimiento económico también podría verse acompañado de una brusca caída de la tasa de crecimiento de las inversiones; sin suficientes inversiones, la región sería incapaz de cerrar sus profundas brechas de infraestructura. De hecho, dado que el *stock* relativamente bajo de infraestructura es una barrera para el crecimiento económico, dicho crecimiento en la región podría ser incluso inferior al proyectado.

**Dado el supuesto de un menor crecimiento económico en el mediano plazo, una agresiva política fiscal o monetaria contracíclica podría ser inadecuada y poner en peligro la credibilidad de las políticas macroeconómicas en la región.** Una política fiscal estricta se justifica para completar el ciclo de estímulos fiscales y para conservar el margen de maniobra fiscal, sobre todo en aquellos países que dependen más de las exportaciones de productos primarios, para después emplearla en el caso de una recesión más severa. Una política fiscal más estricta también permitiría una política monetaria más laxa para contrarrestar las presiones de la apreciación del tipo de cambio nominal. En la medida en que la política fiscal sea demasiado expansiva, la política monetaria tendrá que ser más estricta, lo cual se añadirá al problema de la apreciación de la moneda; esta es una combinación ineficiente de políticas. **Sin embargo, si no se restringe la política monetaria, existe el peligro de que aumente la inflación,** se deteriore la credibilidad monetaria y que la eventual restricción de la política monetaria para disminuir la inflación en el futuro sea más costosa, pero necesaria. Estas reflexiones evidencian que una política fiscal más estricta combinada con una posición monetaria más bien laxa, podría ser razonable. Sin embargo, esto no resultará en tasas de crecimiento superiores a las proyecciones originales, y no debe esperarse lo contrario. **En todo caso, la región debe considerar la adopción de medidas estructurales que apoyen el crecimiento económico en el mediano y largo plazo.**

Los evidentes límites al uso potencial de medidas de política monetaria y fiscal en la región plantean otra restricción. Los balances fiscales se han deteriorado a lo largo del último año y siguen siendo considerablemente inferiores a los niveles previos a la crisis financiera Internacional de 2008-2009. Existe el peligro de que aquello que fue concebido como una política contracíclica exitosa ahora sea considerado sencillamente expansivo, dado que la mayoría de los países han optado por no reducir los gastos fiscales recurrentes, incluso después de haberse cerrado las brechas del producto. **Comparado con el periodo anterior a la crisis, el margen para un relajamiento de la política monetaria ha disminuido y las perspectivas de un menor crecimiento sostenido marcan un límite a la efectividad de la política monetaria.** Además, las medidas fiscales expansivas desgastarían la credibilidad fiscal y reducirían el espacio fiscal, un elemento crucial en caso surja otra perturbación externa. Si bien los choques monetarios tienen efectos reales, en la medida en que las rigideces nominales influyen en los resultados económicos, excepto en circunstancias económicas persistentes, como un periodo prolongado de menor crecimiento económico, los efectos de estas rigideces serán relativamente breves. **Un relajamiento inadecuado de la política monetaria podría, en ese caso, sencillamente conducir a presiones inflacionarias, con escaso impacto real en el crecimiento.**

Dada la fuerte liquidez global y las bajas tasas de interés internacionales, también es probable que la región siga siendo testigo de fuertes entradas de capital que buscan rentabilidad. En este caso también se pueden considerar otros instrumentos, como la esterilización de las entradas de capitales, los requisitos de reservas anticíclicas, los requisitos de capital o los requisitos de provisiones a los bancos para que moderen los ciclos de crédito.

Estas preocupaciones podrían ser mayores en aquellos países donde, según las proyecciones, los ingresos fiscales, dependientes de los precios de los productos primarios, disminuirán significativamente en el mediano plazo y donde la incertidumbre sobre los ingresos en el futuro exige una mayor prudencia. Las políticas fiscales expansivas inadecuadas también acentuarían las presiones a la apreciación del tipo de cambio nominal, lo que, debido a que las fuertes entradas de capital, acentuarían el actual dilema de la política monetaria. Una combinación óptima de políticas probablemente incluiría una política fiscal más austera y una política monetaria menos estricta para resistir las presiones de apreciación del tipo de cambio, siempre que las presiones inflacionarias siguieran bajo control.

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo. 2013. "Replantear las reformas: Cómo América Latina y el Caribe pueden escapar del menor crecimiento mundial". Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2013.

## RECUADRO 2 BENEFICIOS Y COSTOS DE UNA POLÍTICA MONETARIA ALTAMENTE EXPANSIVA

En los últimos cinco años, la orientación de la política monetaria en las principales economías ha sido extraordinariamente expansiva. Las tasas de interés de política monetaria se han mantenido en niveles extraordinariamente bajos en varios países. Además, se han implementado medidas no convencionales, que implican la expansión de las hojas de balance de los bancos centrales, derivado del aumento de las compras de bonos públicos y privados, lo que implica mayores pérdidas para los entes emisores. Este escenario complica la eventual salida de la política monetaria acomodaticia, con consecuencias más adversas para la estabilidad financiera y para la independencia del banco central en las referidas economías.

**En un principio, la postura expansiva de la política monetaria evitó el colapso financiero y la deflación, posteriormente, con mayor o menor éxito, ha apoyado el crecimiento económico; no obstante, los estímulos monetarios tienen beneficios y costos marginales, según su evolución y dependiendo del estado de la economía y de los mercados financieros.** Los beneficios pueden ser una demanda externa adicional y una mayor disponibilidad de financiamiento externo; mientras que en los costos se incluyen la apreciación de la moneda y la volatilidad de las entradas y salidas de capital. La extensión de los efectos dependerá, en gran medida, del grado de flexibilidad del tipo de cambio nominal y la postura de las políticas macroeconómica y macroprudencial. En cada país los resultados pueden ser diferentes debido a los efectos indirectos, ya que los beneficios netos de la flexibilización monetaria de un país en el resto del mundo se relacionan con las políticas de otros países. En ese sentido, los beneficios potenciales del estímulo son sustancialmente mayores en economías que están en, o en riesgo de, deflación o recesión, dado los altos costos de la reducción de los precios y de los niveles de actividad económica. En contraste, cuando la economía crece a su potencial y la inflación se mantiene cercana a la meta, los beneficios justifican las compras adicionales de activos si el desempleo y el estancamiento económico son altos.

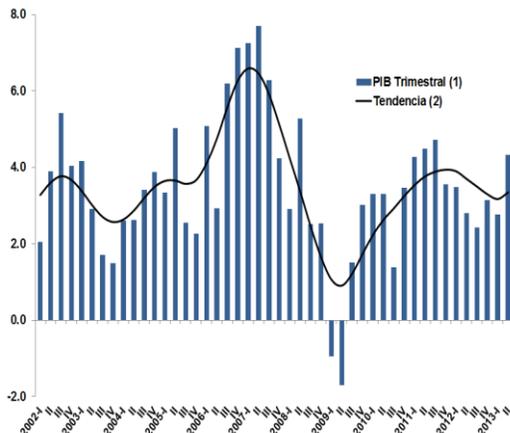
Considerando tasas de interés de referencia cercanas a cero, **la expansión cuantitativa afecta principalmente las tasas de interés de largo plazo, con el riesgo de que, en algún momento, los beneficios puedan ser menores a los costos.** Las bajas tasas de interés de política pueden apoyar la demanda futura, pero su eficacia disminuye si no aumentan las expectativas de ingresos futuros. La eficacia del menor costo del crédito para estimular el consumo privado y la inversión, dependerá del canal del crédito bancario. El grado de estímulo de la compra de activos depende de la magnitud de la reducción de los rendimientos de los activos y del efecto dominó en las carteras; a su vez, el estímulo a futuro dependerá de su impacto en la rentabilidad de los bonos y de los precios de otros activos, variando en intensidad, según la situación de los mercados financieros.

Por último, **los costos potenciales de la flexibilización monetaria adicional pueden adoptar diversas formas**, entre ellas: i) una excesiva toma de riesgos si algunos activos se ofertan a precios muy altos, poniendo en riesgo la estabilidad financiera a futuro; ii) las expectativas de inflación pueden ubicarse por encima de la meta; iii) las compras de activos adicionales, cuando las tenencias son altas, se suman a los retos de salida de la política monetaria acomodaticia, en particular, el riesgo de inestabilidad de los mercados de bonos; iv) los riesgos para la independencia del banco central pueden surgir en la fase de salida si las pérdidas se concentran en sus tenencias de activos; v) la reinversión automática de los préstamos morosos, alentada por bajas tasas de interés, debilita la productividad; y vi) aumentar el amplio inventario de activos llevaría a una participación dominante del banco central en los segmentos de mercado de las compras, pudiendo involucrar mercados menos líquidos y generar otras pérdidas de eficiencia.

Fuente: "The Benefits and Costs of Highly Expansionary Monetary Policy". OCDE. Agosto de 2013.

**Gráfica 11**

Producto Interno Bruto Trimestral  
(porcentajes)



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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

## B. ENTORNO INTERNO

### 1. Actividad económica

El crecimiento de la actividad económica nacional en 2013, medido por el Producto Interno Bruto en términos reales, se estima en 3.5%, dentro el rango estimado (3.2%-3.6%), y mayor al 3.0% registrado el año previo, reflejo de un mayor dinamismo de la demanda interna, explicado por el incremento de 3.0% en el consumo privado (2.6% en 2012), que representa alrededor del 85.0% del producto interno bruto, asociado a un aumento en el ingreso de los hogares, debido a una mejora en el salario medio, una baja inflación, un aumento de las remesas familiares y el dinamismo en el crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo.

En cuanto al gasto de consumo del gobierno general, también ha registrado un importante crecimiento, explicado, fundamentalmente, por la mayor ejecución del gasto público, particularmente en el primer semestre del año, por lo que se prevé un crecimiento para este gasto de 5.4% en 2013. Por su parte, para la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 3.1%, asociado a la recuperación en la inversión destinada para la construcción, así como al incremento de la inversión en maquinaria y equipo de origen importado.

En lo que respecta al comercio exterior, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un crecimiento interanual en términos reales de 4.7%, superior al registrado en 2012 (2.0%), reflejo de los mayores volúmenes de producción para atender la demanda externa, pese a la moderación en los precios internacionales de algunos productos de exportación. Por su parte, para las importaciones de bienes y servicios se prevé un crecimiento de 4.3%, en términos reales superior al año previo (1.5%), orientadas a satisfacer la demanda interna.

Por el lado del origen de la producción, destaca el dinamismo de los sectores siguientes: industrias manufactureras; administración pública y defensa; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que explicarían alrededor de 75.0% de la tasa de crecimiento del PIB en 2013 (Ver anexo 3).

En ese contexto, algunos indicadores de corto plazo sustentan la referida estimación de cierre. El Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), a octubre de 2013, registró un

crecimiento de 3.6%, reflejando el dinamismo de la demanda interna, principalmente el consumo privado, como se indicó, por fuentes que han mejorado el ingreso disponible de los hogares. El PIB trimestral del segundo trimestre observó un crecimiento de 4.3%, el más alto de los últimos siete trimestres (gráfica 11), resultado explicado, por el lado de la demanda, por un incremento en el consumo tanto privado como del sector público y, por el lado de la oferta, por crecimientos positivos en todas las actividades económicas.

Aunque las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) se ha moderado respecto del observado a principios de año, al situarse en 46.88 a noviembre. No obstante, en los últimos tres meses se ha observado una mejora en el citado indicador, lo cual denota una recuperación en la confianza de los agentes económicos.

## 2. Inflación

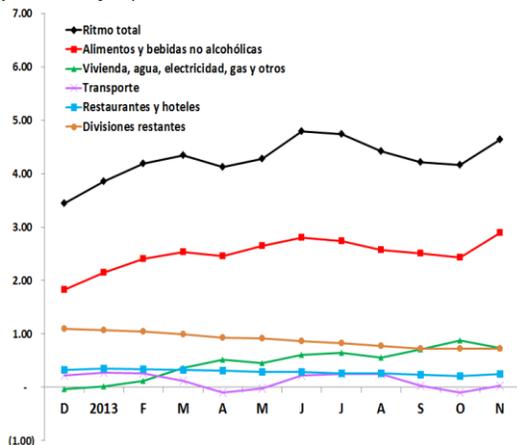
### a) Observada

El comportamiento de la inflación durante 2013 mostró una tendencia al alza entre enero y junio, posteriormente registró menores tasas de crecimiento, situándose a noviembre de 2013 en 4.63%. Dicho comportamiento se explica, principalmente, por la evolución de cuatro de las más importantes divisiones de gasto que conforman la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC), siendo éstas: *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Restaurantes y hoteles*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Transporte*.

En el caso de la división de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%), ésta presentó una tendencia al alza durante el periodo de enero a junio por los incrementos registrados en las carnes (de res y de pollo), los huevos, los vegetales y legumbres y las frutas, entre otros, los cuales fueron ocasionados por problemas de oferta en el mercado interno. En el caso de las carnes y los huevos, su incremento estuvo asociado a la comercialización de éstos en el mercado mexicano ante problemas de oferta en ese país, lo que se tradujo en un desabastecimiento del mercado guatemalteco. Respecto de los vegetales y legumbres y las frutas, la evolución de sus precios

**Gráfica 12**

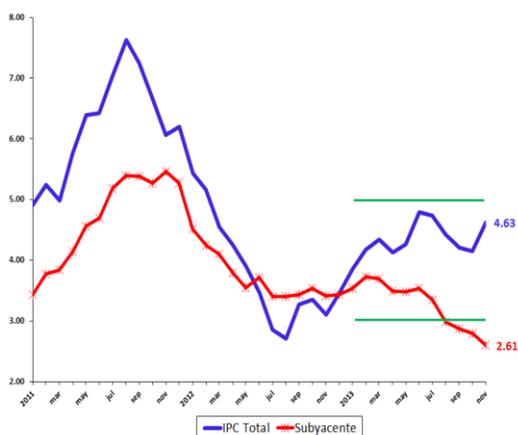
Impacto de las Divisiones de Gasto en el Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2013.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

**Gráfica 13**

Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2013.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

obedeció a factores estacionales. A partir de julio, dicha división de gasto registró una moderación en sus tasas de crecimiento, las cuales se explicaron por las reducciones en los precios de la carne de pollo y los huevos, ante la normalización de la oferta en el mercado. Por su parte, las otras legumbres y hortalizas y el pan, también presentaron reducciones. Es importante indicar que aun cuando se registró ese comportamiento a la baja en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, la tasa de variación interanual de dicha división es elevada, ya que a noviembre se situó en 9.31%, superior en 4.68 puntos porcentuales a la inflación total. La división de gasto de *Restaurantes y hoteles* (ponderación 9.24%), que está vinculada con la anterior división de gasto, presentó en el año una tendencia a la baja al registrar un crecimiento interanual de 3.57% en diciembre de 2012 y de 2.36% en octubre de 2013; no obstante, a noviembre dicha variación aumentó a 2.75%, en congruencia con el aumento registrado en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas.

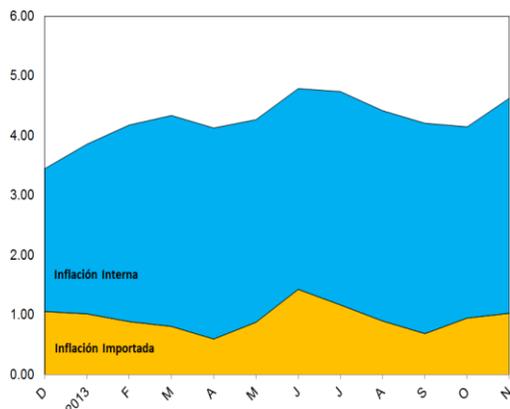
Por su parte, la división de gasto de *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, mostró importantes incrementos como resultado de la reversión de factores temporales que durante 2012 provocaron una reducción en el precio del gas propano. Además, el alza en las tarifas trimestrales de electricidad también incidió en que ésta división de gasto aumentara.

Respecto de la división de gasto *Transporte* (ponderación 10.43%), ésta fue afectada por los incrementos registrados en el precio de las gasolinas y el diésel, derivado del aumento en la demanda mundial, los problemas en el refinado por labores de mantenimiento no planificadas y por factores geopolíticos que afectaron al mercado mundial de petróleo. Sin embargo, durante el último trimestre del año, esta división de gasto muestra una moderación, explicada por la reducción de precios en los combustibles ante una disminución en la demanda mundial, principalmente en las economías industrializadas debido a factores estacionales.

En lo que se refiere a la inflación subyacente, desde marzo del presente año, ésta registró una moderación en sus tasas de crecimiento, hasta ubicarse a noviembre de 2013 en 2.61%. La tendencia a la baja en la inflación subyacente

## Gráfica 14

### Composición de la Inflación Total (1) (porcentajes)



(1) Variación interanual, con información preliminar a noviembre de 2013.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

observada durante el presente año obedece, en parte, a la volatilidad registrada en los productos que integran la canasta subyacente, respecto de lo observado en 2012, lo que sugiere que las presiones inflacionarias por parte de la demanda estarían relativamente contenidas; sin embargo, dicha situación podría ser transitoria ante las perspectivas de una actividad económica más dinámica en 2014, congruente con la expansión prevista del crédito bancario, las remesas familiares y las importaciones. Por su parte, la inflación importada durante el presente año fue afectada, principalmente, por el incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, el cual fue moderado parcialmente por las reducciones en los precios del maíz y del trigo.

### b) Expectativas

Las expectativas de inflación del panel de analistas privados han permanecido cercanas al límite superior de la meta establecida por la autoridad monetaria, tanto para diciembre de 2013 como para diciembre de 2014, lo que refleja que las mismas permanecen con un anclaje aún débil.

En resumen, el comportamiento de la inflación en 2013 se explica por la combinación de factores de oferta y de demanda, los cuales probablemente estén presentes el próximo año, de manera que la autoridad monetaria debe estar atenta a la evolución de los mismos. En todo caso, el ritmo inflacionario observado a noviembre de 4.63% anticipa el cumplimiento de la meta de inflación, aspecto que si bien es clave para fortalecer la credibilidad tanto del Banco Central como del esquema de metas explícitas de inflación, aconseja la acostumbrada cautela en las decisiones futuras de política monetaria, pues se situaría dentro del rango establecido aunque más cercano al límite superior del mismo.

## 3. Tipo de cambio

### a) Nominal

Durante el presente año, el tipo de cambio nominal se ha apreciado 0.37%, al pasar de Q7.90230 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2012 a Q7.87290 por US\$1.00 el 13 de diciembre de 2013. Cabe destacar que, en general, ha registrado un comportamiento consistente con su estacionalidad; sin embargo,

evidenció algunos episodios de volatilidad que activaron la regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario, lo que influyó en compras netas por US\$49.3 millones (compras por US\$75.3 millones y ventas por US\$26.0 millones, al 13 de diciembre).

#### **b) Real de equilibrio**

El tipo de cambio real (TCR) es un indicador que mide la relación entre el valor de una determinada canasta de bienes y servicios valuada a los precios de un país y el valor de la misma canasta valuada a los precios de otros países, expresando todos los precios en una misma unidad de cuenta. Dado que el tipo de cambio real constituye un precio relativo, sus cambios tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva del país; sin embargo, este concepto de competitividad en sí mismo es bastante complejo y debe tomar en cuenta muchos factores, como los costos de producción, las rigideces en los mercados y los costos de transporte, entre otros. Por su parte, el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) se define como el tipo de cambio real que, para ciertos valores de sus determinantes fundamentales, permite alcanzar simultáneamente tanto el equilibrio interno como externo.

En ese contexto, la dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales. En efecto, las estimaciones del TCRE revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, que la diferencia entre los valores observados y de equilibrio del TCR, es poco relevante). Al segundo trimestre de 2013, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) se encuentra levemente sobreapreciado (entre 1.02% y 2.83%), pero dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar. Adicionalmente, la tendencia a la apreciación observada en el tipo de cambio real se explica, fundamentalmente, por los diferenciales de inflación del país respecto de sus principales socios comerciales, razón por la que el Banco Central debe enfocar sus esfuerzos en el cumplimiento de su objetivo fundamental, lo cual coadyuva a reducir los diferenciales de inflación.

## 4. Tasas de interés

### a) De corto plazo

Dadas las características del sistema financiero guatemalteco, así como el diseño actual de los procedimientos operativos de la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, la tasa de interés de operaciones de reporte es utilizada como un indicador apropiado de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente. En el transcurso del año, la referida tasa se ha ubicado consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de la política monetaria, lo que representa una brecha promedio de 25 puntos básicos, reflejo de que las condiciones de liquidez son abundantes en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el banco central constituyen un marco sólido de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

### b) De largo plazo

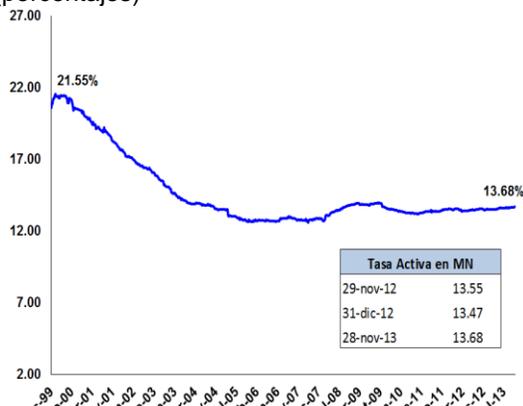
La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años ubicándose en un nivel de alrededor de 13.50%, significativamente inferior a los niveles registrados en la década anterior (gráfica 15).

Durante 2013, la evolución de la tasa de interés activa en moneda nacional registró tres episodios. El primero, entre enero y abril, cuando se mantuvo entre 13.48% y 13.54%; el segundo, entre mayo y junio, cuando se incrementó 12 puntos básicos y, el tercero, entre julio y noviembre, cuando se ubicó en 13.68%. En general, el aumento en la tasa de interés activa es resultado del mayor peso del crédito al consumo (que es otorgado a tasas de interés más altas respecto del resto de créditos) dentro del total de la cartera crediticia, de manera que el crédito empresarial mayor y menor ha sido otorgado a tasas de interés muy estables.

En cuanto a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, al 28 de noviembre se situó en 5.50% (gráfica 16), 12 puntos básicos por arriba del valor observado al 31 de diciembre de 2012, como resultado del mayor peso relativo de los depósitos a plazo (que se captan a tasas de interés más altas respecto del resto de depósitos) dentro del total

**Gráfica 15**

Tasa de Interés Activa (1)  
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 28 de noviembre de 2013.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

**Gráfica 16**

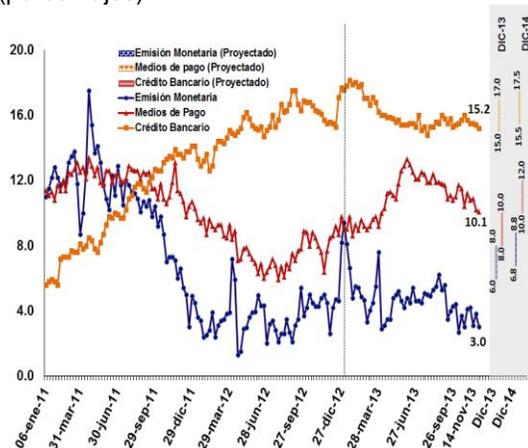
Tasa de Interés Pasiva (1)  
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 28 de noviembre de 2013.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

**Gráfica 17**

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



(1) Variación interanual observada al 28 de noviembre de 2013 y proyecciones para diciembre de 2013 y de 2014.  
Fuente: Banco de Guatemala.

de captaciones del sistema bancario.

## 5. Agregados monetarios y de crédito

Durante 2013 los principales agregados monetarios continuaron evidenciando un dinamismo congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo, mientras que el crédito mostró un dinamismo superior al registrado en los principales agregados monetarios.

### a) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de dos componentes: el primero, corresponde a un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y, el segundo, a un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. La demanda de emisión observada ha sido congruente con las estimaciones de su componente tendencial y cíclico. Aun así, la demanda de dinero ha sido influenciada por factores estructurales, debido, por una parte, a la implementación de innovaciones financieras en el sistema bancario nacional (transacciones con instrumentos diferentes al dinero en efectivo, como tarjetas de débito, de crédito, banca *online*, cajeros automáticos, entre otros) y, por la otra, al importante avance observado en los últimos años en materia de bancarización, cuya expansión en el territorio nacional ha permitido un mayor acceso al sistema bancario, lo cual habría reducido el costo de transacción por retiros de efectivo y, por tanto, repercutido en la demanda de dinero. Por ejemplo, el coeficiente de efectivo ha descendido 22.9% en los últimos tres años y la bancarización medida como el número de cuentas por cada cien habitantes ha crecido 31.2%, en igual periodo. Al 28 de noviembre de 2013, la emisión monetaria registró un crecimiento interanual de 3.0%, estimándose que alcance al finalizar el año un crecimiento entre 6.0% y 8.0% (gráfica 17).

### b) Medios de pago

Los medios de pago mantienen un ritmo de crecimiento de dos dígitos (10.1% al 28 de noviembre), asociado, principalmente, al dinamismo observado en las captaciones bancarias, dado que el numerario en circulación ha permanecido

con un crecimiento moderado. Por ello, el multiplicador de los medios de pago ha mantenido una tendencia positiva que ha permitido un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, que denota la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 38.0%, evidenciando el avance del proceso de profundización financiera. Se estima que los medios de pago registren un crecimiento interanual entre 8.0% y 10.0% al finalizar el año (gráfica 17).

### **c) Crédito bancario al sector privado**

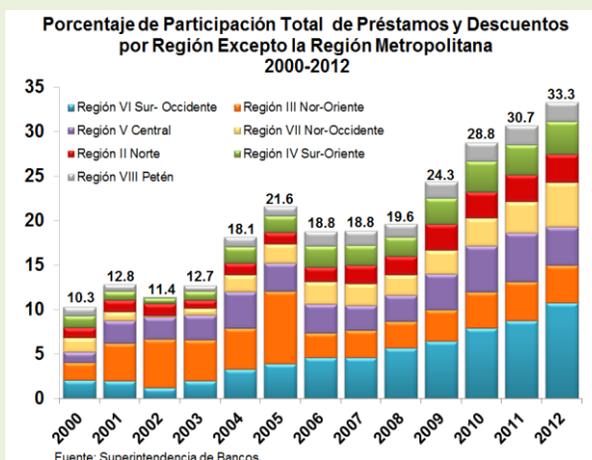
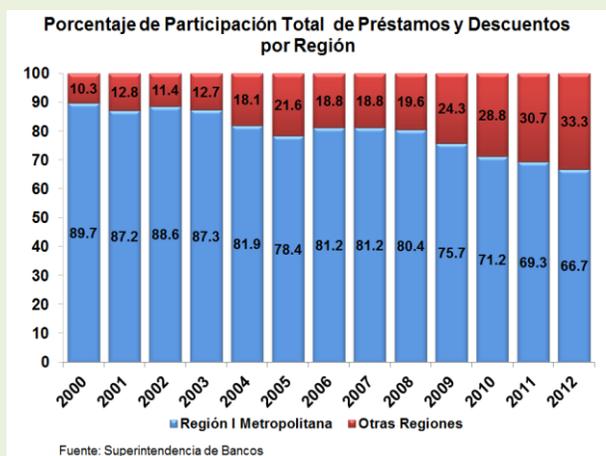
El crédito bancario al sector privado constituye una fuente de financiamiento importante de la actividad económica. Al 28 de noviembre registró un crecimiento de 15.2%, impulsado principalmente por el dinamismo del crédito en moneda extranjera (27.8%, cuyo peso relativo es de 33.6% en el crédito total) y en menor medida por el crédito en moneda nacional (10.1%). El dinamismo del crédito refleja, en parte, el aumento en la demanda crediticia de los agentes económicos, ante una mayor demanda interna. La composición de la cartera crediticia en moneda nacional sigue reflejando el aumento en la participación porcentual del crédito para consumo, el cual, según la última información disponible representa 42.7% del total de la cartera en dicha moneda y 35.6% del total de activos en moneda nacional del sistema bancario. Lo anterior, advierte la necesidad de dar seguimiento cercano a esta variable, dado que expansiones de la actividad crediticia por arriba del crecimiento del producto interno bruto nominal podrían convertirse en alzas generalizadas en el nivel de precios y, además, generar algunos riesgos macroeconómicos y microeconómicos que afectarían la estabilidad financiera.

El crédito al sector privado continúa creciendo por arriba, tanto de su tendencia de largo plazo como del PIB nominal (8.0%) y las captaciones bancarias totales (12.0%). Se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado al finalizar el año se ubique entre 15.0% y 17.0% y represente 34.2% del producto interno bruto.

### RECUADRO 3 ANÁLISIS GEOGRÁFICO DE LA CARTERA DE CRÉDITO EN GUATEMALA

Los préstamos y descuentos constituyen una parte importante de la cartera de crédito, por lo que evaluar la distribución geográfica permite, por una parte, conocer cuáles son las regiones receptoras del crédito y, por la otra, tener un indicador aproximado del dinamismo de la demanda interna.

En 2000, los préstamos y descuentos concedidos por el sistema bancario en la región I representaron 89.7% del total, mientras que en el resto de regiones fue 10.3%, evidenciando el alto grado de concentración en una región. Al finalizar 2012, el peso relativo de la región citada representó 66.7%, lo que significa menor concentración, proceso que, aunque moderado, ha sido constante.



La desconcentración geográfica de la actividad crediticia responde al hecho de que en algunos departamentos, como Quetzaltenango y San Marcos (Sur-Occidente), Huehuetenango (Nor-Occidente) y otros de la región Central (Escuintla, Sacatepéquez y Chimaltenango) son actualmente receptores de mayores cuotas de crédito, como resultado del dinamismo de su actividad económica y de la ampliación de la cobertura de los servicios del sistema bancario, lo que ha permitido mejorar el acceso a los servicios financieros, incluido el crédito.

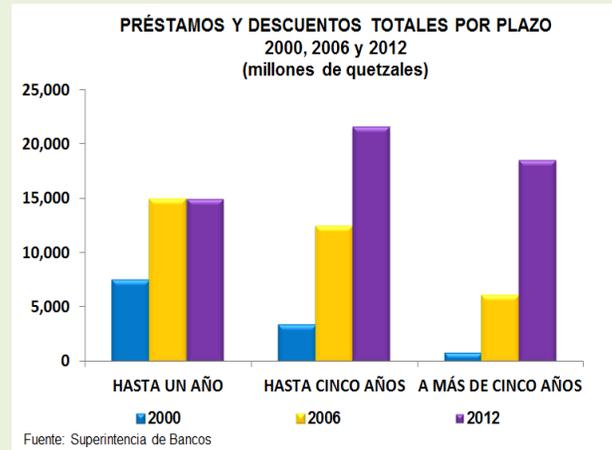
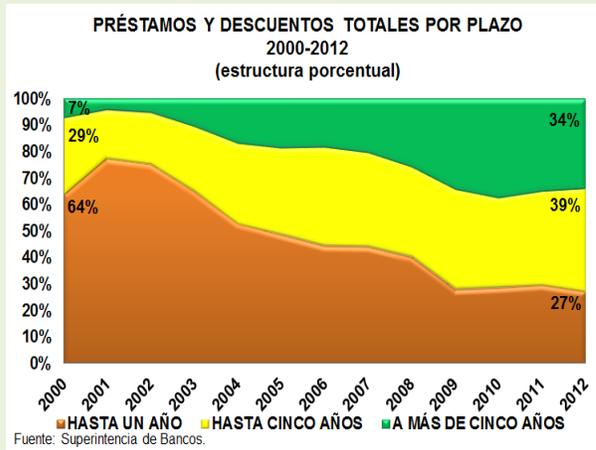
A efecto de evaluar la conexión existente entre la inflación y las variaciones del crédito bancario al sector privado, se procedió a realizar un ejercicio econométrico de correlaciones dinámicas con una ventana móvil de 25 meses, encontrándose que en todas las regiones del país se observa una relación positiva entre ambas variables. Aunque los resultados deben tomarse con cautela, su seguimiento podría constituir un indicador útil para complementar el análisis del comportamiento del crédito bancario y los precios internos.

Nota: Región I, Metropolitana: Guatemala; Región II, Norte: Alta Verapaz y Baja Verapaz; Región III, Nor-Oriente: Izabal, Chiquimula, El Progreso y Zacapa; Región IV, Sur-Oriente: Jutiapa, Jalapa y Santa Rosa; Región V, Central: Escuintla, Sacatepéquez y Chimaltenango; Región VI, Sur-Occidente: Quetzaltenango, San Marcos, Suchitepéquez, Retalhuleu, Sololá y Totonicapán; Región VII, Nor-Occidente: Huehuetenango y Quiché; Región VIII, Petén: Petén.

Fuente: Análisis propio con base en Boletines Estadísticos Mensuales del Sistema Financiero publicados por la Superintendencia de Bancos.

**RECUADRO 4**  
**ESTRUCTURA DE PLAZOS DE LA CARTERA DE CRÉDITO DE LOS BANCOS DEL SISTEMA**

A inicios de 2000, la estructura de plazos de la cartera de créditos del sistema bancario guatemalteco era la siguiente: 64% de los préstamos se concedían al plazo de hasta un año, 29% al plazo de entre uno y cinco años y 7% a plazos mayores a 5 años. Dicha composición ha cambiado. Al finalizar 2012 la distribución era la siguiente: 27% de los préstamos otorgados hasta un año plazo, 39% entre uno y cinco años plazo y 34% a plazos mayores a cinco años.



El comportamiento anterior se asocia al hecho de que el Decreto Número 315 (Ley de Bancos) prohibía a los bancos comerciales conceder préstamos a plazos superiores a tres años y los préstamos a largo plazo podían ser otorgados únicamente por bancos hipotecarios. Con la entrada en vigencia de la Ley de Bancos y Grupos Financieros, Decreto 19-2002, las referidas restricciones se eliminaron, permitiendo la negociación de créditos bancarios a plazos mayores.

Al analizar el comportamiento de los préstamos concedidos, al plazo de entre uno y cinco años, se observa que los créditos destinados al consumo fueron los más dinámicos, lo cual podría estar vinculado a la compra de vehículos nuevos y consumos con tarjetas de crédito. Asimismo, el crecimiento de los préstamos a plazos mayores de cinco años está explicado por el comportamiento del consumo, particularmente, los destinados para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria. Naturalmente que en ese cambio también ha sido clave el hecho de que por el lado de los pasivos, las captaciones de depósitos a plazo han sido crecientes, lo que refleja no sólo la confianza en la moneda nacional, sino también en el sistema bancario del país, aspectos que contribuyen a la estabilidad financiera.

Fuente: Boletines Estadísticos de la Superintendencia de Bancos.

## 6. Balanza de pagos

Se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos a finales del presente año registre un saldo deficitario de US\$1,651.3 millones, equivalente a 3.1% del PIB, levemente superior al registrado en 2012 (US\$1,442.0 millones, equivalente a 2.9% del PIB). El saldo deficitario de la balanza comercial (US\$6,211.6 millones), sería parcialmente compensando por el balance positivo de las transferencias corrientes netas (US\$6,000.9 millones), mientras que el saldo del rubro renta sería deficitario en US\$1,386.0 millones y el del rubro servicios en US\$54.6 millones (ver Anexo 2).

El saldo de la balanza comercial en Guatemala ha sido históricamente deficitario. En ese sentido, en 2013 el valor de las

importaciones aumentaría 4.0% mientras que el de las exportaciones registraría un incremento de 2.0%. El leve aumento en el valor de las exportaciones refleja la disminución de precios que experimentaron los principales productos exportados (alrededor de 15.0%), que fue compensada con un mayor volumen exportado de mercancías (alrededor de 20.0%). Los mayores incrementos en el valor de las exportaciones, se registrarían en azúcar, artículos de vestuario y banano; mientras que las disminuciones más significativas se observarían en café, piedras y metales preciosos y semipreciosos y cardamomo.

El aumento previsto en las ventas al exterior de azúcar (22.1%), reflejaría mayores niveles de producción para atender la demanda de los mercados asiáticos, cuyo destino absorbería alrededor de 55.0% de las exportaciones totales de dicho producto (cerca de 25% en 2012), lo que, entre otros aspectos, permitió un aumento en el volumen exportado de 31.4%. La mayor oferta de azúcar a nivel mundial (principalmente, la proveniente de Brasil) explicaría la disminución prevista en su precio medio de exportación (7.0%). El aumento en las ventas de artículos de vestuario se explica por el incremento en la demanda de Estados Unidos de América<sup>13</sup> ante la mejora en la confianza del consumidor, lo cual se reflejó tanto en términos de volumen como de precio. El mercado mundial de banano, se caracterizó por una disminución en la oferta por parte de Ecuador y Filipinas, que habría sido compensada parcialmente por aumentos en las exportaciones de Costa Rica y Colombia y, en menor medida, por Guatemala<sup>14</sup>, lo cual incrementó el precio internacional. Lo anterior, permitió un incremento en el valor de las exportaciones de ese producto de 12.4%, el cual resulta del aumento de 10.3% en el volumen y de 2.0% en el precio medio. Vale destacar que en 2013, el 97% de la producción del país se destinó al mercado estadounidense, como ha sido usual en los últimos años.

En contraste, las exportaciones de café disminuirían 22.9%, debido fundamentalmente a la caída en el precio medio (21.0%), asociada a la sobreoferta del grano en el mercado mundial ante mayores cosechas en Brasil, India y Vietnam, mientras que el volumen exportado disminuiría 2.3%, ello a pesar de que existía la expectativa en el país de que las ventas del grano se reducirían

<sup>13</sup> A dicho país se destina alrededor de 92% de las exportaciones de artículos de vestuario

<sup>14</sup> La mayor oferta exportable de Guatemala, obedece, entre otros factores, a la mayor productividad de las plantaciones por condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras del país.

significativamente debido al efecto de la roya en la producción nacional. El valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos registró una caída, también, por la reducción del precio en los mercados internacionales, particularmente de oro y plata. No obstante, en términos de volumen, las exportaciones del país aumentarían levemente (aproximadamente 1.0%). En cuanto al cardamomo, el valor de las exportaciones se contraería 17.4%, relacionado con una caída tanto del precio internacional (15.6%), dada la mayor producción de India y de Guatemala, como del volumen exportado (2.1%)<sup>15</sup>.

En el caso de las importaciones, en el aumento previsto en el valor de éstas de 4.0% influiría, principalmente, la relativa estabilidad de los precios de petróleo y sus derivados, la disminución de precios que se observó en varios cereales a nivel mundial, así como bajos niveles inflacionarios en las economías avanzadas que contribuirían al incremento moderado que se observó en el precio medio de los bienes que el país importa (2.5%), lo cual combinado con el aumento previsto en el volumen de 2.4%, explicaría el dinamismo de las importaciones. Los incrementos que reflejaron los diferentes grupos de bienes importados (bienes de capital, 9.7%; bienes de consumo, 4.5%; materias primas y productos intermedios, 4.5%; y combustibles y lubricantes, 2.6%), confirman lo indicado.

El incremento en las transferencias corrientes de la balanza de pagos se explica fundamentalmente por el aumento que registrarían las remesas familiares, ante la recuperación que ha experimentado el mercado laboral de Estados Unidos de América (país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos) y que prácticamente habrían contribuido a compensar el saldo deficitario de la balanza comercial.

En el 2013 el saldo positivo en la cuenta de capital y financiera (US\$2,285.8 millones), resultado del incremento de la inversión extranjera directa (5.0%) y que se destinó, principalmente, a los sectores relacionados con explotación de minas y canteras, bancos y electricidad y de los desembolsos externos para el financiamiento del sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito) y del sector público (Bonos del Tesoro y préstamos); habría permitido compensar el déficit en

---

<sup>15</sup> Tomando en cuenta la reducción del precio internacional, se asume que la mayor producción de cardamomo del país no se convertiría en un incremento en la oferta exportable, sino de los inventarios.

cuenta corriente de la balanza de pagos y un incremento de US\$480.0 millones en los Activos de Reserva del Banco de Guatemala, equivalente al aumento de US\$400.0 millones en las Reservas Internacionales Netas (RIN).

## **7. Finanzas públicas**

Las finanzas públicas iniciaron en 2013 con expectativas optimistas en torno a la implementación de la reforma tributaria aprobada en 2012, cuyo objetivo era fortalecer los ingresos del Estado, que, según la autoridad fiscal, generaría un aumento en la carga tributaria de 1.1 puntos porcentuales en 2013. Sin embargo, dicho impacto no se materializó completamente ante las dificultades para la implementación plena de la reforma, derivado de varios recursos de inconstitucionalidad planteados por diferentes sectores. Ante dicha situación, recientemente fueron aprobadas algunas modificaciones a la referida ley. En adición, la recaudación tributaria se vio mermada por la evolución de los impuestos relacionados a las importaciones que, según el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), obedeció fundamentalmente a los problemas en las aduanas del país. De acuerdo con las últimas estimaciones del MFP, la carga tributaria se ubicaría al finalizar 2013 en 11.0% del PIB (10.9% del PIB en 2012), lo que sería indicativo de que el aumento en la recaudación tributaria derivado de la reforma indicada fue inferior a lo esperado.

El gasto público evolucionó con mayor dinamismo durante el primer semestre del año favorecido por la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional; no obstante, se contrajo durante el segundo semestre del año debido al retraso en la aprobación de dos préstamos de apoyo presupuestario, uno por US\$200.0 millones del Banco Mundial y el otro por US\$237.2 millones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), cuyo destino principal sería el pago del servicio de la deuda pública, situación que obligó al MFP, por una parte, a reorientar recursos de ingresos corrientes para el cumplimiento de las obligaciones de la deuda pública y, por la otra, a colocar Letras de Tesorería para evitar una mayor contención del gasto público. Cabe indicar que dichas Letras de Tesorería fueron amortizadas a inicios de diciembre, conforme lo programado.

Con información del MFP, el déficit fiscal se ubicaría en

2.2% del PIB al finalizar 2013 (menor al 2.5% del PIB, contenido en el presupuesto vigente), sobre la base de que se recibe el desembolso del préstamo proveniente del BID de US\$237.2 millones. Con relación a la razón deuda pública total respecto del PIB, esta cerraría en alrededor de 25.0%, por debajo del valor crítico, según estándares de los organismos financieros internacionales.

### C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2013

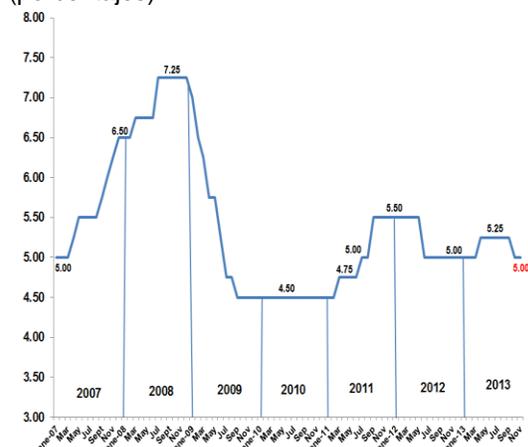
Conforme el calendario previsto, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido dicha tasa en 5.0% en sus reuniones de febrero y marzo, dicho cuerpo colegiado decidió aumentarla a 5.25% en abril. En dicha decisión tomó en consideración, en el ámbito externo, que los pronósticos de crecimiento económico mundial continuaban evidenciando una recuperación económica gradual, aunque moderada; en el ámbito interno, se evidenciaba el dinamismo de algunos indicadores de la actividad económica que denotaban presiones de demanda agregada, que podrían afectar el comportamiento futuro de la inflación.

En las reuniones efectuadas en junio, julio y septiembre, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 5.25%, tomando en cuenta varios factores, entre ellos, que la actividad económica mundial continuaba recuperándose a un ritmo moderado en un entorno con riesgos a la baja, principalmente en los países avanzados, que los precios internacionales del maíz y del trigo mostraban una tendencia a la baja, y que la actividad económica seguía evidenciando un ritmo de crecimiento consistente con lo previsto, el cual se reflejaba en el comportamiento de varios indicadores de corto plazo, como el IMAE, el volumen del comercio exterior, las remesas familiares, el crédito bancario al sector privado y la recaudación tributaria.

En octubre, la Junta Monetaria decidió disminuir el nivel de la tasa de interés líder a 5.00%, tomando en consideración que la recuperación de la economía mundial continuaba aunque a un ritmo moderado, que el precio internacional del petróleo se había venido estabilizando, luego de registrar un repunte durante el

**Gráfica 18**

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

tercer trimestre, y que los precios internacionales del maíz y del trigo mostraban una tendencia a la baja. En el ámbito interno, destacó que la actividad económica evolucionaba conforme lo estimado, situación que se reflejaba en el comportamiento de los indicadores de corto plazo, que no vislumbraban presiones inflacionarias significativas para el cierre del año y que la inflación subyacente continuaba con tendencia a la baja. Ciertamente el ritmo inflacionario total seguía mostrando una tendencia a la baja, debido principalmente, a la moderación del precio de los alimentos.

En su reunión de noviembre, la Junta Monetaria decidió mantener el nivel de la tasa de interés líder en 5.00%, tomando en cuenta, que el balance de riesgos respecto del de octubre no mostró cambios relevantes.

La Junta Monetaria manifestó, en todas sus reuniones, que continúa dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, a efecto de adoptar las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el propósito de seguir fortaleciendo el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En adición al uso del instrumento de la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento central para moderar la liquidez primaria. Derivado de que en el año se observaron excedentes de liquidez asociados principalmente, al incremento de las RIN, al 30 de noviembre, las referidas operaciones registraron un crecimiento de Q2,037.4 millones, de los cuales el 65.7% corresponde al sector privado y el 34.3% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2012, el 16.2% de las OEM estaba colocado a plazos cortos, en tanto que al 30 de noviembre de 2013 la referida proporción disminuyó a 13.6%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 31.2% en diciembre de 2012 a 29.3% el 30 de noviembre de 2013, lo que dio como resultado que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo se incrementara en 4.5%. El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual al del año previo.

Por otra parte, la conducción de la política monetaria, bajo el esquema de metas de inflación requiere de un régimen de flexibilidad cambiaria, que coadyuve a que el banco central centre sus esfuerzos en la consecución del objetivo de inflación y el tipo de cambio flexible contribuya a absorber los choques externos. No obstante, la flexibilidad cambiaria no significa que el banco central deje de participar en el mercado de divisas en situaciones determinadas o excepcionales, ya sea porque se evidencia demasiada volatilidad o porque existen circunstancias que requieren de la moderación de movimientos inusuales y significativos en el comportamiento del tipo de cambio nominal. En ese contexto, de conformidad con la resolución JM-139-2012, del 26 de diciembre de 2012, la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario tiene como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. Durante el año, la participación en el mercado cambiario mediante la referida regla representó una mínima proporción del volumen negociado en el mercado institucional de divisas (0.47% de las compras y 0.16% de las ventas), lo cual confirma la flexibilidad del mercado cambiario guatemalteco, en el cual el tipo de cambio nominal es determinado fundamentalmente por las fuerzas del mercado y la participación del banco central fue poco significativa, ante la baja volatilidad cambiaria.

## IV. ESTIMACIONES DE CIERRE 2013 Y PERSPECTIVAS PARA 2014

### A. DEL ENTORNO EXTERNO

#### 1. Crecimiento económico

De acuerdo con el FMI, dadas las condiciones financieras globales y los menores riesgos de corto plazo, la economía mundial crecería 3.6% el próximo año (2.9% en 2013). Las economías avanzadas crecerán 1.2% en 2013 y mostrarían una aceleración en 2014 (2.0%); en tanto que las economías con mercados emergentes y en desarrollo mostrarán un mayor dinamismo en 2014 (5.1% frente a 4.5 % en 2013).

El impulso al crecimiento económico mundial en 2014 procedería, principalmente, de la recuperación económica de Estados Unidos de América, como resultado del menor impacto proveniente de la consolidación fiscal y la continuidad de condiciones monetarias acomodaticias, aunque éstas podrían variar, considerando que los mercados están cada vez más convencidos de que la política monetaria ya se encuentra en un punto de inflexión. La recuperación sostenida del mercado inmobiliario, la mayor riqueza de los hogares, las condiciones de financiamiento favorables y el crecimiento del crédito al sector privado, serían el sustento de dicha recuperación. No obstante, el FMI estima que dicho crecimiento estará condicionado, por una parte, a la autorización por parte del congreso estadounidense del gasto público discrecional y que el sector público lo ejecute conforme a lo proyectado y, por la otra, al incremento del techo de la deuda pública (lo que podría ocurrir en febrero de 2014). Hasta el momento las negociaciones políticas relativas al techo de la deuda no han sido concluyentes y el acuerdo político logrado a mediados de octubre, solamente postergó el problema.

En la Zona del Euro, la actividad económica podría mejorar, dado que en el segundo y tercer trimestres, por primera vez, luego de seis trimestres en recesión registró un leve crecimiento; no obstante, al finalizar 2013 todavía se registraría una contracción de 0.4% la cual podría tornarse positiva en 2014. En efecto, el escenario es relativamente alentador (crecimiento de 0.9%), debido a que las restricciones fiscales tenderán a disminuir; aunque las condiciones crediticias continuarán siendo limitadas, dada la debilidad de la demanda interna y la fragmentación financiera, particularmente en los países de la periferia, lo que a su vez,

implicaría que la tasa de desempleo siga en niveles elevados y que los niveles de inflación continúen por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (2.0%). Ante este escenario es evidente que los retos para reducir la fragmentación financiera y fortalecer la unión monetaria, todavía persisten.

En Japón, el crecimiento esperado para 2013 de 1.9%, impulsado por la flexibilización cuantitativa y cualitativa de la política monetaria y por el mayor gasto público (el FMI estima que el estímulo fiscal podría ser equivalente al 1.4% del PIB), podría desacelerarse a 1.5% en 2014, debido a los planes de consolidación fiscal, aunado al estancamiento de los salarios y al aumento previsto al impuesto sobre ventas; el nivel de precios podría incrementarse más allá de la meta de inflación de mediano plazo (2.0%), dado el agresivo estímulo monetario.

Para las economías con mercados emergentes, especialmente la República Popular China y América Latina, luego de la moderada desaceleración en 2013, en 2014 la actividad económica podría recuperarse, apoyada en las exportaciones, las cuales a su vez estarán impulsadas por una mejora en el crecimiento de las economías avanzadas, en el volumen del comercio global y en el consumo privado debido a menores niveles de desempleo. En la República Popular China se anticipa que el gobierno no promoverá mayores estímulos a la economía, lo que sería consistente con la transición hacia un modelo de crecimiento más balanceado y sostenible. En ese contexto, la economía china crecería 7.6% en 2013 y 7.4% en 2014. La moderación del ritmo de crecimiento, en adición a un escenario de estabilidad en los precios internacionales de las materias primas, permitirá que la inflación en dicha economía se mantenga en torno a 3.0% en ambos años.

Por su parte, el crecimiento de América Latina y el Caribe luego de la leve desaceleración a 2.7% en 2013 (2.9% en 2012) se prevé un crecimiento de 3.1% para 2014. En las economías con sistemas financieros más integrados (Chile, Colombia y Perú), el PIB se acelerará en 2014, debido a la reducción del desempleo, así como al sostenido crecimiento del consumo y el crédito bancario, aspectos que permitirán que el producto se ubique cerca de su potencial, lo que podría sugerir que la inflación permanecería relativamente contenida.

En la economía brasileña, la debilidad del consumo interno, que ha sido afectado por una inflación por encima de la meta la

mayor parte del año, ha provocado una caída en los ingresos reales de las familias, lo que constituye una de las razones por las cuales el Banco Central ha venido incrementando la tasa de interés de política monetaria; sin embargo, para 2014 se estima que el crecimiento podría recuperarse, ante la mayor estabilidad de precios y las mejores perspectivas de las economías avanzadas, por lo pronto, el consenso de los pronósticos apunta a un crecimiento de 2.5%, igual que el que se anticipa para 2013. En México la actividad económica registraría un crecimiento de 1.3%, una desaceleración considerable respecto de 2012 (3.6%), debido al menor gasto del gobierno, a la contracción del sector construcción y a una menor demanda de productos y servicios mexicanos por parte de Estados Unidos de América, su principal socio comercial. No obstante, se espera que en 2014 el crecimiento se recupere gradualmente (3.2%), debido a la mejora en la actividad manufacturera ante un panorama más alentador en la economía estadounidense, aunado a los resultados positivos provenientes de las reformas estructurales impulsadas recientemente por el gobierno mexicano. En este contexto, se espera que ante la ausencia de presiones de demanda, la inflación se mantenga estable y en torno a la meta de política monetaria del Banco de México.

Cabe destacar que según el FMI, persisten los riesgos a la baja en las perspectivas para la economía mundial, destacando las preocupaciones por el largo periodo de débil crecimiento, así como las constantes tensiones derivadas de la falta de consenso en la aprobación del presupuesto del gobierno federal en Estados Unidos de América y las negociaciones en torno al límite de la deuda federal. Por su parte, los mercados financieros internacionales se han estrechado nuevamente debido a la probabilidad de que la Reserva Federal inicie el retiro gradual de su estímulo monetario, lo cual ha afectado, en mayor medida, a las economías con mercados emergentes y en desarrollo. Los riesgos geopolíticos permanecen, lo que representa incertidumbre para el comportamiento del precio internacional de algunas materias primas, principalmente el petróleo. Sin embargo, los riesgos parecieran estar ahora más balanceados, ante todo si se toma en cuenta el incremento en la confianza en Estados Unidos de América y en Japón, así como por un panorama más alentador para la Zona del Euro.

Otros expertos internacionales consideran, que a pesar de que los indicadores de confianza de los agentes económicos han mejorado y que la volatilidad de los mercados financieros se ha moderado considerablemente desde la crisis de la deuda soberana de la Zona del Euro, las perspectivas económicas globales para 2014 continúan acotadas por algunos riesgos, aunque comparten que los mismos están ahora más balanceados. Entre los principales riesgos destacan: i) los efectos de mediano y largo plazo de los estímulos monetarios de las principales economías avanzadas; ii) las preocupaciones por el largo periodo de débil crecimiento económico mundial; iii) la probabilidad de que se repitan episodios de tensión financiera global, ante la falta de consenso en la aprobación del presupuesto del gobierno federal en Estados Unidos de América y las negociaciones en torno al límite de la deuda federal; iv) los riesgos geopolíticos, que pueden incidir en el precio internacional de algunas materias primas, principalmente el petróleo; y v) el efecto que el retiro de los estímulos monetarios en la economía estadounidense pueda tener sobre las economías emergentes, particularmente aquellas con altos déficit en cuenta corriente.

## **2. Inflación internacional**

En Estados Unidos de América, la FED continúa ubicando su estimación de inflación por debajo de la meta de 2.0% (entre 1.3% y 1.8%), debido a que espera menor presión asociada a la evolución de los precios de la energía. Otros entes internacionales prevén inflaciones de 1.2% para 2013 y de 1.7% para 2014.

El FMI prevé que las presiones inflacionarias en la Zona del Euro se mantendrán contenidas en 2013 (1.3%) y en 2014 (1.4%), por lo que se espera que la política monetaria continúe siendo laxa, en apoyo de la recuperación económica.

En la República Popular China, la inflación se mantendría contenida en 2013 y en 2014 en alrededor de 3.0%, como resultado de las perspectivas estables de los precios mundiales de las materias primas, sobre todo de los alimentos, y al hecho de que las autoridades se abstendrían de implementar una expansión monetaria.

Por su parte, la inflación en América Latina podría desacelerarse en 2014 al pasar de 6.9% a 6.4%. A pesar que se considera que las presiones inflacionarias están relativamente

contenidas en la región (especialmente en Colombia, Perú y Chile), se estima que de los países con metas explícitas de inflación, Brasil cierre 2013 con una inflación de 5.9% y que disminuya levemente en 2014 (5.8%). Para Centroamérica se proyecta una inflación de 5.0% en 2013 y de 4.9% para 2014 (ver cuadro 4).

#### Cuadro 4

Proyecciones de Actividad Económica y de Inflación de los Socios Comerciales del País (porcentajes)

	PIB			INFLACIÓN		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	2.8	1.7	2.6	1.8	1.2	1.7
El Salvador	1.9	1.6	1.6	0.8	2.3	2.6
Honduras	3.9	2.8	2.8	5.4	5.5	5.0
Zona del Euro	-0.6	-0.4	0.9	2.2	1.3	1.4
México	3.6	1.3	3.2	4.0	3.3	3.1
<b>Otros socios</b>						
Colombia	4.0	3.7	4.2	2.4	2.4	3.0
Japón	2.0	1.9	1.5	-0.2	0.7	3.5
Brasil	0.9	2.5	2.5	5.8	5.9	5.8
Chile	5.6	4.4	4.5	1.5	2.6	3.0
Perú	6.3	5.4	5.7	2.6	2.8	2.2
Reino Unido	0.2	1.4	2.1	2.6	2.7	2.3
China	7.7	7.6	7.4	2.5	3.0	3.0
<b>Mundial</b>	3.2	2.9	3.6	3.9	3.7	3.8
-Economías avanzadas	1.5	1.2	2.0	1.7	1.3	1.9
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.9	4.5	5.1	6.2	6.0	5.5
-América Latina y el Caribe	2.9	2.7	3.1	5.9	6.9	6.4
-América Central	3.8	3.1	3.1	4.2	5.0	4.9
<b>Principales socios</b>	2.5	1.6	2.4	2.2	2.0	2.3

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre 2013. Consensus Forecasts a noviembre de 2013 y reporte de la Unidad de Inteligencia de The Economist a diciembre de 2013.

## B. DEL ENTORNO INTERNO

### 1. Balanza de pagos

Para 2014, tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial el comportamiento de comercio exterior y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos alcance un déficit equivalente a 3.3% del PIB. En dicho resultado incidiría el incremento en el déficit comercial, en el de renta y en el de servicios que, en conjunto, aumentarían 8.5% con relación a 2013. Dicho déficit sería parcialmente compensado por el ingreso neto de transferencias corrientes (principalmente remesas familiares), que

registraría un crecimiento de 6.7% (ver Anexo 2).

El comportamiento del comercio exterior se espera sea congruente con la aceleración del comercio mundial previsto para 2014 (4.9% según el FMI, 2.9% en 2013). El valor FOB de las exportaciones<sup>16</sup>, se prevé aumento entre 5.2% y 7.5%, debido al proceso de recuperación paulatina de la actividad económica de los principales socios comerciales y al hecho de que no se anticipan nuevos descensos en los precios de los principales productos de exportación y, en menor medida, a las expectativas positivas derivadas del Acuerdo de Asociación con la Unión Europea; mientras que las importaciones de bienes, en términos de valor, aumentarían entre 5.4% y 7.7%, debido a mayores niveles esperados de inversión y de consumo nacional.

El valor FOB de las exportaciones de los principales productos aumentaría 3.0%, mientras que el de los otros productos 9.1%. En el caso de las exportaciones de azúcar, banano y cardamomo, se incrementarían, como resultado de aumentos moderados en el volumen exportado y en el precio medio de exportación, ante un incremento esperado en la demanda de los principales países compradores. En tanto que, en el caso de las exportaciones de café, se espera una disminución del volumen exportado, debido a la presencia de roya en las plantaciones.

En lo que respecta a las importaciones, destacaría el incremento en los rubros de bienes de capital (8.4%), materiales de construcción (8.4%), bienes de consumo (8.3%), materias primas y productos intermedios (8.1%) y combustibles y lubricantes (5.6%), en consistencia con los mayores niveles previstos de demanda interna.

Por su parte, las remesas familiares aumentarían 7.2%, reflejando las mejores perspectivas económicas en Estados Unidos de América, que redundarían en una mejora en los niveles de empleo.

El déficit en cuenta corriente sería financiado por el saldo positivo en la cuenta de capital y financiera, resultado del incremento previsto en la inversión extranjera directa por alrededor de 8.0%, ante la mejora en el clima de negocios y una adecuada gestión macroeconómica, así como por la continuidad de recursos para el financiamiento externo, tanto al sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito) como al sector público

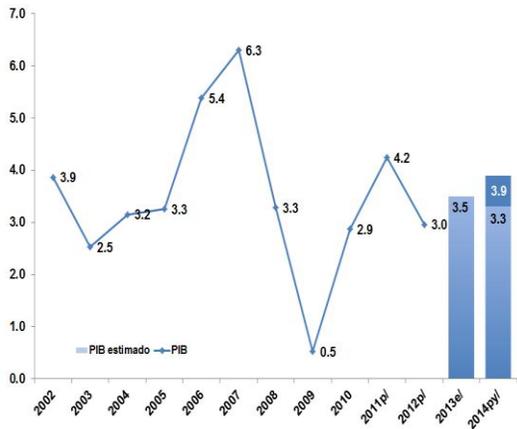
---

<sup>16</sup> Para efectos de la proyección se usaron los límites superiores de los rangos citados.

(principalmente, desembolsos de empréstitos). Como resultado, se espera una acumulación de Activos de Reserva del Banco de Guatemala por US\$50.0 millones, equivalente al incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN), lo que permitirá mantener la solidez del sector externo del país.

### Gráfica 19

Producto Interno Bruto  
(variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares  
e/ Cifras estimadas  
py/ Cifras proyectadas  
Fuente: Banco de Guatemala.

## 2. Actividad económica

Como se mencionó, se estima que la tasa de crecimiento de la actividad económica en 2013 cierre en 3.5%. En cuanto a las perspectivas para 2014, tomando en cuenta las proyecciones de crecimiento económico de los principales entes y organismos financieros internacionales para la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala) y las condiciones económicas internas, se prevé que el crecimiento del PIB para 2014 se ubique en un rango de entre 3.3% y 3.9%, ver Anexo 3.

Por el lado de la demanda interna, se estima que ésta continúe dinámica, impulsada por el consumo privado mientras que, por el lado de los sectores productivos, se estiman tasas de crecimiento interanuales positivas en todas las actividades económicas. A continuación se presenta un detalle sobre las proyecciones de actividad económica para 2014.

### a) Demanda agregada

Para la demanda interna, integrada por el gasto de consumo final (privado y público) y la formación bruta de capital, se prevé una tasa de crecimiento de 3.9% en 2014, superior a la estimada para 2013 (3.5%). Este dinamismo continuaría siendo impulsado por el comportamiento del gasto de consumo privado, especialmente por el comportamiento positivo de las remesas familiares, por las facilidades de acceso al crédito bancario; así como por la evolución estable del ingreso, asociada al comportamiento positivo del empleo formal y la estabilidad de los precios internos. En cuanto al gasto de consumo del gobierno general se estima un crecimiento de 9.6% en 2014, asociado al comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y a la compra de bienes y servicios. Para la formación bruta de capital fijo se prevé un crecimiento de 4.0% (3.1% en 2013), derivado del comportamiento previsto en la inversión en bienes de capital de origen importado y la continuación de la recuperación en la inversión en construcción.

Con relación a la demanda externa, se estima que las

exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, crezcan 3.7% en 2014, resultado asociado, principalmente, al aumento esperado en la demanda de los principales socios comerciales del país. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios, estarían creciendo 4.5%, en congruencia con las necesidades de la economía interna de insumos importados.

#### **b) Actividad sectorial**

Tomando en consideración la contribución de cada sector al crecimiento económico para 2014, a continuación se detallan los principales factores que estarían explicando el mayor dinamismo de cada sector.

El sector industrias manufactureras (con una participación de 17.9% en el PIB) se prevé crezca 3.6% (3.5% esperado para 2013), explicado por el mayor dinamismo previsto en la actividad de fabricación de textiles y prendas de vestir, asociada a una mayor demanda externa y al dinamismo de las actividades relacionadas con aserrado y productos de madera; papel, edición e impresión; productos de caucho y plásticos, entre otras.

La administración pública y defensa (con un peso relativo de 8.4% en el PIB) registraría una tasa de crecimiento de 7.5%, mayor a la esperada para 2013 (7.3%), resultado del pago de remuneraciones previsto.

En cuanto a los servicios privados (con una participación de 16.0% en el PIB, se estima un crecimiento de 3.5% (3.4% para 2013), congruente con el aumento previsto en la demanda intermedia en la mayoría de actividades económicas; así como de las expectativas favorables en el gasto de consumo privado y público.

El comercio al por mayor y al por menor (que representa 11.5% del PIB) se espera que crezca 3.4%, superior en 0.2% respecto a la estimación para el año anterior, debido al mejor desempeño esperado en la producción de bienes manufacturados y las importaciones de bienes.

El sector transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.6% en el PIB) crecería 3.4% (3.6% en 2013), resultado del crecimiento esperado en la demanda de transporte de carga, así como a las perspectivas respecto del ingreso de turistas al país. En cuanto a la

sub-actividad de comunicaciones, se prevé que mantenga un comportamiento positivo asociado a la constante innovación de servicios asociados a la comunicación celular (servicios de datos, internet, redes sociales, entre otros).

En cuanto a la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.4% en el PIB) registraría una tasa de variación de 2.4% (3.7% estimada para 2013), tomando en cuenta el crecimiento de los cultivos no tradicionales, principalmente de la producción de cereales y granos básicos, hortalizas y frutas, en tanto que el conjunto de cultivos tradicionales se vería afectado, especialmente, por los efectos de la presencia de la roya en las plantaciones de café.

El alquiler de vivienda (con un peso relativo de 10.0% en el PIB) registraría un crecimiento de 3.0% (igual al de 2013), asociado al desempeño esperado en el número de viviendas terminadas, como consecuencia de la evolución del rubro de edificaciones de la actividad construcción.

La intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 5.6% en el PIB) se prevé crezca 12.0% (similar al estimado para 2013), congruente con la mayor demanda de financiamiento para la actividad económica.

El sector de electricidad y captación de agua (con una participación de 2.8% en el PIB), crecería 4.5%, mayor en 0.3% a la estimación para 2013, debido al incremento esperado en la demanda para uso intermedio y final de energía eléctrica, asociado al mejor desempeño previsto en las actividades económicas y en el gasto de consumo final.

El sector construcción (con una participación de 2.7% en el PIB), continuaría con tasas moderadas de crecimiento (1.3% respecto a 0.6% esperado para 2013), debido, principalmente, al modesto crecimiento estimado de la superficie de construcción de edificaciones no residenciales, así como a la evolución prevista en la inversión pública.

En cuanto a la actividad Explotación de minas y canteras (con una participación de 0.6% en el PIB) se prevé crezca 5.6% (-1.2% estimado para el año previo), derivado, principalmente, del aumento en la extracción de minerales metálicos, ya que se anticipa que en 2014 inicien operaciones plantas extractoras de minerales metálicos en el interior del país (níquel y plata, principalmente).

### 3. Sector fiscal

Dado que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 no fue aprobado por el Congreso de la República<sup>17</sup>, regirá de nuevo el presupuesto del ejercicio fiscal 2013, de conformidad con lo dispuesto en el inciso b) del artículo 171 de la Constitución Política de la República de Guatemala. En ese contexto, derivado de que no se tiene certeza sobre las fuentes de financiamiento del presupuesto, se elaboraron dos posibles escenarios que sirvan de referencia para tener una perspectiva de las finanzas públicas para el próximo año.

#### a) Escenario base

En este escenario se consideran el techo presupuestario de gasto del presupuesto vigente para 2013. En ese contexto, los ingresos y donaciones ascenderían a Q54,558.0 millones, mayores en Q5,225.1 millones (10.6%) respecto a la estimación de cierre de 2013, en tanto que por el lado del gasto se prevé ejecutar Q64,591.6 millones, monto superior en Q5,772.2 millones (9.8%) con relación a la estimación de cierre de 2013. Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q10,033.6 millones, equivalente a 2.2% del PIB, porcentaje similar a la estimación de cierre de 2013. En lo que respecta al financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento interno neto sería de Q5,375.3 millones, resultado de negociaciones en el mercado interno por Q8,335.2 millones, vencimientos por Q2,918.7 millones y amortización de primas de deuda interna a largo plazo por Q41.2 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q4,432.9 millones, resultado de desembolsos por Q6,785.5 millones y amortizaciones por Q2,352.6 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q225.4 millones. La emisión de Bonos del Tesoro considerada en este escenario ascendería a Q5,416.5 millones, según el monto autorizado en el presupuesto vigente de 2013.

#### b) Escenario alternativo

Para el escenario alternativo se consideran los mismos ingresos y donaciones del escenario base, pero el techo de gasto corresponde al monto previsto en el proyecto de

---

<sup>17</sup> Eventos similares ocurrieron en los proyectos de presupuesto para 2004, 2007 y 2010. En esos años, el Organismo Ejecutivo por medio del Ministerio de Finanzas Públicas tuvo que solicitar ampliaciones presupuestarias al Congreso de la República.

presupuesto para 2014, por lo que los mismos se ubicarían en Q66,861.5 millones, mayores en Q8,042.1 millones (13.7%) con relación a la estimación de cierre de presente año, lo que implicaría un mayor déficit fiscal, al elevarse a Q12,303.5 millones, equivalente a 2.7% del PIB, superior a la estimación de cierre de 2013 (2.2% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento interno neto sería el mismo del escenario base, mientras que el financiamiento externo neto ascendería a Q5,765.8 millones, resultado de desembolsos por Q8,118.4 millones y amortizaciones por Q2,352.6 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q1,162.4 millones. Este escenario de materializarse constituiría un retroceso en la senda de consolidación fiscal del país, dado que el déficit fiscal que se alcanzaría sería superior al de los dos años precedentes.

Vale indicar que en ambos escenarios no se prevé el traslado de los bonos del tesoro al Banco de Guatemala para cubrir las deficiencias netas del ejercicio fiscal 2012 (Q1,401.8 millones), en virtud de que en el presupuesto para 2013, el Congreso de la República excluyó la asignación presupuestaria para ese propósito. Sin embargo, tomando en cuenta que este escenario requeriría una ampliación presupuestaria, los departamentos técnicos consideran prudente incluir la referida deficiencia neta en dicha ampliación, por lo que el déficit fiscal podría reducirse a 2.4% del PIB.

Es importante agregar que al cobrar vigencia el presupuesto 2013 el próximo año, el Congreso de la República tiene la facultad de modificar o ajustar los techos presupuestarios, siempre que lo solicite el Organismo Ejecutivo, con la finalidad de darle viabilidad a la ejecución del presupuesto, por lo que los referidos escenarios (base y alternativo) pueden presentar variantes.

#### **4. Sector monetario**

En un marco de política monetaria fundamentado en un esquema de metas explícitas de inflación, si bien los agregados monetarios y de crédito no están sujetos a una meta de crecimiento, su evaluación y seguimiento es relevante para el análisis tanto de la inflación como del crecimiento económico. En ese sentido, en los últimos años se han observado algunos

cambios cualitativos relativos al comportamiento de la emisión monetaria que son importantes para las previsiones de la misma en el corto y mediano plazos. En efecto, el análisis de dicha variable muestra que las preferencias del público por tener dinero en efectivo (demanda transaccional) se han reducido considerablemente, fenómeno asociado, como se indicó en la parte evaluativa, a las innovaciones que se han venido introduciendo en el sistema bancario nacional y al incremento de la bancarización (tanto en indicadores de acceso como de uso). Se prevé que la variación interanual de la emisión monetaria se ubique en un rango entre 6.0% y 8.0% para diciembre de 2013 y entre 6.8% y 8.8% para diciembre de 2014, las cuales son congruentes con las estimaciones de crecimiento económico y con la meta de inflación, previstas para esos años.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, han sostenido un comportamiento dinámico, asociado al incremento del multiplicador de los medios de pago, el cual es reflejo del proceso de creación secundaria de dinero y de la confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional. De conformidad con la información observada a noviembre de 2013 y con las estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la variación relativa interanual de los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) para finales de 2013 y de 2014 podría situarse entre 8.0% y 10.0% y entre 10.0% y 12.0%, en su orden.

El crédito bancario al sector privado es la principal fuente de financiamiento de la actividad económica. La importancia de dar seguimiento a su comportamiento deviene, al igual que en el caso de la emisión monetaria y de los medios de pago, de la relación de éste con la demanda agregada, las tasas de interés, la inflación y la estabilidad financiera. En efecto, la relación entre el crédito bancario al sector privado y el producto interno bruto es por lo regular más estrecha que la relación entre éste y el dinero. No obstante, el proceso de otorgamiento de créditos a largo plazo con recursos de corto plazo implica un riesgo relevante para el sistema bancario que debe ser gestionado por las instituciones. En ese sentido, cobra especial relevancia el origen de las fuentes de financiamiento, dado que si los recursos son internos, el manejo de los riesgos y las medidas de política monetaria tienen un enfoque distinto respecto de si los recursos provienen de fuentes externas.

Adicionalmente, el crédito bancario en condiciones normales debería crecer a un ritmo compatible con el crecimiento del PIB (factor de demanda) y con el aumento de las captaciones (factor de oferta). En ese contexto, vale puntualizar que actualmente el crédito está creciendo por arriba del PIB nominal y de las captaciones bancarias y la expansión del crédito en moneda extranjera ha sido financiada principalmente con la utilización de líneas de crédito que los bancos del sistema tienen contratadas con sus corresponsales extranjeros.

Tomando en cuenta los factores señalados se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 15.0% y 17.0% para diciembre de 2013 y entre 15.5% y 17.5% para diciembre de 2014.

En un marco de política monetaria basado en un esquema de metas explícitas de inflación, los agregados monetarios no están sujetos al cumplimiento de metas crecimiento. Sin embargo, el programa monetario, lejos de perder relevancia, continúa siendo de mucha utilidad para la toma de decisiones de la autoridad monetaria, dado que el rigor metodológico de su construcción brinda una visión global y respeta la consistencia de las principales interrelaciones económicas, ayudando a identificar desviaciones en las diferentes variables de la economía, respecto de niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos.

Dado que no se aprobó el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 por parte del Congreso de la República y que fue necesario construir dos escenarios fiscales, también fue necesario elaborar dos posibles escenarios monetarios, los cuales podrían tener variantes el próximo año, pero constituyen un referente de las perspectivas fiscales. Dichos escenarios guardan consistencia con la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual y con el crecimiento previsto del PIB real, así como con las estimaciones del sector externo.

En el escenario base, las principales variables del programa monetario para 2014 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q1,972.0 millones; b) un incremento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$50.0 millones; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por

Q225.0 millones; d) un aumento del encaje de los bancos del sistema por Q2,460.0 millones; y e) una reducción en las operaciones de estabilización monetaria (OEM) por Q1,907.0 millones.

En el escenario alternativo, derivado de una recomposición en la situación financiera por parte del gobierno para el ejercicio fiscal 2014, habría una utilización de caja por Q1,162.0 millones y un aumento de las OEM, respecto del escenario base, un aumento de las reservas monetarias internacionales de US\$200.0 millones en tanto que el resto de variables (excepto la deficiencia neta estimada) se mantendría sin cambios (ver Anexo 2).

## V. RECOMENDACIÓN

Los departamentos técnicos, en virtud de lo expuesto, se permiten recomendar a la Junta Monetaria lo siguiente:

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2013.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

# ANEXOS

## ANEXO 1

### REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

La política monetaria, cambiaria y crediticia está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012 y JM-62-2013, dentro de dicha resolución se prevé que la misma se revise por lo menos una vez al año, y, de ser el caso, se proponga las modificaciones que se consideren convenientes a la política monetaria, cambiaria y crediticia.

En el esquema de metas explícitas de inflación, vigente desde 2005, la meta de inflación se constituye en el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de dicha autoridad y las expectativas de los agentes económicos.

Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento al Índice de Precios al Consumidor (IPC) que calcula el Instituto Nacional de Estadística. Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo a un calendario que define con anticipación la autoridad monetaria; también se establece que se dará seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, crediticio, cambiario y fiscal, entre otras. Muchas de esas variables se sustentan en el uso de herramientas cuantitativas de pronóstico con el propósito de que exista un balance integral y con suficientes elementos que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis del ciclo económico y anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la tendencia de los precios internos y tomar las decisiones que se considere pertinentes de manera oportuna, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de la política monetaria. En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se propone a la misma es resultado del esfuerzo que han venido realizando los departamento técnicos del Banco Central por contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento. En adición, es importante resaltar que desde que se implementó el esquema de metas de inflación se planteó que en la medida necesaria se fuera proveyendo mayor flexibilidad al régimen cambiario, razón por la cual en esta ocasión se hace un análisis de la evolución del mercado cambiario

y la conveniencia de continuar dándole mayor flexibilidad. Finalmente se presenta el calendario de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

## **A. POLÍTICA MONETARIA**

### **1. Variables indicativas**

Las variables indicativas constituyen un conjunto de indicadores cuyo fin es proporcionar una orientación a la política monetaria respecto de los factores que pueden modificar las condiciones monetarias y, por ende, influir en la trayectoria futura de la inflación. Actualmente se utilizan las siguientes: el ritmo inflacionario total proyectado, el ritmo inflacionario subyacente proyectado, las expectativas de inflación del panel de analistas privados, la tasa de interés parámetro y la tasa de interés de política monetaria proyectada por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS).

Tomando en cuenta que un análisis integral de riesgos requiere de un proceso dinámico de investigación que permita determinar la utilización de herramientas analíticas y métodos econométricos sofisticados para la realización de pronósticos y simulaciones de política, que puedan servir de apoyo a la formulación, implementación y comunicación de la política monetaria, el uso de dichas variables indicativas no debe ser limitativo. En ese sentido, en la medida en la que sea posible contar con más herramientas de análisis, éstas deben ir complementando aquellas que inicialmente se identificaron. Por tal motivo, se desarrolló un nuevo modelo macroeconómico, que vendría a perfeccionar el análisis que hoy en día se obtiene del uso del MMS, esta nueva herramienta se ha denominado Modelo Macroeconómico Estructural (MME), cuya construcción, calibración y especificación ha estado a cargo de los técnicos del Banco de Guatemala con asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional.

El MME es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) microfundado que consiste en un sistema de ecuaciones simultáneas que representa la interrelación matemática e intertemporal entre las principales variables macroeconómicas (internas y externas) de una economía pequeña y abierta, como es el caso de la economía

guatemalteca. El MME permite llevar a cabo simulaciones que sirven de base para el análisis de la política monetaria, así como pronósticos de las diferentes variables macroeconómicas que lo integran, en donde el pronóstico de la tasa de interés líder es relevante. Cabe indicar que la estructura del MME es similar a la de modelos DSGE utilizados tanto en bancos centrales de países industrializados, como en bancos centrales de países latinoamericanos. Ejemplos de modelos DSGE utilizados en países industrializados son: BEQM (*Bank of England Quarterly Model*, Banco de Inglaterra), ToTEM (*Terms of Trade Economic Model*, Banco de Canadá), KITT (*Kiwi Inflation Targeting Technology*, Banco Central de Nueva Zelanda), NEMO (*Norwegian Economy Model*, Banco Central de Noruega), RAMSES (*Riksbank Aggregate Macromodel for Studies of the Economy of Sweden*, Banco Central de Suecia) y SIGMA (*A New Economy Model for Policy Analysis*, Reserva Federal de los Estados Unidos de América). Dentro de los modelos DSGE de países latinoamericanos destacan: SAMBA (*Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach*, Banco Central de Brasil), PATACON (*Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs*, Banco de la República de Colombia), MAS (*Model for Analysis and Simulations*, Banco Central de Chile) y MEGA-D (*Modelo de Equilibrio General Agregado con Dolarización parcial para la economía peruana*, Banco de Reserva del Perú).

El MME incluye, entre otras, las características técnicas siguientes:

i. Distingue entre familias con y sin acceso al mercado financiero. Esto permite reflejar el grado de acceso al mercado financiero nacional y sus efectos sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

ii. Incluye remesas familiares como fuente de ingreso adicional para las familias. Dichos ingresos (netos) representan en su conjunto alrededor de 10% del Producto Interno Bruto (PIB) de Guatemala.

iii. Permite la desagregación de la inflación en dos componentes: inflación subyacente e inflación no subyacente, donde esta última incluye los precios de los productos de origen agrícola con alta volatilidad, así como los precios del maíz, del trigo y de los derivados del petróleo.

iv. Incorpora tres mecanismos de transmisión de la

política monetaria: a) canal de expectativas; b) canal de demanda agregada; y c) canal del tipo de cambio.

v. Permite la descomposición histórica de choques (por ejemplo: aumentos o reducciones del precio internacional del petróleo y sus derivados, cambios significativos en los precios internacionales del maíz y del trigo, y variaciones importantes en los precios de vegetales y legumbres), que facilita la comprensión de las trayectorias de las principales variables macroeconómicas, entre ellas, la inflación total, el crecimiento del producto interno bruto y el pronóstico de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Para guardar la consistencia de las variables indicativas en el índice sintético, el peso relativo que actualmente corresponde al MMS se compartiría en partes iguales con el MME, es decir que, para fines prácticos, se calculará el promedio aritmético de la tasa de interés líder de la política monetaria proyectada de los dos modelos.

## **2. Calendario de reuniones de la Junta Monetaria para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria**

Con el propósito de dar certeza a los agentes económicos respecto de las decisiones de la autoridad monetaria, el Banco de Guatemala deberá anunciar con antelación las fechas de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. En Anexo 4 se presenta el calendario propuesto para 2014.

## **B. POLÍTICA CAMBIARIA**

En un esquema de metas de inflación se considera importante la flexibilidad del tipo de cambio nominal, con el propósito de que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene un solo objetivo como ancla nominal (la inflación). Ello implica que el tipo de cambio nominal debe ser determinado por la interacción entre oferentes y demandantes en el mercado cambiario. Las principales ventajas de mantener un régimen de tipo de cambio flexible son: facilitar el ajuste de la economía ante choques reales; prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto y, en principio, atenuar los movimientos

de capitales especulativos.

En ese orden de ideas, el desarrollo del sistema financiero y la credibilidad de la política monetaria en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) permiten que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los choques internos y externos que enfrenta la economía. Ciertamente, el hecho de que exista credibilidad en el control de la inflación contribuye a impedir que variaciones en el tipo de cambio nominal (apreciación o depreciación cambiaria) generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de relativa estabilidad de precios internos, que constituye el objetivo fundamental del Banco Central.

En un mundo interdependiente, en el que prevalece la volatilidad internacional y la apertura de capitales, el mantener un compromiso cambiario (es decir que el tipo de cambio desempeñe la función de ancla nominal) no es sólo una tarea difícil sino que, como bien lo enseñan recientes experiencias, es un régimen de política monetaria potencialmente muy costoso e insostenible en el mediano plazo.

Sin embargo, en economías pequeñas y abiertas pueden existir razones para justificar la eventual participación del banco central en el mercado de divisas, particularmente porque muchas de estas economías se caracterizan por tener bajas tasas de ahorro, lo cual les hace vulnerables a cambios inesperados en la disponibilidad de financiamiento externo o en los flujos foráneos de capital. En adición, los supuestos de la teoría respecto al efecto que deben tener los flujos cambiarios en el mercado no siempre se cumplen en la realidad, lo cual es particularmente válido para economías pequeñas o con mercados emergentes. Ello puede asociarse a imperfecciones en los mercados cambiarios, en virtud de su bajo desarrollo, lo que hace que los participantes no siempre actúen de manera racional y se observen expectativas exacerbadas que terminan provocando conductas de manada<sup>18</sup>, en parte, explicadas por la asimetría en la información o por las externalidades. Por tanto, dichas imperfecciones pueden requerir el uso de opciones de política cambiaria para suavizar los

---

<sup>18</sup> Por ejemplo, si existieran expectativas de depreciación, los agentes económicos pueden exacerbar éstas, si piensan que el tipo de cambio nominal seguirá depreciándose, por lo que tratan de comprar la mayor cantidad de divisas posible para protegerse de una depreciación mayor, lo que tiende a agudizar la depreciación. En el caso opuesto si las expectativas fueran de apreciación, los agentes económicos tratarían de vender más rápidamente sus tenencias de divisas, provocando una mayor oferta que se traduciría en una apreciación más acelerada de lo esperado, provocando efectos en la competitividad.

cambios en el mercado cambiario, lo que, entre otras formas, puede lograrse mediante el uso de reglas de intervención del banco central en dicho mercado. Sin embargo, dicha participación debe ser vista como un proceso de transición hacia una mayor flexibilidad que contribuya a minimizar los efectos de choques externos, en tanto se va avanzando en la profundización o mayor integración a los mercados financieros; es decir, que sin eliminarse la posibilidad de que el tipo de cambio nominal actúe como un estabilizador automático frente a los impactos de dichos choques, los agentes económicos puedan ir familiarizándose con mayores niveles de volatilidad. Por ello, la participación debe tener como único propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia<sup>19</sup>.

En adición, la flexibilidad cambiaria significa que la autoridad monetaria no debe estimular tendencias del tipo de cambio nominal que favorezcan a determinado sector económico. Por ese motivo, la participación en el mercado cambiario mediante una regla debe ser simétrica, transparente y comprensible a los mercados, características que definen a la actual regla cambiaria utilizada en el país, de lo contrario se perdería la función de estabilizador automático que debe tener el tipo cambio nominal. Dicha simetría también cumple con la premisa de que el tipo de cambio nominal debe absorber choques externos en ambas vías; es decir, en episodios de apreciaciones y en episodios de depreciaciones (respetando su tendencia). Además de la simetría de la regla, si bien es importante seguir transitando hacia una mayor flexibilidad, ello debe continuar realizándose de manera gradual, en la medida que los mercados financieros llegan a ser más profundos, lo que a su vez iría incentivando el desarrollo de un mercado de futuros y de coberturas cambiarias para que los agentes económicos, en la medida que se van familiarizando con mayores niveles de volatilidad, también puedan protegerse ante eventuales cambios inusuales en el tipo de cambio nominal<sup>20</sup>, con nuevos instrumentos de mercado.

En Guatemala el régimen cambiario es flexible y la regla de participación ha contribuido al desarrollo ordenado del mercado.

---

<sup>19</sup> El FMI, en varias asistencias técnicas proporcionadas al país, ha sugerido un incremento gradual de la volatilidad del tipo de cambio nominal, aspecto que iría en la dirección de mejorar el funcionamiento del mercado cambiario.

<sup>20</sup> El FMI también ha indicado que un tipo de cambio nominal muy estable en el país no permite el desarrollo de un mercado cambiario más líquido y profundo, al mismo tiempo que impide el desarrollo de instrumentos que permitan a los agentes económicos cubrirse ante una mayor volatilidad cambiaria provocada por choques, lo que hace que el Banco Central tenga que absorber el costo de proporcionar dicha protección mediante la regla.

El tipo de cambio nominal es determinado fundamentalmente por las fuerzas del mercado y los datos históricos reflejan que la volatilidad de dicho tipo de cambio ha sido muy baja. El tipo de cambio del quetzal ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad. Durante el año el quetzal ha registrado una apreciación nominal de 0.37%, al pasar de Q7.90230 por Q1.00 el 31 de diciembre de 2012 a Q7.87290 por Q1.00 el 13 de diciembre de 2013. En ese período la participación del Banco Central en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, ha sido muy pequeña, lo cual se evidencia en el monto de compras netas de divisas que ascendió a esa fecha a US\$49.3 millones (compras por US\$75.3 millones y ventas por US\$26.0 millones), que equivale al 0.15% del total de divisas negociadas; es decir, que no alcanzó ni siquiera un cuarto del 1% de dicho mercado.

En ese contexto, considerando, por una parte, que la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por la otra, que en el escenario internacional aún prevalecen grados de incertidumbre que implican riesgos, el enfoque de gradualidad sigue siendo una opción adecuada para una economía como la de Guatemala. En ese sentido, podría existir un espacio para ampliar el margen de fluctuación establecido en la referida regla de 0.65%. Las demás condiciones y características de la regla han permitido una adecuada participación del banco central por lo que no se considera necesario modificarlas.

## ANEXO 2

### BALANZA DE PAGOS

AÑOS: 2013 - 2014

(en millones de US Dólares)

CONCEPTO	2013 <sup>el/</sup>	2014 <sup>py/</sup>	Variaciones (%)	
			2013/12	2014/13
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-1,651.3</b>	<b>-1,903.6</b>	<b>14.1</b>	<b>15.3</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-6,211.6</b>	<b>-6,717.1</b>	<b>8.4</b>	<b>8.1</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>10,413.2</b>	<b>11,190.7</b>	<b>2.0</b>	<b>7.5</b>
Mercancías Generales	10,286.2	11,058.0	2.0	7.5
Principales Productos	2,760.5	2,844.1	-1.4	3.0
Otros Productos	7,525.7	8,213.9	3.3	9.1
Bienes Adquiridos en Puerto	127.0	132.7	4.4	4.5
<b>Importaciones FOB</b>	<b>16,624.8</b>	<b>17,907.8</b>	<b>4.0</b>	<b>7.7</b>
Mercancías Generales	16,617.5	17,900.0	4.0	7.7
Bienes Adquiridos en Puerto	7.3	7.8	6.9	7.0
<b>B- SERVICIOS</b>	<b>-54.6</b>	<b>-83.4</b>	<b>5.2</b>	<b>52.9</b>
<b>Créditos</b>	<b>2,480.4</b>	<b>2,631.3</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>
<b>Débitos</b>	<b>2,535.0</b>	<b>2,714.7</b>	<b>5.9</b>	<b>7.1</b>
<b>C- RENTA</b>	<b>-1,386.0</b>	<b>-1,505.1</b>	<b>1.1</b>	<b>8.6</b>
<b>Créditos</b>	<b>380.0</b>	<b>406.5</b>	<b>5.8</b>	<b>7.0</b>
<b>Débitos</b>	<b>1,765.9</b>	<b>1,911.5</b>	<b>2.0</b>	<b>8.2</b>
<b>D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES</b>	<b>6,000.9</b>	<b>6,402.0</b>	<b>5.1</b>	<b>6.7</b>
Remesas Familiares (Netas)	5,166.2	5,538.2	5.0	7.2
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>2,285.8</b>	<b>2,218.4</b>	<b>-13.2</b>	<b>-2.9</b>
<b>A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>2,285.8</b>	<b>2,218.4</b>	<b>-13.2</b>	<b>-2.9</b>
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>1,225.7</b>	<b>1,324.6</b>	<b>5.0</b>	<b>8.1</b>
En el exterior	-41.6	-43.7	6.5	5.0
En Guatemala	1,267.3	1,368.3	5.0	8.0
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>331.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-54.2</b>	<b>-101.1</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>728.7</b>	<b>897.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>23.1</b>
Préstamos del Sector Público	422.2	557.6		32.1
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-154.5</b>	<b>-264.8</b>	<b>-77.5</b>	<b>71.4</b>
<b>SALDO DE BALANZA DE PAGOS</b>	<b>480.0</b>	<b>50.0</b>	<b>-3.8</b>	<b>-89.6</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)*/</b>	<b>-480.0</b>	<b>-50.0</b>	<b>-3.8</b>	<b>-89.6</b>

CUENTA CORRIENTE / PIB

-3.1

-3.3

<sup>el/</sup> Cifras estimadas

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas.

<sup>\*/</sup> De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado.

**GOBIERNO CENTRAL**  
**ESCENARIOS DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**  
**AÑOS: 2013 - 2014**  
(millones de quetzales)

Concepto	2013 <sup>ef</sup>	Escenarios		VARIACIONES			
		2014		ESCENARIO BASE		ESCENARIO ALTERNATIVO	
		Base <sup>py/</sup>	Alternativo <sup>py/</sup>	Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>49,332.9</b>	<b>54,558.0</b>	<b>54,558.0</b>	<b>5,225.1</b>	<b>10.6</b>	<b>5,225.1</b>	<b>10.6</b>
A. Ingresos (1+2)	49,068.2	53,565.9	53,565.9	4,497.7	9.2	4,497.7	9.2
1. Ingresos Corrientes	49,056.5	53,555.4	53,555.4	4,498.9	9.2	4,498.9	9.2
a. Tributarios	46,545.1	50,908.6	50,908.6	4,363.5	9.4	4,363.5	9.4
b. No Tributarios	2,511.4	2,646.8	2,646.8	135.4	5.4	135.4	5.4
2. Ingresos de Capital	11.7	10.5	10.5	-1.2	-10.3	-1.2	-10.3
B. Donaciones	264.7	992.1	992.1	727.4	274.8	727.4	274.8
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>58,819.4</b>	<b>64,591.6</b>	<b>66,861.5</b>	<b>5,772.2</b>	<b>9.8</b>	<b>8,042.1</b>	<b>13.7</b>
A. De Funcionamiento	46,225.8	49,697.7	52,313.9	3,471.9	7.5	6,088.1	13.2
B. De Capital	12,593.6	14,893.9	14,547.6	2,300.3	18.3	1,954.0	15.5
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal</b>	<b>-9,486.5</b>	<b>-10,033.6</b>	<b>-12,303.5</b>	<b>-547.1</b>	<b>5.8</b>	<b>-2,817.0</b>	<b>29.7</b>
<b>IV. Financiamiento Total</b>	<b>9,486.5</b>	<b>10,033.6</b>	<b>12,303.5</b>	<b>547.1</b>	<b>5.8</b>	<b>2,817.0</b>	<b>29.7</b>
A. Interno	2,307.0	5,375.3	5,375.3	3,068.2	133.0	3,068.2	133.0
B. Externo	6,430.7	4,432.9	5,765.8	-1,997.8	-31.1	-664.9	-10.3
Desembolsos	5,594.0	6,785.5	8,118.4	1,191.5	21.3	2,524.4	45.1
C. Variación de Caja	748.8	225.4	1,162.4	-523.4	-69.9	413.6	55.2
(-) aumento (+) disminución							
<b>Carga tributaria</b>	<b>11.0</b>	<b>11.1</b>	<b>11.1</b>				
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.7</b>				

<sup>ef</sup>/ Cifras estimadas  
<sup>py/</sup> Cifras proyectadas.

## PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2014

(millones de quetzales)

Concepto	Escenario Base	Escenario Alternativo
<b>CUENTAS FISCALES</b>		
Ingresos	54,558	54,558
Egresos	64,592	66,862
Corrientes	49,698	52,314
Capital	14,894	14,548
Déficit	10,034	12,304
(% del PIB)	2.2	2.7
Financiamiento externo neto	4,433	5,766
Financiamiento interno neto	5,375	5,375
Variación de Caja (-) Aumento (+) Disminución	225	1,162
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>		
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>410</b>	<b>1,640</b>
En US\$	50	200
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-345</b>	<b>592</b>
1. Gobierno Central	225	1,162
2. Resto del sector público	-493	-493
3. Posición con bancos	-2,460	-2,460
Crédito a bancos	0	0
Reserva bancaria	-2,460	-2,460
4. Otros Activos Netos	2,382	2,382
Gastos y productos	1,737	1,830
Otros	645	552
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>65</b>	<b>2,232</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>1,972</b>	<b>1,972</b>
<b>C. EXCEDENTE ( - ) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>1,907</b>	<b>-260</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>1,907</b>	<b>-260</b>

## ANEXO 3

### PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO AÑOS 2013 - 2014

#### Estructura porcentual y tasas de crecimiento

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2013 <sup>e/</sup>	2014 <sup>py/</sup>	2013 <sup>e/</sup>	2014 <sup>py/</sup>
<b>1. DEMANDA INTERNA</b>			3.5	3.9
<b>GASTO DE CONSUMO FINAL</b>	95.1	95.3	3.3	3.8
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	83.6	83.2	3.0	3.1
Gastos en consumo del gobierno general	11.6	12.3	5.4	9.6
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO</b>	14.8	14.8	3.1	4.0
<b>2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	25.8	25.8	4.7	3.7
<b>3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	36.5	36.8	4.3	4.5
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)</b>			<b>3.5</b>	<b>3.3 - 3.9</b>

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

### PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN AÑOS 2013 - 2014

#### Estructura porcentual y tasas de crecimiento

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación		Contribución al PIB	
	2013 <sup>e/</sup>	2014 <sup>py/</sup>	2013 <sup>e/</sup>	2014 <sup>py/</sup>	2013 <sup>e/</sup>	2014 <sup>py/</sup>
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.6	13.4	3.7	2.4	0.50	0.32
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.6	-1.2	5.6	-0.01	0.03
3. Industrias manufactureras	17.9	17.9	3.5	3.6	0.63	0.64
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	2.8	4.2	4.5	0.12	0.12
5. Construcción	2.8	2.7	0.6	1.3	0.02	0.04
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.5	11.5	3.2	3.4	0.37	0.39
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.6	10.6	3.6	3.4	0.38	0.36
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.2	5.6	11.8	12.0	0.12	0.13
9. Alquiler de vivienda	10.1	10.0	3.0	3.0	0.31	0.30
10. Servicios privados	16.0	16.0	3.4	3.5	0.54	0.56
11. Administración pública y defensa	8.1	8.4	7.3	7.5	0.57	0.61
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>			<b>3.5</b>	<b>3.3 - 3.9</b>		

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

#### ANEXO 4

### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2014

FECHA
26 DE FEBRERO
26 DE MARZO
30 DE ABRIL
28 DE MAYO
25 DE JUNIO
27 DE AGOSTO
24 DE SEPTIEMBRE
26 DE NOVIEMBRE