



**BANCO DE GUATEMALA**



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,  
CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2014,  
Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2015**

Elaborado por los departamentos de Análisis Macroeconómico y Pronósticos, de Estadísticas Macroeconómicas y de Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, con el visto bueno de las Gerencias Económica y Financiera.

# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>I.</b>	<b>ANTECEDENTES .....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>RESUMEN EJECUTIVO.....</b>	<b>2</b>
<b>III.</b>	<b>EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2014 .....</b>	<b>9</b>
<b>A.</b>	<b>ENTORNO EXTERNO.....</b>	<b>9</b>
	1. Panorama general .....	9
	2. Desempeño de las economías avanzadas.....	11
	3. Desempeño de las economías emergentes .....	17
	4. Mercados financieros internacionales .....	21
	5. Precios internacionales de algunas materias primas .....	22
	6. Inflación y política monetaria .....	29
<b>B.</b>	<b>ENTORNO INTERNO .....</b>	<b>31</b>
	1. Actividad económica.....	31
	2. Inflación .....	32
	3. Tipo de cambio .....	37
	4. Tasas de interés .....	38
	5. Agregados monetarios y de crédito .....	39
	6. Variables del sector externo .....	42
	7. Finanzas públicas .....	44
<b>C.</b>	<b>RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2014 ..</b>	<b>45</b>
<b>IV.</b>	<b>ESTIMACIONES DE CIERRE 2014 Y PERSPECTIVAS PARA 2015 .....</b>	<b>48</b>
<b>A.</b>	<b>DEL ENTORNO EXTERNO.....</b>	<b>48</b>
	1. Crecimiento económico .....	48
	2. Inflación internacional .....	50
<b>B.</b>	<b>DEL ENTORNO INTERNO .....</b>	<b>52</b>
	1. Balanza de pagos .....	52
	2. Actividad económica.....	54
	3. Sector fiscal .....	56

<sup>1</sup> Este documento fue elaborado con información disponible al 12 de diciembre de 2014, salvo otra indicación.

4.	Sector monetario .....	57
<b>V.</b>	<b>REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA .....</b>	<b>59</b>
A.	ASPECTOS GENERALES.....	59
B.	POLÍTICA MONETARIA .....	60
1.	Revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas .....	60
2.	Variables Informativas .....	61
C.	POLÍTICA CAMBIARIA .....	64
<b>VI.</b>	<b>RECOMENDACIÓN .....</b>	<b>67</b>

## **ANEXOS**

ANEXO 1 .....	69
ANEXO 2 .....	72
ANEXO 3 .....	77
ANEXO 4 .....	80
ANEXO 5 .....	81

# EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2014, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2015

## I. ANTECEDENTES

En 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, de conformidad con el inciso a) del artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, 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.

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 resoluciones JM-62-2013 y JM-121-2013 del 19 de junio y del 18 de diciembre de 2013, respectivamente, la Junta Monetaria modificó la política crediticia, así como las variables indicativas de política monetaria y 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 2014, las perspectivas económicas para 2015, así como la revisión de la referida política.

## II. RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, la economía mundial se ha venido recuperando a un ritmo moderado, con un impulso que proviene principalmente de algunas economías avanzadas, dado que las perspectivas para las economías emergentes, si bien son positivas, se han moderado.

Luego de cierta desaceleración a inicios del año, la actividad mundial se fortaleció, destacando el mejor desempeño de las economías avanzadas, debido a un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias expansivas y condiciones financieras favorables. Se estima que el crecimiento mundial en 2015 será mejor respecto de 2014, pero los riesgos a la baja persisten en las principales economías. En cuanto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, estas seguirán creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas, aun cuando las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja, especialmente para la República Popular China, Brasil y Rusia. En adición, se mantiene la incertidumbre sobre el impacto en los mercados financieros y cambiarios que tendrá en las principales economías emergentes la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, en un entorno en el que prevalecen factores estructurales que limitan un mayor crecimiento de la demanda interna.

En ese contexto, de conformidad con proyecciones del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento económico mundial se ubicaría en 3.3% en 2014 y en 3.8% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.3% en 2014 y en 2015, en su orden; mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo registrarían tasas de 4.4% en 2014 y 5.0% en 2015.

Con relación a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América, luego de un resultado desfavorable en el primer trimestre del año, en el segundo y tercer trimestres la actividad económica registró una mejora significativa, lo que anticipa un crecimiento anual de 2.2%, previéndose un mayor

crecimiento en 2015 (3.1%). En dicha recuperación ha contribuido el dinamismo de la demanda interna, principalmente del consumo privado, resultado del aumento del ingreso personal y la disminución en la tasa de desempleo, en un contexto en que algunos indicadores adelantados, como la producción manufacturera y de servicios, reflejan la mejora en la actividad económica, al mantenerse en zona de expansión y con tendencia al alza. La mejora de la actividad económica ha sido acompañada por un aumento en los niveles de confianza tanto del consumidor como del empresario, así como una disminución gradual y progresiva del desempleo, lo que, entre otros factores, permitió la finalización del estímulo cuantitativo (*tapering*) por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED).

En la Zona del Euro, la recuperación continúa siendo frágil y heterogénea, reflejada en las moderadas tasas de crecimiento del PIB observadas durante los primeros tres trimestres del año (variación respecto del trimestre previo de 0.3%, 0.1% y 0.2%, respectivamente), resultado en el que influyó la leve mejora en el consumo y el modesto crecimiento de la demanda externa (particularmente durante el primer semestre del año), contrarrestado, en parte, por la reducción en la inversión, especialmente en Alemania. Ante tal escenario y considerando el riesgo de deflación, el Banco Central Europeo implementó una política monetaria más acomodaticia<sup>2</sup>. En cuanto a las proyecciones de crecimiento anual de la región, en 2014 se espera que se ubique en 0.8% y si bien se anticipa una leve mejoría en 2015 (1.2%), las previsiones actuales para ambos años son inferiores a las que se

---

<sup>2</sup> El Banco Central Europeo (BCE), tomando en cuenta el débil crecimiento económico y el riesgo de deflación, en septiembre de 2014 intensificó la postura expansiva de su política monetaria, mediante una reducción de 10 puntos básicos en su tasa de interés objetivo; situándola en 0.05%. Asimismo, implementó medidas de estímulo cuantitativo (*quantitative easing*), mediante programas de compras de activos, que iniciaron en octubre de 2014 y se extenderán al menos dos años, para finalizar en junio de 2016.

tenían a finales de 2013. Dicho deterioro se asocia a la debilidad de la demanda interna, al deterioro en la confianza de los consumidores y empresarios, al alto nivel de desempleo y, recientemente, al riesgo de deflación, entre otros factores. Pese a que el crecimiento en los países de la periferia continúa débil, en algunos de ellos se observan signos de recuperación, especialmente en España, Irlanda, Grecia y Portugal.

En Japón, luego de un crecimiento vigoroso en el primer trimestre del año, en el segundo y tercer trimestres se registró una contracción, lo que sitúa a la economía japonesa en una recesión técnica. La contracción reciente se explica, en parte, por el deterioro que ha venido registrando la demanda interna, principalmente el consumo privado, como resultado del incremento en el impuesto sobre ventas a partir de abril (aumento de 5% a 8%). Se prevé que el crecimiento anual de 2014 podría ser positivo, aunque moderado (0.7%), si se compara con 2013 (1.5%). Existe consenso en que la medida reciente que adoptó el gobierno japonés (de diferir hasta abril de 2017 el incremento en el impuesto a las ventas), podría inducir a una leve recuperación de la actividad económica en 2015 (1.0%), medida que sería complementada por la postura ampliamente acomodaticia de la política monetaria.

La evolución de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo continuó con un proceso moderado de crecimiento respecto de niveles históricos, en un contexto de crecimiento heterogéneo entre países, previéndose mayor dinamismo económico en India, Malasia, México y Colombia, pero debilidad en Brasil, Chile y Rusia, así como desaceleración en la República Popular China. Entre los factores que explican el crecimiento de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo destacan, por un lado, el mayor dinamismo en la inversión y en la demanda externa y, por el otro, condiciones financieras menos flexibles y fragilidad en la demanda interna. Se proyecta que el PIB de este grupo de economías crezca 4.4% en 2014 y 5.0% para 2015. En el caso de la

República Popular China, se mantienen las perspectivas de un crecimiento moderado en 2014 respecto de sus valores históricos, aunque en niveles superiores a 7.0%, resultado en el que estarían contribuyendo algunos estímulos fiscales focalizados (aumento del gasto tributario y reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa), aunque enmarcados en el cambio de modelo de crecimiento económico que busca depender más del consumo privado para asegurar un crecimiento económico de mediano plazo más sostenible. En ese contexto, se prevé que el crecimiento económico de dicho país se sitúe en 7.4% en 2014 y 7.1% para 2015.

En América Latina, el crecimiento económico sigue desacelerándose (1.3% en 2014), aunque con mejores perspectivas para 2015 (2.2%). Dicha debilidad se ha concentrado en las economías más grandes de América del Sur, como Brasil, Chile y Perú, que tienen una mayor exposición a lo que ocurre en la Zona del Euro y en la República Popular China, dada la concentración de sus exportaciones hacia dichos destinos. En adición, esos países han sido afectados por la reducción en el precio internacional de las principales materias primas que exportan, debilitando la confianza del consumidor y del inversionista. Por su parte, Colombia, México y Centroamérica, dado su mayor vinculación con los Estados Unidos de América y una demanda interna dinámica, muestran un desempeño económico más favorable.

Para el conjunto de economías de América Latina las perspectivas de cierre son menos favorables respecto de inicios de año, influenciadas por la marcada desaceleración de Brasil (que representa alrededor de un tercio del PIB regional), que se contrajo a partir del segundo trimestre, en parte por la debilidad de la inversión y del consumo, dado el deterioro de las condiciones financieras, el entorno desfavorable para sus exportaciones y la continua menor confianza de los inversionistas y de los consumidores. En Chile el crecimiento se desaceleró, como resultado de una caída en la inversión, principalmente de maquinaria y equipo,

así como de una disminución en el consumo interno y la caída de los precios de las materias primas, principalmente el cobre; mientras que en Perú, se explica por el menor dinamismo de la inversión y de las exportaciones. México ha registrado un desempeño favorable, aunque moderado, vinculado, principalmente, a la recuperación gradual de la demanda externa y al mejor desempeño de algunas actividades económicas, como la agricultura, la construcción, el comercio y la industria manufacturera. Las reformas estructurales adoptadas recientemente podrían elevar el PIB potencial en el mediano plazo, y sus efectos empezarán a percibirse el año entrante.

En Centroamérica, los indicadores económicos de corto plazo (como el Índice Mensual de la Actividad Económica y el comercio exterior) apuntan a que el crecimiento económico podría ser ligeramente menor al del año previo (3.1%, respecto de 3.2% en 2013), pero con una modesta recuperación en 2015 (3.4%). Aun así, las perspectivas siguen siendo positivas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, situación que sería favorable, entre otros factores, por el mayor nivel de exportaciones y de remesas familiares. En varios países, entre ellos Guatemala, se observa un mayor dinamismo de la demanda interna respecto de 2013. Por otra parte, aunque la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América sigue siendo una fuente de incertidumbre, se estima que los efectos negativos provenientes del canal financiero serían leves para la región, dado su limitado grado de integración a los mercados financieros internacionales. En contraste, por el canal real los efectos serían positivos, dado que evidenciaría una mejora de las condiciones económicas de los Estados Unidos de América, lo que propiciaría una mayor demanda externa.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, los principales índices bursátiles, en general, han evolucionado de manera positiva en el presente año, particularmente en los Estados Unidos de

América, debido, fundamentalmente, a las ganancias del sector empresarial y a una menor incertidumbre fiscal. Sin embargo, las expectativas de normalización de su política monetaria está generando una recomposición de las carteras a nivel mundial, elevando en algunos casos los precios de los activos y afectando los mercados cambiarios de varias economías con mercados emergentes, lo que se ha traducido en depreciaciones nominales de sus monedas. Asimismo, persiste el riesgo, aunque limitado, de que las tasas de interés aumenten más rápido de lo previsto, en cuyo caso aumentaría la volatilidad en los mercados financieros que inducirían salidas de capital, principalmente en las economías emergentes con fundamentos macroeconómicos menos sólidos.

Los precios de las materias primas, en términos generales, continuaron registrando disminuciones en sus cotizaciones, y los escenarios para finales de 2014 y de 2015 apuntan a precios más bajos. Destaca la reducción en el precio del petróleo durante la segunda parte del año, entre otros factores, por la moderación en las expectativas de la demanda mundial, dado el débil crecimiento económico en la Zona del Euro y en algunas economías emergentes, y la implementación de nuevas tecnologías de extracción, que habrían permitido que los Estados Unidos de América incrementen su volumen de producción y disminuya paulatinamente su volumen de importaciones, presionando menos el mercado mundial de petróleo. Aunque persisten riesgos al alza, asociados a la posibilidad de una suspensión del suministro de petróleo si los problemas geopolíticos en Oriente Medio (particularmente, Irak, Irán, Siria y Sudán) y en la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania) se intensificaran, en la actual coyuntura estos tendrían un impacto moderado. En el caso del maíz amarillo y del trigo, las perspectivas favorables en el rendimiento de algunas áreas de siembra del hemisferio norte, la reducción de la demanda del grano de algunas economías emergentes y el aumento de las existencias mundiales, ante los mejores rendimientos de la cosecha previa, podrían

mantener bajos los precios internacionales de dichos granos. Sin embargo, factores climáticos adversos en las principales regiones productoras a nivel mundial (como está ocurriendo en los Estados Unidos de América), el aumento de la demanda global del grano, la reducción de las áreas de siembra ante los bajos precios internacionales y la posibilidad de interrupción de los suministros provenientes de la región del Mar Negro (Rusia y Ucrania), podrían revertir la tendencia a la baja en los precios de dichas materias primas.

En lo relativo a la inflación mundial, en las economías avanzadas continúan observándose niveles bajos y estables, excepto en Japón, que a octubre registró una inflación de 2.90%, resultado de la amplia expansión monetaria y del incremento del impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%). En contraste, en la Zona del Euro la inflación se mantiene baja (0.38% a octubre), con riesgos de deflación, debido, principalmente, a la debilidad de la demanda interna. En los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario a octubre se situó en 1.66%, por debajo del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal (FED), lo que ha permitido, entre otros factores, el mantenimiento de condiciones monetarias altamente acomodaticias. En las economías emergentes y países en desarrollo, la inflación ha registrado una tendencia al alza en la mayoría de países y en algunos casos se ha ubicado por arriba del límite superior de la meta de inflación. En América Latina, el aumento, en general, es resultado de mayores precios de los alimentos. En Brasil, Chile y México, excede el límite superior de sus metas y, en Centroamérica y República Dominicana, la inflación refleja el incremento en el precio de los alimentos.

Durante el año, las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de bancos centrales no se modificaron, y se ubican en niveles históricamente bajos. En el grupo de los que la modificaron, destaca el Banco Central Europeo que la redujo en 20 puntos básicos. También se redujo en algunas economías emergentes, particularmente en la República Popular China, Chile,

México y Perú. En el caso de la República Popular de China, la decisión de noviembre (primera disminución desde 2012), se fundamentó en la evolución de su inflación y en el desempeño de algunos indicadores económicos recientes, que sugieren debilidad en la producción industrial y en el mercado inmobiliario. En Chile, las reducciones en el año, obedecieron a que los precios de las materias primas, particularmente el cobre, han disminuido y que la actividad económica y el empleo se han venido deteriorando. En México, las decisiones tomaron en cuenta el débil desempeño del consumo y de la inversión privada, durante el primer semestre; sin embargo, a partir del segundo semestre, el desempeño mejoró como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa e interna. En el caso de Perú, las reducciones obedecen a la moderación de los factores de oferta que incidieron en el aumento de la inflación y a que los indicadores de la actividad económica continúan mostrando un crecimiento más débil de lo esperado. Otros países como Brasil, Colombia y Costa Rica decidieron aumentar sus tasas de interés de política; en el caso de Brasil, por el comportamiento al alza que registra la inflación; en Colombia, como resultado de que la demanda agregada se ha fortalecido y se ha reducido la tasa de desempleo, previéndose que la actividad económica continúe creciendo cerca de su nivel potencial y, en Costa Rica, debido a la depreciación del tipo de cambio nominal, situación que incrementó las expectativas de inflación.

**En el ámbito interno**, a pesar de un entorno externo relativamente incierto, las expectativas de crecimiento en Guatemala, siguen siendo positivas. En efecto, se estima que el PIB real en 2014 crecerá 4.0%, por encima del PIB potencial (3.5%). Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por el mayor dinamismo de la demanda interna, que crecerá 3.5% (3.4% en 2013), derivado, principalmente, de la evolución del consumo privado, cuyo crecimiento sería de 4.0%. Por el lado de la oferta, todas las actividades económicas registrarían tasas de variación positivas,

destacando la explotación de minas y canteras, derivado del incremento de la extracción y exportación de plomo y níquel.

A octubre de 2014, el comercio exterior mostró un mayor dinamismo respecto a similar período de 2013, congruente con la recuperación del volumen de comercio mundial prevista para 2014 (3.8%, según el FMI) y del mayor dinamismo de la actividad económica de los principales socios comerciales. En efecto, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró un crecimiento de 7.8%; asociado al incremento en el volumen (22.1%) dada la mayor demanda, moderado parcialmente por un descenso en el precio medio (11.7%). Entre los principales productos exportados destacan, en su orden, el plomo, la energía eléctrica, el níquel y el banano.

Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 3.2% y estuvo determinado, principalmente, por el incremento de 8.4% en el volumen; mientras que su precio medio se redujo 5.2%. En dicho resultado, incidió, en mayor medida, el aumento en las importaciones de materiales de construcción, combustibles y lubricantes, bienes de consumo y materias primas y productos intermedios. Como resultado, la balanza comercial muestra un saldo similar al de 2013.

Al 30 de noviembre de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$5,048.1 millones, superior en US\$390.2 millones (8.4%) al registrado en igual período de 2013. Dicho resultado refleja la recuperación económica y la reducción de la tasa de desempleo en Estados Unidos de América.

El resultado de la balanza comercial y de las remesas anticiparía que el déficit en cuenta corriente de la Balanza de pagos podría situarse en alrededor de 2.3% del PIB.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó, al 30 de noviembre, en US\$7,053.5 millones, equivalente a 4.7 meses de importación de bienes.

Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, mantuvo un comportamiento congruente con sus factores estacionales; sin embargo, entre agosto y principios de octubre reflejó un comportamiento a la apreciación, debido a algunos factores relacionados con la aceleración de las remesas familiares, la sustitución de crédito de bancos locales por financiamiento externo, el mayor dinamismo asociado a la exportación de algunos productos de la industria extractiva y al menor nivel de importaciones, principalmente ante los menores precios de combustibles y lubricantes, bienes de consumo, tanto duraderos como no duraderos y de algunas materias primas y productos intermedios. Al 12 de diciembre, el tipo de cambio nominal registra una apreciación de 2.67% respecto del 31 de diciembre de 2013 y de 3.05% en términos interanuales.

Con relación a los precios internos, a noviembre de 2014, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 3.38%, por debajo del valor puntual de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro del margen de tolerancia de la misma. La tendencia a la baja en el ritmo inflacionario observada desde noviembre de 2013 se revirtió a partir de julio de 2014, debido a la tendencia al alza en el precio de los alimentos. Asimismo, en agosto, los efectos de una canícula más prolongada de lo normal, entre otros factores, afectaron el comportamiento de algunos rubros de alimentos, como el maíz blanco e indirectamente los productos de tortillería. Sin embargo, a partir de septiembre se observó una menor variación intermensual de la inflación asociada a menores precios de algunos productos derivados del petróleo. En cuanto a la inflación subyacente, al igual que la inflación total, a partir de julio cambió la tendencia, ubicándose a noviembre, en 2.08%, inferior en 1.30 puntos porcentuales a la inflación total (3.38%). Los pronósticos a la fecha, anticipan que la inflación estaría ubicándose por debajo del valor puntual de la meta para 2014, aunque para 2015 podría aumentar levemente y situarse

alrededor del valor puntual de la misma (4.0%). Congruente con ese comportamiento, las expectativas de inflación para diciembre se han moderado y se ubican, según la encuesta de noviembre, por debajo del valor puntual de la meta de inflación. Para 2015, si bien las expectativas continúan ligeramente por arriba del valor puntual, la tendencia también ha sido decreciente.

En cuanto a la tasa de interés para las operaciones de reporto a 1 día, esta se ubicó en torno a la tasa de interés líder de política monetaria. Por su parte, las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, continuaron estables.

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, han exhibido un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo. Al 27 de noviembre, la emisión monetaria creció 8.4%, y los medios de pago totales 8.5%; mientras que el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 7.7%. Es importante mencionar que el crédito bancario ha venido registrando tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7.0%) y su peso relativo con relación al PIB ha venido creciendo, pero su tasa interanual se ha desacelerado, por el hecho de que una parte del sector corporativo del país, dadas las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales y bajas tasas de interés, optó por utilizar fuentes de financiamiento externas. Asimismo, el efecto de valoración por tipo de cambio nominal en el crédito en moneda extranjera, habría incidido en la tasa de crecimiento interanual.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, a noviembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 5.5% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales aumentaron 3.5%, como resultado, el déficit fiscal se situó en Q4,680.3 millones (1.0% del PIB). El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado vigente para 2014, contempla un déficit fiscal de 2.3% del PIB; no

obstante, tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria, la reciente aprobación por parte del Congreso de la República de la emisión de bonos del tesoro por Q2,800.0 millones y la ejecución del gasto público, se estima que, al 31 de diciembre, los ingresos tributarios crecerían 5.4%, lo que ubicaría la carga tributaria en 10.7% del PIB, menor a la de 2013 (11.0% del PIB); mientras que, el gasto total registraría una variación interanual de 3.6%, lo que combinado resultaría en un déficit fiscal respecto del PIB de alrededor de 1.9%, menor al registrado en 2013 (2.1%).

Derivado de dicho resultado presupuestal, se estima que la deuda pública se situaría al finalizar el año en Q112,273.3 millones equivalente a 24.7% del PIB.

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial se ha venido recuperando, aunque a un ritmo menor al esperado y se mantienen los riesgos a la baja. No obstante, debe resaltarse el dinamismo que ha mostrado los Estados Unidos de América; mientras que las economías emergentes, aunque continúan creciendo a tasas altas respecto de las avanzadas, han moderado su crecimiento, particularmente la República Popular China.

Por su parte, el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas, que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo), continúan reflejando una tendencia a la baja; sin embargo, continúan latentes los riesgos geopolíticos que podrían afectar el precio internacional, especialmente en el caso del petróleo.

En resumen, en el entorno interno, como se indicó, para el presente año se estima una tasa de crecimiento económico de 4.0% (mayor a la de 2013 de 3.7%, así como superior al crecimiento previsto tanto de la economía mundial de 3.3% como de América Latina de 1.3%) y una tasa de inflación de 3.30%, comportamiento que ha sido apoyado por la disciplina de las políticas monetaria y fiscal, lo que ha permitido mantener estables, a lo largo del año, el resto de los principales precios macroeconómicos como el tipo de

cambio nominal y las tasas de interés. En el ámbito externo, durante el año siguieron privando mayores márgenes de incertidumbre respecto del desempeño económico y financiero global.

En ese contexto, tomando en cuenta los moderados niveles de inflación tanto observados como pronosticados para el horizonte de política relevante, la postura de la política monetaria tuvo un sesgo ligeramente acomodaticio, reflejado en una reducción de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder.

### III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2014

#### A. ENTORNO EXTERNO

##### 1. Panorama general

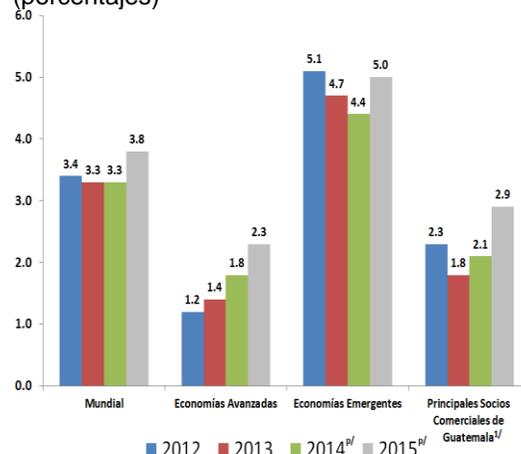
En 2014 la economía mundial continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado del previsto a inicios de año. El mejor desempeño a partir del segundo semestre del año permitió superar, en parte, la desaceleración registrada a inicios de 2014. Ello se asocia al mejor desempeño de varias de las principales economías avanzadas, sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal (excepto Japón), políticas monetarias expansivas, condiciones financieras internacionales flexibles, moderación en las tensiones geopolíticas y la disminución del precio internacional del petróleo a partir de julio. No obstante, en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo persiste la incertidumbre respecto del proceso de normalización de la política monetaria, especialmente en los Estados Unidos de América, en términos de la rapidez y de la magnitud de los incrementos futuros en la tasa de interés.

En cuanto a las economías avanzadas, la actividad económica en los Estados Unidos de América ha sido más dinámica, luego de superar una contracción del PIB de 2.1% en el primer trimestre del año, la cual fue provocada, principalmente, por un invierno más fuerte de lo normal y por una reducción en los inventarios. En el segundo y tercer trimestres el PIB registró un crecimiento de 4.6% y 3.9%<sup>3</sup>, respectivamente, debido a la mayor contribución del gasto de consumo personal, de las exportaciones, de la inversión fija residencial y no residencial y del gasto de los gobiernos estatales y locales.

La Zona del Euro salió en 2014 de la recesión, pero su recuperación continúa siendo frágil y heterogénea. El PIB registró una tasa de crecimiento de 0.8% en el tercer trimestre, igual a la observada en el trimestre previo. A pesar que la región no ha registrado una contracción como la observada en los dos años anteriores, los principales indicadores de confianza, tanto de los empresarios como de los consumidores, se han deteriorado significativamente. En términos de expectativas, los avances en

**Gráfica 1**

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



<sup>p/</sup> Proyectado.

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

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

<sup>3</sup> La primera estimación del PIB del tercer semestre publicada por el Departamento de Comercio de los Estados Unidos de América fue de 3.5% y se revisó al alza (3.9%), ubicándose por arriba de lo esperado por el mercado.

la unión bancaria, las reformas en el mercado laboral, el menor impacto de medidas de austeridad fiscal y una política monetaria que se mantiene ampliamente acomodaticia, pueden mejorar las condiciones de crecimiento económico. Sin embargo, persisten riesgos a la baja por el estancamiento del crecimiento del PIB, que en adición al riesgo de intensificación de los problemas geopolíticos (derivados de la crisis Rusia-Ucrania), podría afectar aún más la confianza del consumidor y del inversionista.

En Japón, durante el primer trimestre la actividad económica creció 6.7%, como resultado de un incremento en el consumo privado, en respuesta anticipada al aumento del impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%) en abril de este año. No obstante, en el segundo y tercer trimestres, se observaron caídas de la actividad económica de 7.3% y 1.6%, en su orden, debido, principalmente, a la vigencia del incremento en el referido impuesto. Si bien las autoridades japonesas previeron una reducción en el consumo, la caída fue mayor a la esperada, aspecto que ha deteriorado las expectativas de crecimiento, al extremo que los analistas ya plantean una recesión técnica.

Ante esta situación, el primer ministro, Shinzo Abe, decidió posponer hasta abril de 2017 la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas (de 8.0% a 10.0%) previsto para octubre de 2015. Vale destacar que siguen privando los riesgos a la baja, dentro de los que destacan, la evolución del crecimiento de las economías emergentes y países en desarrollo, en particular, aquellas que son exportadoras netas de materias primas; los lentos avances en la solución gradual de los problemas de la deuda y los riesgos de un prolongado período de bajas tasas de inflación en la Zona del Euro, y el ritmo de recuperación de la economía de los Estados Unidos de América.

Respecto de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, estas continúan impulsando el crecimiento a nivel mundial, principalmente la región asiática; sin embargo, las

condiciones de crecimiento continúan siendo heterogéneas y los riesgos a la baja siguen presentes, particularmente ante el posible deterioro de las condiciones financieras mundiales, derivado de la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, especialmente en los Estados Unidos de América.

En la República Popular China, se mantienen las perspectivas de un moderado crecimiento económico, respecto de valores históricos. El crecimiento del PIB durante los tres trimestres del año ha sido congruente con las estimaciones y se ha situado en niveles alrededor de 7.4%, como resultado del proceso de reformas estructurales que se está implementando con el propósito de impulsar a la demanda interna como el principal motor de crecimiento económico. En ese sentido, el FMI estima que la posibilidad de un “aterrizaje forzoso” se ha reducido.

En cuanto a las economías latinoamericanas con esquema de metas explícitas de inflación, se observaron dos tipos de desempeño. Por una parte, las economías exportadoras de materias primas vinculadas con la República Popular China y la Zona del Euro han presentado un menor dinamismo, como resultado, entre otros factores, del deterioro de su demanda externa; en este grupo destacan Brasil, Chile y Perú. Por otra parte, las economías vinculadas con los Estados Unidos de América presentan un mejor desempeño, asociado, entre otras razones, a la recuperación económica de ese país; en este grupo destacan Colombia y México.

Los mercados financieros internacionales han mostrado episodios de volatilidad, principalmente en el segundo semestre de 2014, asociados al incremento en la incertidumbre con relación al proceso de recuperación económica mundial, en una coyuntura de mayores riesgos geopolíticos, principalmente los asociados al conflicto entre Rusia y Ucrania. No obstante, en los últimos meses los mercados financieros se han recuperado y la volatilidad ha disminuido, incluso durante el proceso de retiro de los estímulos monetarios

por parte de la FED. Los principales índices accionarios a nivel mundial continuaron evolucionando favorablemente, ante los altos niveles de liquidez y una menor incertidumbre fiscal y monetaria, en el que destaca el mercado de los Estados Unidos de América, que ha registrado niveles récord, ante las perspectivas de un positivo crecimiento económico. A mediano plazo se espera que el incremento en la tasa de interés objetivo de la FED sea gradual y lo anticipen razonablemente los mercados, lo que evitaría turbulencia.

Las condiciones financieras para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo han mejorado significativamente desde el segundo semestre de 2013, debido, en buena medida, a la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de varias economías avanzadas, entre las que destaca Alemania, ante la expectativa de que los bancos centrales de los Estados Unidos de América, Japón y la Zona del Euro mantengan sus tasas de política monetaria en niveles bajos por un período prolongado, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, ante la posibilidad de que una inflación muy baja genere expectativas de deflación.

Con relación a los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación de Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), durante el presente año se identifican dos episodios. En el primer semestre se observó un incremento, principalmente del precio internacional del petróleo, como resultado de problemas en la producción de los mayores productores, en combinación con factores geopolíticos derivados de la crisis de Rusia y Ucrania. En el segundo semestre, ante las perspectivas de una moderación en el crecimiento económico mundial, reflejado en la corrección a la baja de algunas estimaciones de crecimiento económico, se observa una importante baja, dada la disminución en la demanda, en combinación con un incremento en la oferta, especialmente de los Estados Unidos de América. En el caso del maíz y trigo, los precios se

elevaron durante el primer semestre del año debido a la preocupación de que el conflicto entre Rusia y Ucrania, al ser principales exportadores de ambos granos, provocaría una interrupción en el suministro. En el segundo semestre, las expectativas de una adecuada producción a nivel mundial, y la moderación del conflicto geopolítico citado, contribuyeron a mantener bajos los precios.

Por su parte, la inflación mundial se ha contenido por debajo de 2.0% en las principales economías avanzadas con excepción de Japón; en tanto que en las economías emergentes y países en desarrollo se ha registrado una tendencia al alza, debido al incremento en los rubros de alimentos, situación similar se observa en los países de Centroamérica y República Dominicana. Sin embargo, cabe resaltar que la reciente reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados, podría contener las presiones inflacionarias en la mayoría de regiones del mundo, al menos en el corto plazo.

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

En los Estados Unidos de América, la actividad económica, luego de registrar una contracción de 2.1% en el primer trimestre, registró un sostenido crecimiento durante el segundo y tercer trimestres de 2014 (4.6% y 3.9%, en su orden). El resultado del primer trimestre se explica por condiciones climáticas adversas y la reducción de los inventarios privados, así como por una importante disminución de las exportaciones. Por su parte, los resultados del segundo y tercer trimestres, no solamente fueron positivos, sino que estuvieron por arriba de lo previsto, reflejando uno de los mejores resultados a nivel de las economías avanzadas en lo va que del año.

En el crecimiento del segundo y tercer trimestres ha destacado la contribución del gasto de consumo personal, de los gobiernos estatales y locales, de las exportaciones y de la inversión fija residencial y no residencial. Ese mejor desempeño también ha sido sustentado por las mejores condiciones financieras, el

comportamiento positivo en el mercado accionario, la reducción gradual de la tasa de desempleo, menores restricciones fiscales y mayores niveles de confianza del consumidor, aspecto que se ha reflejado en el gasto de las familias, dado el aumento del ingreso personal.

La Reserva Federal (FED), al considerar la evolución y las perspectivas de la actividad económica estadounidense, acordó iniciar en enero de 2014 la reducción gradual de los estímulos cuantitativos (*tapering*) y finalizar la referida reducción en octubre del año en curso. En la reunión de octubre, la FED decidió también mantener la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0.00% y 0.25% y anunció que para determinar cuánto tiempo permanecerá dicha tasa en ese rango, evaluará el cumplimiento de su objetivo dual de pleno empleo y estabilidad de precios. No obstante, anticipa que, con base a la evaluación del mercado laboral, del mercado financiero y del comportamiento de la inflación, sería apropiado mantener el rango de la tasa de interés por un tiempo considerable. Al respecto, cabe señalar que una normalización de la política monetaria más rápida de lo previsto podría generar mayor volatilidad financiera internacional, incrementos superiores a los esperados en las tasas de interés de largo plazo, salidas de capitales en las economías emergentes y países en desarrollo (*flight to quality*) y, por ende, depreciaciones cambiarias relevantes. Por otra parte, aunque existe consenso entre diversos expertos internacionales, en cuanto al momento en que iniciaría el incremento de la tasa de interés objetivo de fondos federales (a mediados de 2015), continúa la incertidumbre sobre la velocidad y magnitud de dicho incremento.

Los consensos políticos alcanzados a finales de 2013, que lograron aprobar el presupuesto federal para 2014 y suspender temporalmente hasta el 15 de marzo de 2015 el techo de la deuda, han reducido también la incertidumbre en materia fiscal. El FMI, en su informe de octubre sobre las perspectivas económicas mundiales, destaca que una política monetaria acomodaticia y

condiciones financieras flexibles en los Estados Unidos de América favorecen la actividad económica.

En la Zona del Euro, el PIB registrará una tasa de crecimiento de 0.8% en 2014 (-0.4% en 2013). A pesar de haber salido de la recesión, la recuperación económica continúa débil y heterogénea entre los países miembros; no obstante, se espera que dicha recuperación transite de débil a moderada, apoyada por la postergación de medidas de consolidación fiscal; los avances en la unión bancaria, la vigencia de una política monetaria altamente acomodaticia, las mejoras en las condiciones de financiamiento, así como por el fortalecimiento gradual de la demanda externa. Sin embargo, los riesgos se inclinan a la baja, asociados a la incertidumbre sobre los procesos de reformas estructurales, que aún son necesarios en algunos de los países miembros, así como al deterioro reciente en los indicadores de confianza económica y del consumidor debido, entre otros factores, al débil desempeño de la actividad económica en lo que va del año y al conflicto existente entre Rusia y Ucrania.

En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE), tomando en cuenta el riesgo de deflación y la pérdida de dinamismo en el ritmo de crecimiento económico, decidió en septiembre intensificar la postura expansiva de su política monetaria, mediante la reducción de 10 puntos básicos de su tasa de interés objetivo (situándola en 0.05%, su nivel histórico más bajo); asimismo, acordó la implementación de medidas de estímulo cuantitativo, mediante programas de compras de activos, los cuales iniciaron en octubre del presente año. Dichos programas se extenderán al menos por dos años y, simultáneamente con las operaciones de financiamiento a largo plazo, se prevé que finalicen en junio de 2016. Las medidas buscan, principalmente, elevar la eficiencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria, respaldar las condiciones de financiamiento, facilitar la provisión de crédito a la economía real y generar efectos positivos en otros mercados. En cuando al desempleo, este continúa

en niveles elevados; sin embargo, ha venido disminuyendo gradualmente en los países de la periferia, lo que permitiría una recuperación del consumo privado en el futuro.

Respecto a Japón, en 2014 las políticas denominadas Abenómicas no tuvieron el mismo impulso que en 2013, por lo que se prevé que el crecimiento del PIB anual se desacelere, al pasar de 1.5% en 2013 a 0.7% en 2014. En efecto, después de un primer trimestre de crecimiento dinámico (6.7%), durante el segundo y tercer trimestres dicha expansión se revirtió, al registrar contracciones de 7.3% y de 1.6%. El dinamismo del primer trimestre estuvo asociado al incremento de las exportaciones de bienes y servicios y del consumo privado, anticipando el aumento de tres puntos porcentuales en el impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%), en abril de 2014. Por su parte, la contracción del segundo y tercer trimestres se asocia, principalmente, al efecto negativo del aumento del impuesto al consumo. En este contexto y derivado de la recesión técnica en que se encuentra la economía japonesa, el gobierno decidió posponer, por dieciocho meses, la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas (de 8.0% a 10.0%), que estaba previsto para octubre de 2015, y que ahora se traslada para abril de 2017. Por otra parte, algunos analistas destacan que el gobierno japonés ha empezado a avanzar en las reformas estructurales, dado que en junio se anunciaron algunas medidas que, entre otros aspectos, incluyen una reducción gradual del impuesto para las empresas y una flexibilización de las leyes laborales orientadas a aumentar la participación femenina en el mercado laboral. Pese a que estas medidas tendrían poco impacto en el crecimiento de corto plazo, se considera que incrementan la posibilidad de generar un mayor crecimiento en el mediano plazo.

## RECUADRO 1

### PRINCIPALES CONSIDERACIONES SOBRE LA FINALIZACIÓN DEL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (TAPERING)

El Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés), en su reunión del 29 de octubre de 2014 decidió finalizar el programa de estímulos monetarios no convencionales (*Quantitative Easing*), iniciado desde 2012, debido al mejor desempeño de la mayoría de los indicadores económicos.

El FOMC tomó en consideración que el crecimiento económico ha continuado expandiéndose, aunque a un ritmo moderado; que las condiciones del mercado laboral mejoraron, al registrar una tasa de desempleo en octubre de 5.8% (gráfica 1), inferior a la prevista; que el gasto de los consumidores continúa aumentando; que la inversión fija empresarial registra incrementos; y que el sector de la vivienda sigue recuperándose.

El FOMC indicó que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica y para el mercado laboral están equilibrados, ya que a pesar de que la inflación en el corto plazo se ha ubicado por debajo del objetivo (2.0%), debido a los bajos precios de la energía y de algunos alimentos, la probabilidad de una persistente inflación por debajo de dicho objetivo ha disminuido; mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido ancladas.

Debido a la adecuada política de comunicación de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED, por sus siglas en inglés), el proceso de retiro de los estímulos no convencionales (conocido como *tapering*) había sido descontado por los mercados, por lo que al finalizar dicho proceso no se registró exceso de volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Como resultado del *Quantitative Easing*, la hoja de balance de la FED se expandió, alcanzando a octubre de 2014 un total de activos de US\$4.5 billones (gráfica 2), el cual se irá reduciendo gradualmente. La agencia proveedora de información financiera multinacional S&P Capital IQ, considera que el proceso de disminución iniciaría en octubre de 2015, hasta lograr que la hoja de balance alcance un tamaño “normal” (es decir, que corresponda a un crecimiento “natural” de las reservas bancarias y de los billetes y monedas en circulación).

La referida agencia señala que podrían existir al menos tres escenarios para la “normalización” del balance de la FED. El primero, denominado “pasivo”, implicaría que la FED mantenga los títulos que ha comprado hasta su vencimiento, por lo que la reducción de su hoja de balance terminaría en 2021. Un escenario intermedio sería vender antes del vencimiento parte de sus tenencias (particularmente, títulos respaldados por hipotecas), en cuyo caso la reducción ocurriría en 2018. Un tercer escenario, denominado “agresivo” significaría reducir la tenencia en 2016. En todo caso, existe cierto consenso en que el proceso de normalización de la hoja de balance empezaría en octubre de 2015 y que el escenario agresivo es poco probable.



Finalmente, el FOMC manifestó que mantendrá la tasa de interés de fondos federales en un rango de entre 0.0% y 0.25%, reiterando su compromiso de mantener las tasas de interés en niveles bajos por un tiempo considerable, de acuerdo al comportamiento de los indicadores económicos. Por ello, las expectativas de los analistas económicos se inclinan a que el incremento de las tasas de interés, podría iniciarse a mediados de 2015.

Fuente: Minutes of the Federal Open Market Committee, October 28–29, 2014; Bloomberg; S&P Capital IQ; y Moody's.

## RECUADRO 2 COYUNTURA ECONÓMICA ACTUAL DE LA ZONA DEL EURO

Los países de la Zona del Euro, tanto del centro como de la periferia, han venido observando una recuperación económica modesta en lo que va de 2014, que comenzó a debilitarse en el segundo trimestre. Dicho debilitamiento obedece a las condiciones económicas mundiales menos favorables que afectaron la confianza de los inversionistas. El sobreendeudamiento público y privado, la fragmentación financiera y los problemas estructurales aún no solventados, que afectan a la Zona, desde la crisis económica y financiera global de 2008 y 2009, han limitado una mayor recuperación del crecimiento económico de la región y han incidido en que la recuperación económica sea heterogénea.

No obstante, existe consenso que el crecimiento de la actividad económica se fortalecería gradualmente a lo largo de 2015, en la medida en que se consoliden las reformas estructurales emprendidas y se mejoren las condiciones de empleo y de financiamiento. La Comisión Europea (CE) proyecta que el crecimiento económico de la Zona del Euro podría ubicarse en 0.8% en 2014 y crecer 1.1% en 2015.

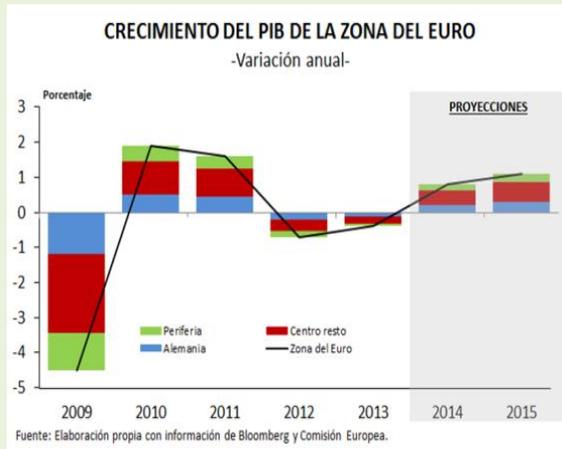
Cabe señalar que las perspectivas varían por país. En el grupo de la periferia, destaca el crecimiento de la actividad económica de España e Irlanda. En el caso de España, el mayor dinamismo está respaldado por una demanda externa más sólida y por un aumento de la demanda interna, asociado a la mejora de las condiciones financieras y el fortalecimiento de la confianza; según la proyección actual, el crecimiento podría ubicarse en 1.2% y 1.7% en 2014 y 2015, respectivamente. En cuanto a la actividad económica en Irlanda, se observaría un crecimiento más dinámico en 2014 y 2015 (4.6% y 3.6%, en su orden) como resultado del fortalecimiento del consumo privado y de una mayor demanda interna.

En el segundo grupo, integrado por las economías del centro, se observa una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento de Alemania, como consecuencia del debilitamiento de la demanda interna. En este grupo destacan Francia e Italia. Respecto a Francia, el estancamiento de su crecimiento en el primer semestre de 2014 y las proyecciones para 2015 no son optimistas. En lo que corresponde a la economía italiana, esta se contrajo en el primer semestre de 2014 y se espera que registre crecimiento positivo, hasta 2015.

La inflación ha seguido disminuyendo en la Zona, al igual que las expectativas. Dicha situación obedece, principalmente, a la caída de los precios internacionales de algunas materias primas y de la persistencia de brechas del producto negativas en la mayoría de países, lo que podría indicar que también persiste el riesgo de una deflación o de un período prolongado de inflación muy baja. En términos anualizados, la inflación podría ubicarse en 0.5% en 2014 y en 0.8% en 2015.

Las tasas de inflación de la Zona del Euro se mantendrían sustancialmente por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE); sin embargo, el Fondo Monetario Internacional estima que la inflación subirá gradualmente, en la medida que la recuperación se afiance y las brechas del producto disminuyan.

Entre los riesgos a los que está expuesta la frágil recuperación de la Zona del Euro se asocian los siguientes: crecientes tensiones geopolíticas y sus repercusiones en los mercados de materias primas y en la actividad real; y choques originados en los mercados financieros.



**Zona del Euro: Pronósticos 2014-2015**

	PIB REAL			INFLACIÓN			DESEMPLEO		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Bélgica	0.3	0.9	0.9	1.2	0.6	0.9	8.4	8.5	8.4
Alemania	0.1	1.3	1.1	1.6	0.9	1.2	5.3	5.1	5.1
Estonia	1.6	1.9	2.0	3.2	0.7	1.6	8.6	7.8	7.1
Irlanda	0.2	4.6	3.6	0.5	0.4	0.9	13.1	11.1	9.6
Grecia	-3.3	0.6	2.9	-0.9	-1.0	0.3	27.5	26.8	25.0
España	-1.2	1.2	1.7	1.5	-0.1	0.5	26.1	24.8	23.5
Francia	0.3	0.3	0.7	1.0	0.6	0.7	10.3	10.4	10.4
Italia	-1.9	-0.4	0.6	1.3	0.2	0.5	12.2	12.6	12.6
Chipre	-5.4	-2.8	0.4	0.4	-0.2	0.7	15.9	16.2	15.8
Letonia	4.2	2.6	2.9	0.0	0.8	1.8	11.9	11.0	10.2
Lituania	3.3	2.7	3.1	1.2	0.3	1.3	11.8	11.2	10.4
Luxemburgo	2.0	3.0	2.4	1.7	1.0	2.1	5.9	6.1	6.2
Malta	2.5	3.0	2.9	1.0	0.7	1.5	6.4	6.1	6.1
Países Bajos	-0.7	0.9	1.4	2.6	0.4	0.8	6.7	6.9	6.8
Austria	0.2	0.7	1.2	2.1	1.5	1.7	4.9	5.3	5.4
Portugal	-1.4	0.9	1.3	0.4	0.0	0.6	16.4	14.5	13.6
Eslovenia	-1.0	2.4	1.7	1.9	0.4	1.0	10.1	9.8	9.2
Eslovaquia	1.4	0.4	2.5	1.5	-0.1	0.7	14.2	13.4	12.8
Finlandia	-1.2	-0.4	0.6	2.2	1.2	1.3	8.2	8.6	8.5
<b>Zona del Euro</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>11.9</b>	<b>11.6</b>	<b>11.3</b>

Fuente: Comisión Europea

Fuente: Comisión Europea, European Economic Forecast Autumn 2014; y Fondo Monetario Internacional, Perspectivas Económicas Mundiales, octubre de 2014.

### RECUADRO 3

#### JAPÓN: SOSTENIBILIDAD Y FUTURO DE LAS POLÍTICAS ABENÓMICAS

Los efectos en el mediano plazo, derivados de la implementación de las medidas de política económica, denominadas *Abenómicas*, como se previó, dependen de varios factores, incluyendo la rigidez de las expectativas de inflación, la estrategia fiscal y su impacto en el crecimiento económico. Recientemente, el futuro de dichas políticas ha sido cuestionado, tras el anuncio de la caída del crecimiento económico del tercer trimestre de este año. Cabe recordar, que dichas políticas supuestamente debían otorgar a la tercera economía mundial un sólido crecimiento, pues se basaban en una combinación de tres pilares macroeconómicos, conocidos como "flechas", que se describen a continuación:

- i) *Monetaria*: el Banco de Japón (BoJ) reformó en abril de 2013 su política monetaria para alcanzar un objetivo de inflación de 2% en un plazo de dos años, mediante una "expansión cuantitativa", es decir, un aumento de la oferta de dinero mediante la compra de activos, lo que consecuentemente, estimularía la inversión y el consumo de las familias.
- ii) *Presupuestaria* (estímulos fiscales en el corto plazo y consolidación fiscal a mediano plazo): busca impulsar la actividad económica mediante planes de apoyo fiscal. A la fecha, el gobierno japonés ha gastado aproximadamente 125,000 millones de dólares.
- iii) *Reformas estructurales*: están en marcha varios cambios estructurales para transformar el sistema económico de Japón y elevar su crecimiento potencial.

Recientemente, la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón informó que el Producto Interno Bruto (PIB) para el tercer trimestre nuevamente registró un crecimiento negativo (-1.1%). La contracción registrada ubica a la economía japonesa en una recesión técnica, lo que constituye un importante retroceso para la política económica impulsada por el primer ministro Shinzo Abe, quien indicó que las cifras del PIB de este trimestre serían clave para tomar la decisión de proceder o no con el incremento de 8.0% a 10.0% del impuesto al consumo programado para octubre de 2015, medida implementada para reducir la elevada deuda pública de Japón, la más alta entre las economías desarrolladas (cercana al 250.0% del PIB).

Posteriormente, el primer ministro japonés en conferencia

de prensa anunció su decisión de posponer por 18 meses (hasta abril de 2017) la aplicación de la segunda fase del incremento al impuesto sobre las ventas previsto para octubre de 2015. En adición, Abe anunció la convocatoria a elecciones anticipadas (dos años de antelación), tras la disolución de la Cámara Baja del Parlamento de Japón en noviembre. Las elecciones probablemente serán programadas para mediados de diciembre, con lo cual el gobernante espera consolidar la mayoría del Partido Liberal Demócrata en dicha cámara, lo que supondría la continuidad del apoyo a la agenda de las políticas Abenómicas.

En cuanto al futuro de la primera flecha, se espera que la política monetaria contribuya, principalmente, a contrarrestar los efectos contractivos de las subidas del impuesto al consumo. En ese sentido, recientemente el BoJ ha dado un nuevo e inesperado estímulo monetario a la economía (*Quantitative Easing*), con el propósito de dinamizar la demanda y ayudar a combatir la deflación.

Para el BoJ, otro factor clave para terminar la persistencia de expectativas de deflación, es la comunicación. De hecho, el Banco Central, para ayudar a anclar las expectativas inflacionarias explica con claridad los indicadores que se emplean para determinarla. Este esfuerzo guiaría las expectativas cuando surja la necesidad de modificar, o incluso suspender, el programa de compra de activos. Si la inflación observada o la prevista se estancaran o si el crecimiento continuara siendo menor a lo esperado, estaría justificada la toma de medidas adicionales por parte del BoJ, pero sería esencial que tales medidas estuvieran acompañadas de reformas complementarias en favor del crecimiento (tercera flecha), en parte, debido a los riesgos potenciales para la estabilidad financiera.

En el ámbito fiscal (flecha presupuestaria), dado el alto nivel de endeudamiento público, la aplicación del segundo aumento del impuesto al consumo es esencial para la consolidación fiscal de mediano plazo, aunque posiblemente por la debilidad actual de la economía, el efecto pudiera ser negativo para la demanda interna. En ese sentido, el postergar la implementación revela la necesidad de buscar otras soluciones fiscales para mantener la confianza de los inversionistas internacionales en el país. Para el efecto, el Primer Ministro japonés informó que buscarán las medidas alternas que se consideren necesarias.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas Económicas Mundiales, octubre de 2014; y Fitch Ratings, Fitch: QE Expansion Signals Abenomics Challenges, noviembre de 2014.

### 3. Desempeño de las economías emergentes

En cuanto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la tasa de crecimiento prevista del PIB para el presente año se estima en 4.4%, superior a la que se espera en las economías avanzadas (1.8%), por lo que continuarán siendo el motor de crecimiento mundial. Cabe destacar que aunque dichas economías registraron una disminución en su tasa de crecimiento respecto del año anterior (4.7%), se prevé que para 2015 su desempeño mejore, pero seguiría siendo heterogéneo entre países y en algunos casos aún se observaría alguna ralentización. Según el FMI, los principales factores que afectan el crecimiento de estas economías son, por una parte, una demanda externa todavía débil y, por la otra, condiciones de financiamiento más restrictivas, la disminución en la demanda interna y, recientemente, la caída en los precios de las materias primas. Dicho organismo indica que la región de Asia emergente, en la que destacan la República Popular China, India y Malasia, estaría explicando la mayor parte del crecimiento de las economías emergentes y países en desarrollo, dado que se espera un mejor desempeño económico en 2014, al registrar el PIB una tasa de 6.5%, aunque inferior a su crecimiento histórico. En contraste, Rusia está presentando debilidades asociadas a los conflictos geopolíticos con Ucrania, derivados de la anexión de la península de Crimea a su territorio y por las sanciones impuestas por algunos países avanzados.

El FMI estima que la recuperación prevista para las economías avanzadas en 2014 permitiría que la actividad económica en las economías emergentes y países en desarrollo se dinamice; adicionalmente, señala que ante la necesidad de que estas economías implementen políticas para hacer frente a los posibles efectos de la normalización de la política económica estadounidense, los países con poco margen de maniobra serían los más susceptibles a tener efectos adversos en su desempeño macroeconómico, derivado de la heterogeneidad en los fundamentos económicos.

En la República Popular China durante los primeros tres trimestres del año se registraron tasas de crecimiento del PIB de 7.4%, 7.5% y 7.3%, respectivamente, resultados inferiores a los observados en 2013, pero congruentes con las previsiones. Recientemente las autoridades chinas adoptaron algunas medidas de estímulo entre las que destacan, en el ámbito fiscal, la reducción de impuestos a las pequeñas y medianas empresas. En materia de política monetaria, sobresalen los recortes en los niveles de reservas bancarias, que permitieron incrementar el crédito disponible de las instituciones financieras reguladas, así como la reducción de la tasa de referencia de crédito en noviembre de 2014 a 5.6% (por primera vez desde julio de 2012). Por su parte, el FMI ha indicado que el riesgo de un “aterrizaje forzoso” para la economía china se ha reducido, pero no ha desaparecido, debido a la dependencia del crecimiento económico de la inversión gubernamental y las exportaciones, a pesar de la intención de las autoridades de cambiar el modelo de crecimiento económico de manera que dependa más de la demanda interna, principalmente del consumo privado.

Por su parte, en la región de América Latina y el Caribe se espera que el PIB se sitúe en 1.3%, inferior a la tasa registrada en 2013 (2.7%), dada la desaceleración prevista en varias de sus principales economías, particularmente Brasil, Chile y Perú, países afectados, entre otros factores, por la disminución en su demanda externa, en especial la proveniente de la región asiática y europea. Por su parte, destaca el hecho que las economías con mayor vinculación comercial con los Estados Unidos de América (principalmente México y Colombia) se perfilan en 2014 con un crecimiento más sólido. La actividad económica se ha ralentizado ante la desaceleración de la demanda interna y un entorno externo menos favorable, principalmente para las economías vinculadas comercialmente con la República Popular China y la Zona del Euro. En este

comportamiento destaca, por una parte, la reducción en el crecimiento de Brasil (la mayor economía latinoamericana), de Chile y de Perú y, por la otra, las expectativas favorables para el crecimiento de México y Colombia.

En términos generales, la región registra una caída en la confianza de los agentes económicos, lo que se ha traducido en un debilitamiento de la inversión, ante una mayor incertidumbre acerca del desempeño económico mundial. Además, continúa enfrentando condiciones financieras más restrictivas, situación que ha influido en la depreciación del tipo de cambio en la mayoría de países de la región, ello ante la incertidumbre sobre el momento, la velocidad y la magnitud en que se realizaría la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América. No obstante, se estima que a partir del tercer trimestre del año la actividad económica en América Latina podría mejorar, impulsada por las mejores condiciones económicas en las economías avanzadas; por los riesgos relativamente contenidos con relación a una mayor desaceleración en la República Popular China; así como por una recuperación de la inversión.

En el caso de Brasil, se espera que en 2014 el PIB crezca 0.3% (2.5% en 2013). Desde el segundo trimestre de 2013, se observa una desaceleración en la actividad económica reflejada en la disminución de la tasa interanual del PIB (en el tercer trimestre de 2014 presentó una caída de 0.2%). Los principales factores que explican esta reducción son: una disminución en la demanda externa, principalmente de la República Popular China y de los países del Mercosur, especialmente de Argentina y Venezuela, así como de la caída en la producción industrial y la inversión. Respecto de la demanda interna, esta ha registrado un moderado crecimiento, aunque se observa una disminución en la confianza empresarial. Otros factores que han afectado la actividad económica brasileña son: el nivel elevado de inflación, que reduce el poder adquisitivo de las personas y limita el consumo; el encarecimiento del

costo de financiamiento; y la depreciación del tipo de cambio que afecta a los bienes importados.

Con respecto a Chile, se prevé que para 2014, el crecimiento del PIB se ubique en 2.0% (4.2% en 2013). Desde inicios de 2013, el PIB ha mostrado una disminución gradual, hasta registrar al tercer trimestre de 2014 una tasa de 0.8%, como resultado de una caída en la inversión, principalmente de maquinaria y equipo, una disminución en el consumo interno y la caída en los precios de las materias primas, principalmente del cobre, ante la disminución en la demanda externa.

En Perú, se anticipa que el crecimiento del PIB registre una tasa de 3.6% en 2014 (5.8% en 2013). Las variaciones observadas en los primeros tres trimestres del año se situaron en 5.7%, 1.7% y 1.8%, respectivamente. En el resultado del primer trimestre contribuyó principalmente el dinamismo de la demanda interna; sin embargo, a partir del segundo trimestre se observó una disminución en la inversión, en adición a una desaceleración de las exportaciones, en especial de metales como el cobre y el oro, ante la disminución en la demanda, principalmente de la República Popular China. No obstante, algunos indicadores de corto plazo sugieren que podría registrarse una mejora para finales del año.

En México, se espera que el crecimiento del PIB registre una variación de 2.5%, mayor a lo observado el año previo (1.1%). En efecto, en el tercer trimestre el PIB registró una variación interanual de 2.2%, la mayor tasa de crecimiento desde el primer trimestre de 2013, asociada principalmente a la mejora en la agricultura, la construcción, el comercio y la industria manufacturera. La recuperación económica de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, ha influido positivamente en su proceso de recuperación y se anticipa que continúe siendo un factor determinante. Es importante subrayar que para la actividad económica mexicana son relevantes las reformas económicas impulsadas por el gobierno, para reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico,

principalmente en sectores importantes como el energético y el de las telecomunicaciones.

En el caso de Colombia, se proyecta que el crecimiento del PIB para el presente año registre una tasa de 4.8% (4.7% en 2013). Dicho comportamiento responde al dinamismo de la demanda interna, el aumento en la inversión en maquinaria y equipo y la inversión en infraestructura, lo que contribuyó a que el crecimiento durante los trimestres primero y segundo fueran de 6.5% y 4.3%, en su orden. A pesar de que las exportaciones netas registrarían una caída, a causa de la reducción de los precios de algunas de las principales materias primas, se prevé que la recuperación económica de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, contribuya en su crecimiento económico, a partir del cuarto trimestre del año.

En Centroamérica, se prevé que el PIB registre una tasa de crecimiento de 3.1% para el presente año, ligeramente inferior a 2013 (3.2%); no obstante, las perspectivas para la región siguen siendo positivas, debido, por una parte, a que el impacto financiero de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América no sería significativo en estas economías, derivado del menor grado de integración a los mercados financieros internacionales y, por la otra, a que la referida normalización es una señal positiva acerca del desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, por lo que el impacto positivo se transmitiría por el canal real.

#### RECUADRO 4

### REPÚBLICA POPULAR CHINA: PRINCIPALES CONSIDERACIONES SOBRE SU EVOLUCIÓN ECONÓMICA FUTURA

Durante las últimas tres décadas, el desempeño económico de la República Popular China ha sido considerablemente elevado, al observar un crecimiento promedio anual de 10%. La estrategia que mantuvo a este país en una senda de rápido crecimiento por más de 30 años se basó en las reformas que se pusieron en marcha, inspiradas en Deng Xiaoping (máximo líder político de ese país, desde 1978), las cuales permitieron que más de 500 millones de personas salieran de la pobreza; que durante dicho período, se convirtiera en el mayor exportador y fabricante del mundo; y que en la actualidad se le considere la segunda economía más grande a nivel mundial.

Un informe del Banco Mundial (2012) señala que la República Popular China tiene el potencial para convertirse en 2030 en una sociedad moderna, armoniosa, creativa y con un nivel superior de ingresos *per cápita*; sin embargo, alcanzar esos objetivos no le será fácil, dado que no está exenta de riesgos. Al respecto, el informe plantea que para aprovechar sus oportunidades y hacer realidad su visión de desarrollo para 2030, la República Popular China necesita incluir, acciones como: i) adoptar reformas estructurales para fortalecer las bases de una economía de mercado; ii) acelerar el ritmo de la innovación; iii) aprovechar la oportunidad para volverse “verdes” (evitando la contaminación del medio ambiente), combinando incentivos de mercado, regulaciones, inversiones públicas, política industrial y desarrollo institucional; iv) promover la seguridad social para todos, facilitando el acceso igualitario al empleo y a la calidad de los servicios sociales; v) fortalecer el sistema fiscal; y vi) buscar relaciones mutuamente beneficiosas con el resto del mundo y convertirse en un actor proactivo en la economía mundial.

Luego del auge descrito, la economía china ha llegado a un punto de inflexión, por lo que para lograr un desarrollo más sustentable en el largo plazo se requiere el diseño de una nueva estrategia. En efecto, de acuerdo con los resultados de 2012 y 2013, el crecimiento económico en China fue de alrededor de 7.7%, tasa muy inferior a la tasa promedio observada en los últimos 30 años. Asimismo, en 2014, de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), continuó la desaceleración, reflejada en la debilidad del resultado de la actividad económica en el primer semestre, así como en la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento del mencionado organismo para 2014 y 2015 (7.4% y 7.1%, respectivamente).

Los temores de una mayor moderación del crecimiento de la República Popular China han aumentado y no se descarta la posibilidad de un aterrizaje forzoso a mediano plazo. En ese sentido, surge una interrogante importante: ¿puede la República Popular China seguir manteniendo una de las tasas de crecimiento económico más altas del mundo, a pesar de la disminución observada a partir de 2012?

En general, un país no puede seguir creciendo a tasas elevadas una vez que ha alcanzado cierto grado de desarrollo

económico. En ese sentido, las autoridades chinas impulsan un programa de reforma estructural con el objetivo de rebalancear su modelo de crecimiento económico, para que se reduzca la dependencia de la inversión impulsada por las facilidades de crédito y que se centre en el incentivo del consumo privado, lo cual coadyuvaría a obtener una tasa de crecimiento de la actividad económica más sostenible en el largo plazo. Para el efecto, en 2014 las autoridades chinas iniciaron un proceso de reformas tendentes a apuntalar el crecimiento, entre las que destacan el plan de reforma integral para estabilizar las finanzas públicas, la reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa, la aceleración del gasto fiscal y de infraestructura, así como los recortes focalizados de los encajes bancarios legales.

Sobre esa base, se proyecta que el crecimiento se modere a un ritmo más sostenible para 2015 y 2016, con tasas ligeramente por encima de 7%, en la medida en que el menor aumento del crédito de los sectores bancario y no bancario desacelere la inversión y que la actividad en el sector inmobiliario continúe moderándose.

En opinión del Banco Mundial, la implementación de las reformas puede acelerar el potencial de crecimiento económico chino, pero no va a revertir una moderación del crecimiento en la próxima década. Además, estima que sin una acción política, la desaceleración del potencial del crecimiento en el mediano plazo podría ser más grave. Algunas medidas de política, como la inversión adicional en infraestructura, podrían ayudar a amortiguar el impacto inmediato del choque; sin embargo, complicarían el desafío de reequilibrar la demanda para que dependa menos de la inversión y más del consumo.

El Banco Mundial señala que la ampliación de la red de protección social, mediante una reducción de la alta tasa de contribución a la seguridad social y la mejora de las prestaciones de atención de la salud, ayudaría a reducir las tasas de ahorro de los hogares y a elevar el consumo interno. Esta estrategia de reequilibrio interno, aunada a una mayor flexibilización del tipo de cambio nominal, también contribuiría al reequilibrio mundial.

El FMI estima que resulta crucial la implementación de los elementos básicos del plan de reforma estructural de las autoridades chinas, los cuales tienen por objeto reforzar la regulación y supervisión del sector financiero, reducir las garantías implícitas, liberalizar la tasa pasiva y usar las tasas de interés en lugar de las metas cuantitativas en la conducción de la política monetaria, lo que incentivaría una valoración de riesgos basada en el mercado.

Finalmente, dado que la economía mundial está evidenciando una etapa de menor dinamismo, el gobierno chino tendrá que afrontar un conjunto de riesgos y, al hacerlo, deberá aferrarse al principio de que las respuestas de política económica de corto plazo deben apoyar, no socavar, las prioridades de reforma de largo plazo.

Fuente: Banco Mundial (2012), “China 2030. Building a Modern, Harmonious, and Creative High Income Society”; Development Research Center of the State Council, the People’s Republic of China, “Special Topic: An Update of China’s Fiscal and Tax Reforms”, octubre de 2014; y Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014.

#### 4. Mercados financieros internacionales

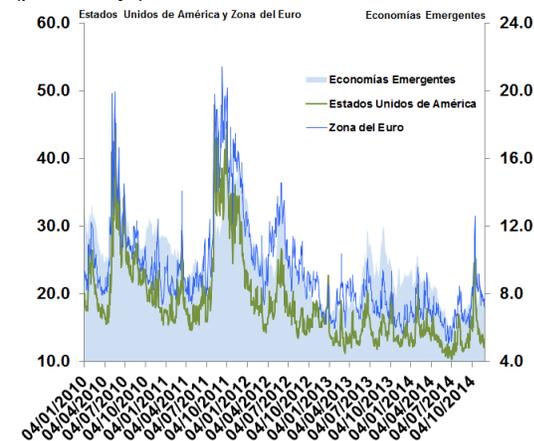
En el primer semestre de 2014, los mercados financieros internacionales exhibieron una moderada volatilidad; sin embargo, en el segundo semestre se observó un repunte derivado, principalmente, de la mayor incertidumbre acerca de la recuperación económica mundial.

En el segundo semestre del año, uno de los acontecimientos más importantes fue la finalización del estímulo cuantitativo (*tapering*) y las expectativas de incremento en la tasa de interés objetivo por parte de la FED en el segundo semestre de 2015. Cabe señalar que el margen de maniobra de la FED se ve favorecido por las menores presiones inflacionarias, en un entorno de mayor fortaleza del dólar, de la caída en el precio del petróleo y de los combustibles. No obstante, como se indicó, existe el riesgo de que el proceso de normalización de la política monetaria ocurra más rápido de lo previsto, lo que podría tener importantes efectos en los mercados financieros, al generar una mayor aversión al riesgo, salida de capitales y, por ende, depreciaciones cambiarias en algunas economías emergentes.

Las condiciones financieras para los mercados emergentes y países en desarrollo han mejorado significativamente, desde el segundo semestre de 2013. En efecto, los costos de financiamiento soberano para dichos países han caído, lo que se atribuye, en buena parte, a la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de los países avanzados, especialmente de Alemania, ante la expectativa que el Banco de Japón y el Banco Central Europeo mantengan su tasas de interés de política monetaria en niveles bajos por un período prolongado, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, porque la inflación muy baja, podría generar expectativas de deflación. Otro factor favorable para las expectativas del crecimiento global es el reciente descenso de los precios internacionales del petróleo, a causa, no solo de una mayor oferta, sino de una moderación de las expectativas de demanda y de la apreciación del dólar, tanto en los países desarrollados como emergentes.

**Gráfica 2**

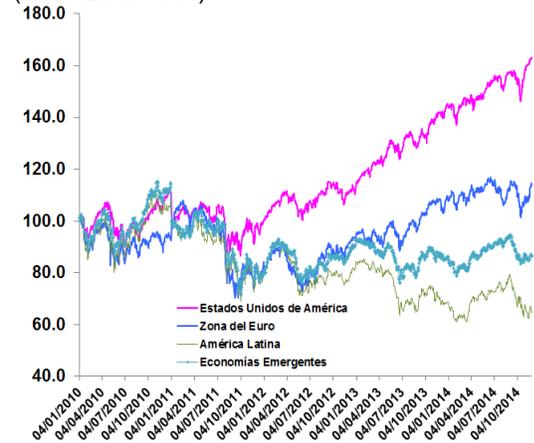
Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)  
2010-2014  
(porcentaje)



(1) Al 28 de noviembre de 2014.  
(2) Los índices de volatilidad corresponden en la Zona del Euro al VIX del Euro Stoxx 50; en los Estados Unidos de América al Standard & Poor's 500; y en las economías emergentes al índice de volatilidad implícita de JP Morgan. Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 3**

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



(1) Al 28 de noviembre de 2014.  
(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al Eurostoxx 50; en los Estados Unidos de América al Standard & Poor's; y en las economías emergentes y América Latina al MCSI. Fuente: Bloomberg.

El FMI, en su Reporte de Estabilidad Financiera Global de octubre de 2014, subraya que los mercados financieros han mostrado un fuerte incremento (en especial los accionarios), a pesar de que los indicadores de desempeño económico en la mayoría de países no son lo suficientemente sólidos para justificarlo, lo que ha propiciado un importante aumento en el precio de los activos financieros. Ello podría ser resultado de que en el ambiente actual de tasas de interés excepcionalmente bajas, los inversionistas, en la búsqueda de mejores rendimientos, asumen mayor riesgo. En ese sentido, algunos analistas internacionales han destacado que podrían estar gestándose burbujas financieras, las cuales, eventualmente tendrían importantes consecuencias para la estabilidad financiera global y el sector real.

## 5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante 2014, los precios de las materias primas registraron dos episodios: una tendencia al alza en el primer semestre y una a la baja en el segundo. El alza registrada en el primer semestre obedeció, entre otras causas, al aumento observado en los precios de los energéticos, asociado a factores geopolíticos, principalmente por la crisis de la península de Crimea y el posterior movimiento separatista ucraniano, que se agregó a los conflictos en Medio Oriente. En el segundo semestre del año, la tendencia en los precios internacionales se revierte, en respuesta, principalmente a factores fundamentales del mercado. En primer lugar, por el lado de la demanda, se ha venido registrando un debilitamiento, ante temores de menor crecimiento económico, tanto de las economías avanzadas como de las economías emergentes y países en desarrollo, principalmente de la República Popular China. Por el lado de la oferta, existen excedentes que se han traducido en una presión a la baja en los precios de dichos productos, especialmente en los Estados Unidos de América. En adición, la apreciación que se registra en el dólar estadounidense (moneda en la cual están

expresadas las transacciones de materias primas a nivel mundial) respecto de las principales divisas, también influyó en la baja, aunque de manera menos significativa (véase recuadro 5).

### a) Petróleo

En términos globales, durante 2014, el precio internacional del petróleo fue afectado tanto por factores de mercado (oferta y demanda), como por factores geopolíticos. Durante el primer semestre, el precio fue impulsado al alza, por el lado de la oferta, por los problemas de producción de algunos países importantes, la reducción en los niveles de inventarios a nivel mundial y, por el lado de la demanda, por la moderación que se presentó en las economías avanzadas y emergentes. Entre los factores geopolíticos, destaca el inicio de la crisis en la región del Mar del Norte, causada por la anexión de la Península ucraniana de Crimea a Rusia, y el posterior movimiento separatista de la región este de Ucrania, que también busca su anexión a Rusia, aspecto que provocó un incremento en el precio internacional, ante la expectativa de una posible suspensión en el suministro de petróleo proveniente de la región, así como la posibilidad de que el conflicto se extendiera a otras áreas aledañas. Cabe señalar que aunque el proceso de negociación de la comunidad internacional redujo las tensiones, estas continúan latentes. En el segundo semestre del año, las previsiones de una actividad económica mundial más moderada, provocaron una importante reducción en el precio del petróleo, ante la expectativa de una disminución en la demanda en combinación con un excedente en la producción a nivel mundial, debido al incremento y la recuperación de la producción de varios países. Concretamente, por el lado de la oferta, se registra un importante incremento en la producción de varios países, destacando Estados Unidos de América por el uso de técnicas modernas y de perforación que permitió la extracción del denominado “*shale oil*”. En lo que respecta a la Organización de Países Exportadores

de Petróleo (OPEP), responsable de aproximadamente un 40.0% del suministro mundial de petróleo, esta ha realizado un incremento en su producción, explicado en parte, por la recuperación en la extracción de crudo en varios de sus países miembros, destacan Libia e Irak, luego de que los enfrentamientos internos afectaran la infraestructura petrolera, situación que compensó la reducción en la producción en Irán, ante el embargo petrolero por parte de la Unión Europea, debido a su programa nuclear, aunque continúa negociando la eliminación de dichas sanciones económicas, lo cual podría permitir al país reincorporarse al mercado europeo. Cabe indicar que el nivel de producción de la organización es superior a la cuota establecida de 30.0 mbd y, a pesar de que se había previsto algún cambio en la cuota de producción, la misma no fue modificada en la reunión de finales de noviembre.

El Departamento de Energía de los Estados Unidos de América informó que las interrupciones en la producción de petróleo por diversos factores disminuyeron a partir del mes de junio del presente año, situándose a octubre en aproximadamente 2.6 mbd, de los cuales 2.0 mbd se dejaron de producir en los países miembros de la OPEP y 0.6 mbd en otros países productores, situación que contribuyó en la disminución del precio internacional de petróleo, ante una mayor oferta disponible.

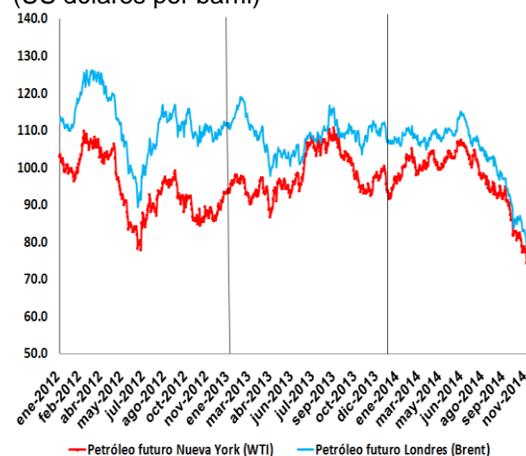
La firma IHS CERA (Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates)<sup>4</sup> prevé que el volumen de la producción mundial de petróleo para 2014 se sitúe en 92.7 millones de barriles diarios (mbd), cifra superior en 2.0 mbd respecto de la producción registrada en 2013 (90.7 mbd).

Por el lado de la demanda, las perspectivas de una desaceleración en la actividad económica mundial, contribuyeron a que durante el segundo semestre del año, el precio internacional del crudo registrara una reducción, como consecuencia de la disminución prevista en la demanda mundial, principalmente de la República Popular China y de Japón. El primer país registra un proceso de reestructuración económica que ha provocado una disminución en su consumo de petróleo y, el segundo país, afronta un lento proceso de recuperación económica, que también se ha

<sup>4</sup> Empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energético a nivel mundial y regional (incluyendo, petróleo, productos refinados y gas natural).

**Gráfica 4**

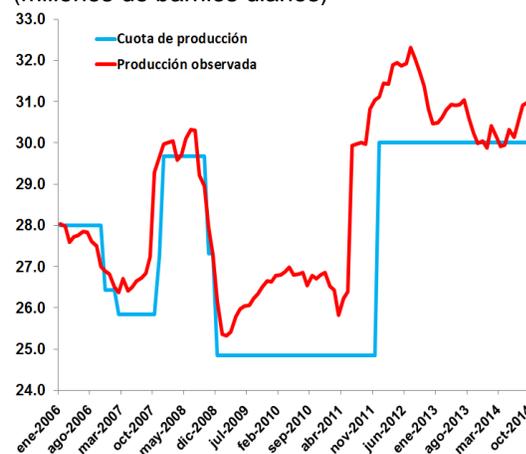
Precio Internacional del Petróleo (1)  
(US dólares por barril)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 28 de noviembre de 2014.  
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 5**

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



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

traducido en una menor demanda. Además, el proceso de recuperación económica en la Zona del Euro continúa débil, lo que también ha provocado que este bloque reduzca su demanda. Respecto del principal consumidor de petróleo a nivel mundial, Estados Unidos de América, su participación en el mercado internacional disminuyó (importaciones) derivado del incremento en su producción interna; no obstante, el nivel de importaciones sigue siendo importante. IHS CERA estima que para 2014 la demanda mundial de petróleo se situaría en 92.6 mbd, superior en 0.9 mbd respecto de la demanda registrada en 2013.

En resumen, el balance entre oferta y demanda es ligeramente positivo, situación que reduce los riesgos de un alza significativa del precio internacional, en el corto plazo. No obstante, persisten los riesgos geopolíticos en Medio Oriente, así como presiones de algunos países miembros de la OPEP para insistir en recortes en su producción y, de esta forma, favorecer el precio del crudo.

### Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de enero 2014			Estimación de noviembre 2014		
	2013(a)	2014(b)	Variación	2013(a)	2014(b)	Variación
Oferta	91.5	93.6	2.1	90.7	92.7	2.0
Demanda	92.1	93.7	1.6	91.7	92.6	0.9
Balance (oferta - demanda)	-0.6	-0.1	-----	-1.0	0.1	-----

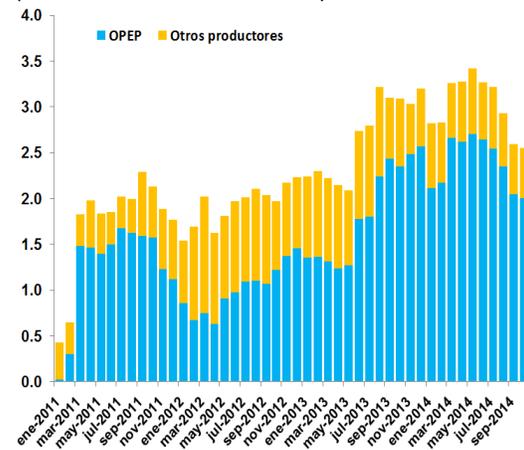
(a) Cifras preliminares.  
(b) Cifras proyectadas.  
Fuente: IHS CERA.

### b) Gasolinas

En cuanto a los refinados de petróleo, particularmente la gasolina, durante 2014 el precio en los Estados Unidos de América ha tenido un comportamiento congruente con la evolución del precio internacional del petróleo. Durante el primer semestre, el incremento en el precio, obedeció a la reducción en el nivel de inventarios, causada por el mantenimiento no planificado de algunas refinerías, que en algunos casos obligó a la paralización de industria petroquímica; el aumento en la demanda externa y el incremento estacional en la demanda, ante el inicio del verano en los Estados Unidos de América. Durante el segundo semestre, el precio de la gasolina mostró una tendencia a la baja,

### Gráfica 6

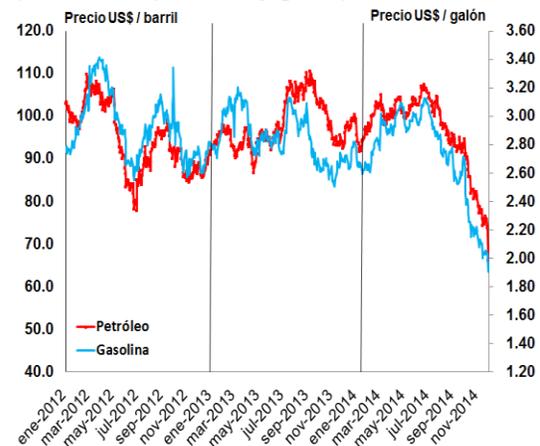
Interrupciones en el suministro mundial de petróleo (1)  
(millones de barriles diarios)



(1) Con información a octubre de 2014.  
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

### Gráfica 7

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 28 de noviembre de 2014.  
Fuente: Bloomberg.

derivado de la disminución en la demanda en los Estados Unidos de América, lo que marcó el fin de la temporada de verano; y la disminución en la demanda de otros importantes consumidores, como la Zona del Euro.

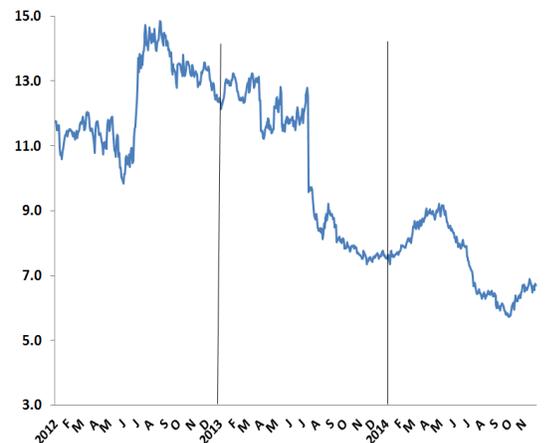
**c) Maíz amarillo**

Durante 2014, el precio internacional del maíz amarillo, en general, presentó una tendencia a la baja. No obstante, durante el primer cuatrimestre del año mostró un incremento, como resultado de las previsiones sobre posibles daños en la producción en Sudamérica por sequías, principalmente en Argentina y en Brasil, que afectarían la disponibilidad del grano en dichos países. Asimismo, la crisis entre Rusia y Ucrania contribuyó a elevar el precio internacional, principalmente en marzo, ante las expectativas de que un conflicto militar en la región pudiera comprometer el suministro del grano proveniente de ambos países. A partir de mayo, la perspectiva de una producción récord de maíz amarillo observada en la cosecha 2013/2014 y la prevista para la cosecha 2014/2015, permitió que se registrara una significativa reducción en el precio internacional, incluso por debajo de los niveles registrados en 2012; sin embargo, recientemente se ha observado una recuperación en el precio, asociada nuevamente a expectativas de posibles daños en la producción por factores climáticos.

En cuanto a la producción mundial, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) informó que esta alcanzará niveles récord para la temporada 2014/2015, situándose en 990.3 millones de toneladas métricas (mtm), producción similar a la cosecha previa (989.2 mtm). Esta situación se explica por los pronósticos de una cosecha abundante en los Estados Unidos de América, la Unión Europea, Serbia, Filipinas y Rusia. Respecto a la demanda mundial para el período 2014/2015, esta se estima en 971.8 mtm, superior en 1.9% al del año anterior (954.0 mtm), debido al incremento en el consumo previsto para los Estados Unidos de América, la República Popular China, México, Brasil y Rusia. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 191.5 mtm, superior en 10.7% respecto de la cosecha anterior (173.0 mtm).

**Gráfica 8**

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 28 de noviembre de 2014.  
Fuente: Bloomberg.

En cuanto al precio del grano, mientras no ocurran cambios importantes en la oferta y la demanda, se prevé que su nivel seguirá siendo bajo, ante la recuperación en los inventarios mundiales, la disminución de las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro y el continuo fortalecimiento del dólar estadounidense.

## Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	868.0	989.2	990.3	14.0	0.1
Consumo	864.7	954.0	971.8	10.3	1.9
Déficit / Superávit	3.3	35.2	18.5	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

### d) Trigo

El precio internacional del trigo, registró un incremento en el primer semestre, el cual se atribuye a daños en la producción que causaron factores climáticos adversos, en los Estados Unidos de América (heladas), en Rusia, Kazajistán y Argentina (sequías); así como, por el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania que generó la expectativa de una posible suspensión en los suministros provenientes de la región del Mar Negro. Sin embargo, durante la mayor parte del segundo semestre se observó una baja asociada, principalmente, a las expectativas de una favorable producción mundial del grano para la presente cosecha (2014/2015), debido a la mejora en las condiciones climáticas de algunas de las principales zonas productoras. Cabe indicar que recientemente se ha registrado un repunte en el precio internacional, asociado a expectativas de condiciones climáticas adversas en la región del Mar Negro (sequías), los Estados Unidos de América y Australia (heladas), situación que cambió la tendencia del precio, aunque aún permanece en niveles bajos respecto de los dos años previos.

### Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 28 de noviembre de 2014.

Fuente: Bloomberg.

Según el USDA, la producción mundial de trigo se situaría en 719.9 mtm, superior en 0.7% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (714.7 mtm), destacando la producción de la Unión Europea, Rusia, la República Popular de China, India, Ucrania y Argentina. En el caso de Estados Unidos de América, el mayor exportador a nivel mundial, su producción se reduciría, principalmente, por la sustitución de cultivos, como el maíz amarillo y la soya.

El consumo mundial de trigo se estima en 712.7 mtm, superior en 1.3% al registrado el año previo (703.8 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 192.9 mtm, cifra superior en 3.9% respecto a la cosecha 2013/2014 (185.7 mtm). Con anterioridad, instituciones como la Organización para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), el FMI y el Banco Mundial, han indicado que la previsión del nivel de inventarios ha mejorado, razón por la cual no habría importantes presiones sobre el precio internacional.

### Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	657.9	714.7	719.9	8.6	0.7
Consumo	679.3	703.8	712.7	3.6	1.3
Déficit / Superávit	-21.4	10.9	7.2	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

## RECUADRO 5

### LA RECIENTE APRECIACIÓN DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y SU EFECTO EN LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

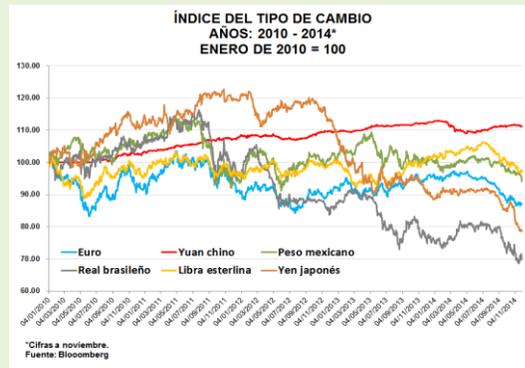
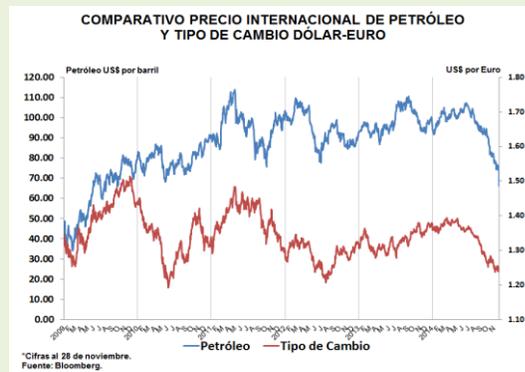
En los últimos meses, en términos generales, la apreciación del dólar de los Estados Unidos de América ha coincidido con la caída de los precios de algunas materias primas, en especial del petróleo. En efecto, la cotización internacional del precio del crudo se ha reducido en alrededor del 30% de julio a noviembre, mientras que la cotización del dólar estadounidense ha registrado una apreciación de aproximadamente 8% respecto al euro y a la libra esterlina y de 14% respecto al yen japonés, en el mismo período.

La relación entre la apreciación del dólar y la caída de los precios de las materias primas no es coincidencia. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), durante los últimos años, los precios de dichos productos, en general, han mantenido una correlación inversa con el tipo de cambio del dólar estadounidense (tanto en términos nominales como reales), debido, entre otras cosas, a que existen varios canales de transmisión que provocan dicho efecto. A continuación se describen los más importantes:

- i) **Poder de compra:** Por el lado de la demanda, se debe considerar que la mayoría de las materias primas (el petróleo, los metales preciosos y los industriales, así como el trigo y el maíz) se cotizan en dólares y, por tanto, una apreciación (depreciación) de dicha moneda encarece (abaratada) los precios de las materias primas para los consumidores que no utilizan el dólar como moneda de curso legal, por lo que, disminuye (aumenta) su demanda. En tanto que, por el lado de la oferta, las menores (mayores) presiones sobre los precios de las materias primas se derivan de las menores (mayores) ganancias en moneda local que obtienen los productores que no pertenecen a países que utilizan al dólar como su moneda.
- ii) **Activos:** La apreciación (depreciación) del dólar aumenta (disminuye) los rendimientos que los activos denominados en dólares generan en otras monedas, lo que puede convertir a las materias primas en una clase de activos menos (más) interesantes para los inversionistas extranjeros. Además, la apreciación del dólar disminuye los riesgos de presiones inflacionarias en los Estados Unidos de América y desincentiva a los agentes económicos a invertir en activos reales, como las materias primas, para protegerse contra la inflación.

- iii) **Otros canales:** Una apreciación (depreciación) del dólar podría llevar a otras economías a adoptar políticas monetarias más (menos) restrictivas, en especial en los países cuyas monedas están considerablemente vinculadas al dólar. El resultado podría ser un alza (baja) de las tasas de interés y una reducción (aumento) de la liquidez, lo que consecuentemente disminuiría (aumentaría) la demanda de materias primas y otros activos.

No obstante, es importante destacar que el comportamiento de la cotización internacional de las materias primas es influenciado por diversos factores de oferta y de demanda, por lo que, la relación inversa descrita, aunque importante, es sólo uno de los que han incidido en la coyuntura actual de dichos precios, que aunque no es trivial, se considera que podría ser temporal.



Fuente: Bloomberg; y Fondo Monetario Internacional, "La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos", Perspectivas Económicas Mundiales de Abril 2008.

## 6. Inflación y política monetaria

La inflación mundial ha registrado diferentes tendencias, según la región de que se trate. En las economías avanzadas se ubica en niveles por debajo de 2%, con excepción de Japón, donde ha aumentado como resultado de una política monetaria altamente expansiva y por el alza del impuesto a las ventas de 5.0% a 8.0%, implementado en abril. En la Zona del Euro la deflación sigue siendo un riesgo relevante. En las economías emergentes y países en desarrollo, la inflación ha registrado una tendencia al alza, debido al incremento en el precio de los alimentos. Similar situación se observa en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, en donde la inflación también ha registrado alzas que, en buena medida, se explican por el aumento de la inflación de alimentos. Vale mencionar que en el corto plazo, la reducción de los precios de la energía, principalmente del petróleo y derivados, podrían contener las presiones inflacionarias en la mayoría de regiones del mundo.

En los Estados Unidos de América, durante 2014 la inflación tiende a reducirse y a octubre se sitúa en 1.66%, por debajo del objetivo de largo plazo establecido por la FED (2.0%), favorecida por la disminución en el costo de la energía, entre otros factores. Con relación a las perspectivas de inflación, por un lado, se estima que podrían observarse presiones inflacionarias en la medida en que empiecen a elevarse los salarios reales y, por el otro, se considera que la reciente disminución del precio del petróleo y la apreciación del dólar estadounidense ejercen presiones a la baja. En ese escenario, los mercados esperarían que la tasa de interés objetivo permanezca sin ningún cambio luego de la finalización del *tapering*.

En la Zona del Euro, desde el año anterior la inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de política monetaria de 2.0%, reduciéndose de manera significativa en 2014 (0.38% a octubre) debido, en parte, al débil crecimiento económico y al riesgo de deflación, lo que continúa dificultando la reducción de los

desequilibrios entre los países del centro y la periferia. En ese contexto, el BCE en septiembre redujo por segunda vez en el año su tasa de interés de política monetaria para ubicarla en un mínimo histórico de 0.05%; además, anunció programas de compras de activos, los cuales iniciaron en octubre y se prevé que se mantendrían, al menos por dos años. Dichas medidas, generarían una expansión importante de la hoja de balance del BCE (similar a la de 2012), que ayudaría a facilitar las condiciones crediticias y, por ende, brindar impulso a la actividad económica; además, ayudarían a anclar las expectativas de inflación de mediano plazo al objetivo del banco central. Se prevé que la inflación permanezca baja en el corto plazo (0.5% a finales de 2014), previo a aumentar gradualmente en 2015 (1.0%), reflejo de la mejora prevista en la actividad económica. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE ha reafirmado su compromiso de adoptar instrumentos no convencionales adicionales, dentro de su mandato, si la inflación se sitúa por un período prolongado en niveles bajos. Por supuesto, dicha postura de política monetaria no está exenta de riesgos, pero al parecer el BCE está privilegiando el apoyo al crecimiento económico.

En el caso de Japón, la inflación se ha acelerado en 2014, ante los estímulos fiscales y monetarios adoptados por el gobierno el año anterior (políticas Abenómicas) que han contribuido a contrarrestar el proceso deflacionario registrado por muchos años en dicho país; sin embargo, el incremento del impuesto al consumo, que se ha comentado, impulsó la inflación a sus niveles más altos en décadas, por lo que la inflación se ubicó, a octubre de 2014, en 2.90%. En ese contexto, el Banco Central de Japón (BCJ) ha indicado que con el propósito de alcanzar su objetivo de 2.0% de inflación, mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario. No obstante, no se descarta el riesgo de una nueva disminución en la inflación, dada la debilidad de la demanda interna y la disminución sustancial de los precios del petróleo, por lo que para

evitar que dicho riesgo se materialice y mantener el impulso y las expectativas ancladas, en octubre se consideró oportuno ampliar el programa de flexibilización monetaria, incrementando la base monetaria a un ritmo anual de alrededor de ¥80.0 billones de yenes (una adición, entre ¥10.0 y ¥20.0 billones de yenes) y acelerando su programa de compras de activos, por medio de bonos soberanos japoneses para que sus tenencias aumenten a un ritmo anual de ¥80.0 billones de yenes (una adición de ¥30.0 billones de yenes).

Para las economías emergentes y países en desarrollo, en 2014 se prevé que la inflación se ubique en 5.5%, similar a lo observado en 2013. Cabe mencionar que, en las principales economías que integran este bloque, la inflación, en general, ha mantenido una tendencia al alza. Dado el actual entorno internacional, en el que se combinan flujos de capitales negativos, que influyen en mayores depreciaciones cambiarias, con la existencia de pocos espacios para mantener la estabilidad macroeconómica, ha dado origen a que la respuesta de política monetaria sea divergente. Por ello, algunos países han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, mientras que otros la han elevado. En la República Popular China, la inflación se ubica por debajo del objetivo de mediano plazo (3.50%) explicado, en parte, por la desaceleración del crecimiento económico, lo que apunta a que, de ser necesario, aún se dispone de espacio para proporcionar nuevos estímulos que mitiguen la ralentización de su ritmo de crecimiento económico. De esa cuenta, en noviembre, las autoridades monetarias chinas redujeron las tasas de interés de referencia de crédito en 40 puntos básicos, situándola en 5.60%. Esta tasa se había mantenido invariable desde julio de 2012.

Respecto a las inflaciones de las principales economías de América Latina, que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil), durante 2014 han mantenido una tendencia alcista y, a octubre, se sitúan por arriba del límite

superior del rango meta de inflación establecido por las autoridades monetarias, con excepción de México. En este comportamiento, influye el alza en el precio de los alimentos. No obstante, se espera que los niveles de inflación converjan a los objetivos de los bancos centrales. El comportamiento de la inflación provocó diferentes tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias; Brasil y Colombia incrementaron sus tasas de interés de política monetaria, hasta ubicarlas en 11.25% y 4.50%, respectivamente. En Brasil, se ha incrementado la tasa de política en 4 ocasiones (125 puntos básicos en total) durante 2014, ante presiones internas de los precios y, posiblemente como medida preventiva para aminorar los efectos de la normalización de la política monetaria estadounidense. En Colombia se ha incrementado en 5 ocasiones (125 puntos básicos en total), porque la demanda agregada se ha fortalecido y se ha reducido la tasa de desempleo, previéndose que la actividad económica continúe creciendo cerca de su nivel potencial.

En México, Perú y Chile se registraron reducciones en las tasas de interés y a noviembre se situaban en 3.00%, 3.50% y 3.00%, en su orden. En el caso de México, la tasa de interés se redujo en una única ocasión (50 puntos básicos en total), decisión que se fundamentó en el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica, que se registró en el último trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2014, medida que contribuyó a la mejora en el desempeño macroeconómico en el segundo semestre de 2014. En Perú se disminuyó en dos ocasiones (50 puntos básicos en total), debido a que la actividad económica ha mostrado señales de un menor dinamismo que lo esperado y porque los factores de oferta que incidieron en el aumento de la inflación se han venido moderando. En Chile se redujo en seis ocasiones (150 puntos básicos en total), porque la evolución de la demanda interna y externa, así como el empleo, continuaron reflejando, a lo largo del año, una ralentización de la

actividad económica.

En Centroamérica la inflación se ha mantenido moderadamente al alza, asociada principalmente al aumento en el rubro de alimentos. En todos los países de la región, a noviembre, la inflación ha permanecido dentro del rango establecido por cada Banco Central, excepto en Costa Rica y en Nicaragua, en donde a noviembre la inflación se situó en 5.89% y 7.62%, en su orden, mayor al límite superior establecido por los bancos centrales. Cabe indicar que en Costa Rica la autoridad monetaria incrementó, en mayo de este año, su tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, ubicándola en 5.25%.

En Guatemala, durante 2014, la Autoridad Monetaria disminuyó la tasa de interés líder de política monetaria en 100 puntos básicos en marzo y junio (25 puntos básicos en cada ocasión); en tanto que, en noviembre (50 puntos básicos), hasta ubicarla en 4.00%.

## B. ENTORNO INTERNO

### 1. Actividad económica

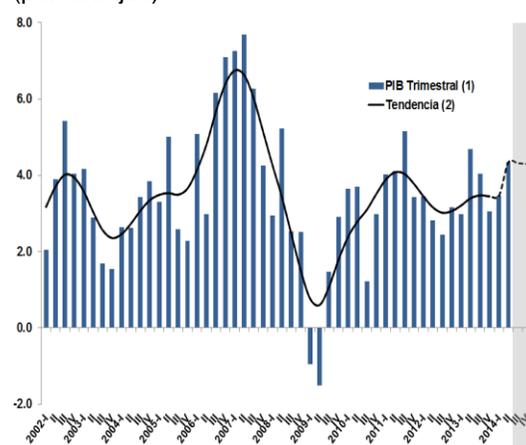
El crecimiento de la actividad económica nacional en 2014, medido por el Producto Interno Bruto en términos reales, se estima en 4.0%, superior al registrado el año previo (3.7%); así como al PIB potencial (3.5%), lo que proviene de un mayor dinamismo en la demanda interna, explicado, principalmente, por el incremento de 4.0% en el consumo privado (3.9% en 2013), que representa alrededor del 85.0% del producto interno bruto, asociado a un aumento de las remesas familiares y del ingreso de los hogares.

Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 3.0%, asociado al mayor dinamismo en la inversión en construcción privada y la mayor ejecución de obras de ingeniería civil.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un crecimiento, en términos reales, de 7.1%, superior al registrado en 2013 (5.8%), impulsadas, principalmente, por el crecimiento, en volumen, de níquel y plomo, banano, grasas y aceites combustibles, entre otros. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento de 4.6%, superior al año previo (3.9%), derivado de un mayor dinamismo, en términos de volumen de bienes de consumo duraderos, de combustibles y lubricantes, así

**Gráfica 10**

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.

como de bienes de capital para la agricultura.

Por el lado del origen de la producción, destaca el dinamismo de los sectores siguientes: Explotación de minas y canteras; Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios privados; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican casi el 77.0% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2014 (ver anexo 4).

En ese contexto, algunos indicadores de corto plazo sustentan la referida estimación de cierre. En efecto, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), a octubre de 2014, registró una variación interanual de la tendencia-ciclo de 4.0% y las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, lo que se refleja en el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE). A noviembre del presente año, el indicador se situó en 51.25 puntos, superior en 4.89% respecto del registrado el mes anterior (48.86 puntos). Vale subrayar que en los últimos cuatro meses dicho indicador se ha incrementado en 11.94 puntos, lo que denota una recuperación en la confianza de los agentes económicos.

## 2. Inflación

### a) Observada

A noviembre de 2014, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 3.38%, por debajo del valor puntual, pero dentro del margen de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento a la baja en el ritmo inflacionario observado desde noviembre de 2013 se revirtió a partir de julio de 2014, principalmente por la reciente tendencia al alza en el precio de los alimentos. Entre otros factores, incidieron negativamente los efectos de una canícula más prolongada de lo normal, lo que afectó el precio de los cultivos de algunos granos básicos, principalmente el maíz blanco e indirectamente los productos de tortillería. En efecto, a partir de julio se

empezó a manifestar una disminución significativa en la cantidad de lluvia en la mayor parte del territorio nacional, principalmente en el área que comprende el Corredor Seco (Chiquimula, Zacapa, Jutiapa, Jalapa, Santa Rosa y El Progreso), lo que incidió en la producción de subsistencia de las familias que habitan en dicha región en alrededor del 80% del área cultivada, lo que se agudizó en agosto. No obstante, de acuerdo con el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), las cosechas del Corredor Seco representan entre un 5% y 7% de la producción nacional, lo cual no significó un impacto considerable en el abastecimiento del mercado ni en el precio medio del maíz y del frijol, debido a que la canícula coincidió con la etapa baja del ciclo de cosecha de dichos granos básicos; sin embargo, el alza que ocurrió en agosto en el precio del maíz, aunque moderada en un contexto histórico, sí afectó el precio de otros gastos básicos relacionados, principalmente, los productos de tortillería. No obstante, en septiembre se observó una menor variación intermensual de la inflación, asociada a menores precios de algunos productos derivados del petróleo, mientras que en octubre, la inflación mostró un ascenso debido a incrementos en el precio medio del rubro Alimentos y los Servicios de viajes todo incluido fuera del país. En cuanto al ritmo inflacionario, en noviembre, este registró una caída, influenciada, principalmente, por las variaciones negativas en el precio medio de las gasolinas, el maíz, los productos de tortillería y el servicio de electricidad.

El resultado del IPC a noviembre de 2014, se explica, de acuerdo a su impacto, por las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Restaurantes y hoteles; Recreación y cultura; Bienes y servicios diversos; y Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; que en conjunto explican el 95.86% de la inflación total observada (gráfica 11).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) ha registrado históricamente, en promedio, el mayor impacto en el

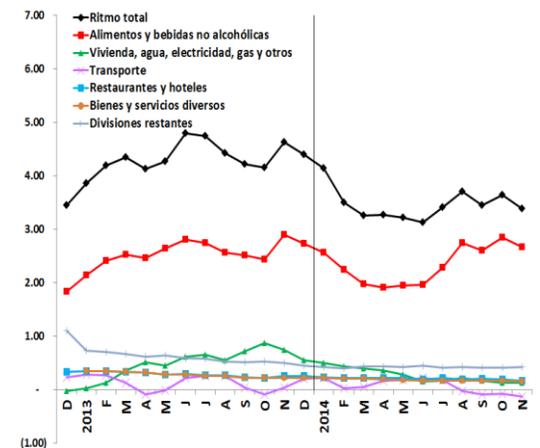
IPC, que registró a noviembre una variación interanual de 8.17%, equivalente a 2.4 veces el ritmo de inflación total (3.38%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho resultado fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; el Pan y cereales; las Frutas; y las Carnes. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza registrada se explica, principalmente, por los incrementos en el precio medio del Tomate, la Papa, el Frijol, el Güisquil, el Culantro, el Chile pimiento, las Otras legumbres y hortalizas y la Zanahoria, que de acuerdo a información proporcionada por el MAGA, es resultado de una reducción en la oferta en el mercado interno por factores estacionales, así como por el aumento en la demanda externa de países vecinos, principalmente de El Salvador y Honduras.

El comportamiento del grupo de gasto Pan y cereales se explica, principalmente, por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería, el maíz y el pan. En el caso de los Productos de tortillería, el aumento obedece a que aún se elaboran tortillas con grano almacenado en silos, que fue adquirido a precios más altos. Por su parte, el precio medio del pan ha respondido al comportamiento en el precio internacional del trigo, la principal materia prima en el proceso de elaboración, el cual registró un incremento a partir de octubre. Cabe indicar que los precios medios de los Productos de tortillería y del pan han sido afectados por el nivel elevado del precio medio del gas propano, el más alto en los últimos cuatro años, según el Ministerio de Energía y Minas.

Con relación a las Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicha división registraron alza en su precio medio, principalmente las Frutas de estación, el aguacate y la naranja. En el caso de las Frutas de estación, se registró un incremento en el precio medio de la papaya, el mango y el limón, debido a factores estacionales. En el caso de la naranja, el aumento en su precio obedece a que la cosecha se encuentra en una fase intermedia y la oferta de naranja de la variedad Valencia proveniente de Honduras, ha disminuido. El alza en el precio medio del grupo de gasto Carnes, refleja el incremento en el precio medio de la carne de res, como resultado del ajuste realizado por los expendedores de carne durante marzo, julio y noviembre de 2014, debido a la disminución en la oferta interna ante la reducción en las áreas de pasto y el contrabando de ganado en pie hacia México. La carne

**Gráfica 11**

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



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

de pollo y los embutidos, también registraron alzas, en parte, por ser sustitutos, aunque no perfectos, de la carne de res.

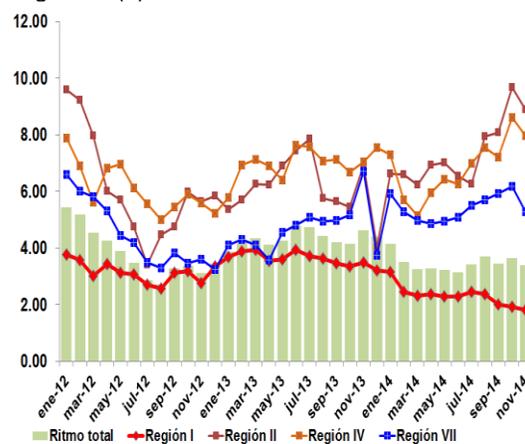
Con relación al incremento en la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, este denota el alza en el precio medio del jabón, del Seguro (principalmente el de vehículos y el de vida) y el aumento en el precio medio de artículos para el cuidado e higiene personal (Jabón, Champú, Desodorantes y antitranspirantes y Papel higiénico); mientras que, la división de gasto *Restaurantes y hoteles* registró un alza, como resultado del aumento en el precio medio del Almuerzo consumido fuera del hogar, Otras comidas consumidas fuera del hogar y el Desayuno consumido fuera del hogar, todos asociados a los aumentos en el precio de algunos de sus componentes, como carnes, verduras y legumbres, y otros insumos como el gas propano.

La división de gasto *Recreación y cultura* se explica, principalmente, por el incremento en los precios medios del Servicio de viajes todo incluido fuera del país y Servicio de viajes todo incluido dentro del país. Por un lado, en junio y julio se registró un aumento en la demanda de boletos aéreos, debido al desarrollo de la Copa Mundial de Fútbol y, por el otro, en septiembre, octubre y noviembre se observó un crecimiento, en la demanda de boletos aéreos y paquetes turísticos para el último trimestre de 2014, como resultado de la finalización del ciclo escolar y el inicio de la temporada de vacaciones en el país.

La división de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, refleja el comportamiento del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad. En el caso del Gas propano, el precio medio se mantiene estable, aunque en un nivel superior, respecto del observado el año anterior, influenciado por el ajuste realizado en febrero por las principales distribuidoras del país y por el incremento en el precio internacional del gas natural. Por su parte, la disminución en el precio del Servicio de electricidad obedece a la reducción del pliego tarifario trimestral de noviembre 2014 a enero de 2015, tanto para la tarifa social como para la no social. Según el boletín CNEE-008-14 de la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE), la tarifa seguirá registrando leves disminuciones, debido a la contratación de servicios a precios inferiores a los estipulados en contratos de años anteriores y una mayor diversificación de la matriz de generación eléctrica.

**Gráfica 12**

Comportamiento del ritmo inflacionario por regiones (1)



(1) Con información a noviembre de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la división de gasto *Transporte* registró una variación negativa, la cual se explica, principalmente, por la reducción en el precio medio de las gasolinas, asociada al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país<sup>5</sup>, a noviembre se observa un alza en todas las regiones, destacando dentro de estas, según su impacto, las regiones I, IV, II, y VII (gráfica 12). Al analizar en conjunto las ocho regiones cotizadas, se observa que las cuatro citadas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total y tuvieron una incidencia de 52.67% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte*.

Con relación a la inflación subyacente, esta registró a noviembre una variación interanual de 2.08%, revirtiendo la tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2013. Los rubros asociados a los alimentos continúan siendo los productos que registran mayor volatilidad, por lo que, alzas importantes en estos productos se excluyen de la inflación total (gráfica 13).

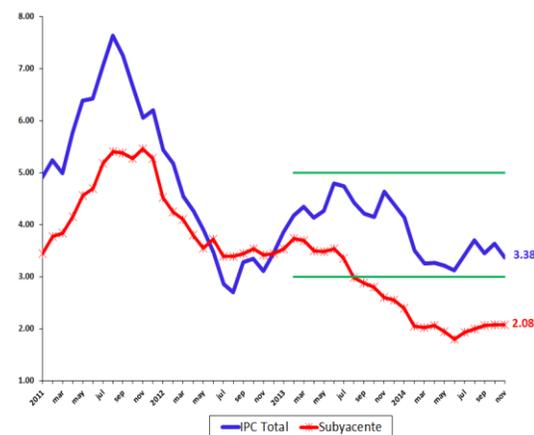
Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizan respecto del comportamiento del IPC, se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles, de exclusión fija de gastos básicos volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. El resultado de estos diferentes cálculos ha demostrado que la medida de inflación subyacente actual<sup>6</sup> ha sido la más estable y congruente con la tendencia

<sup>5</sup> La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y Región VIII, Petén (Petén).

<sup>6</sup> Metodología utilizada oficialmente para el cálculo de la inflación subyacente, la cual excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de cada mes.

**Gráfica 13**

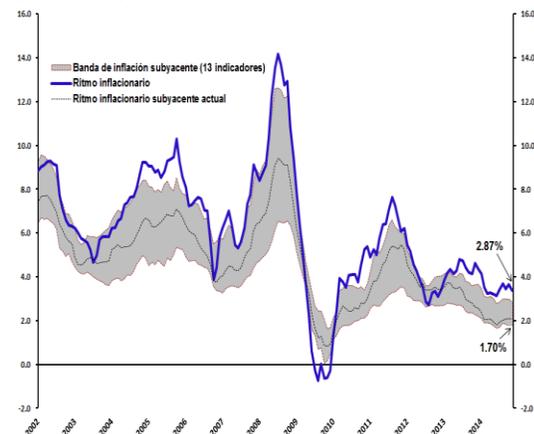
Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



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

**Gráfica 14**

Inflación Subyacente (1) (porcentajes)



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

observada, permaneciendo en el centro de la estimación; sin embargo, en lo que ha transcurrido del presente año el cálculo actual se ha sesgado hacia el límite inferior de la banda, debido a que la división de alimentos y bebidas, al haber presentado los incrementos más importantes y mayor volatilidad que el resto de las divisiones, ocasiona que la mayoría de aumentos en la referida división sean excluidos del cálculo de la inflación subyacente (gráfica 14). Al considerar los métodos citados, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.70% y 2.87%.

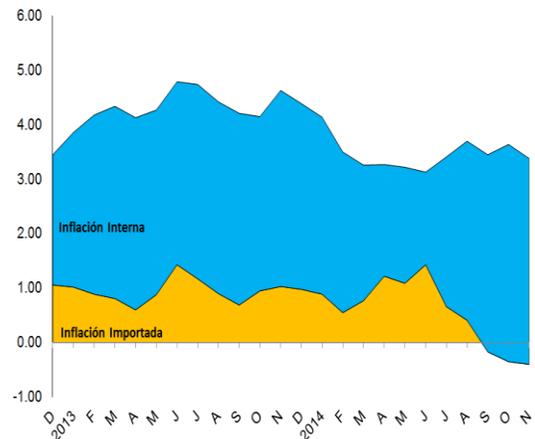
La inflación importada durante el primer semestre del año, observó una tendencia al alza, asociada al incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, como resultado de condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América, así como del cierre temporal de algunas refinerías. Sin embargo, a partir de julio, viene registrando una desaceleración impulsada, principalmente, por la reducción observada en el precio internacional del petróleo y sus derivados y la disminución del precio internacional de otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo (gráfica 15).

### b) Expectativas

En noviembre de 2014, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados se mantuvieron en un rango de entre 2.82% y 4.82% para diciembre de 2014 y entre 3.22% y 5.22% para diciembre de 2015. En 2014, los límites de los citados rangos se ubican por debajo del límite inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación; mientras que, en 2015, los límites se encuentran por encima del límite inferior y superior (gráfica 16). Los principales factores que sustentan dichas expectativas se refieren al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados, a la evolución del precio internacional de las materias primas, al desempeño de las políticas monetaria y fiscal y a la evolución del tipo de cambio nominal. Las expectativas de inflación se han moderado y se han mantenido dentro del margen de tolerancia, observándose un mejor anclaje en las mismas.

**Gráfica 15**

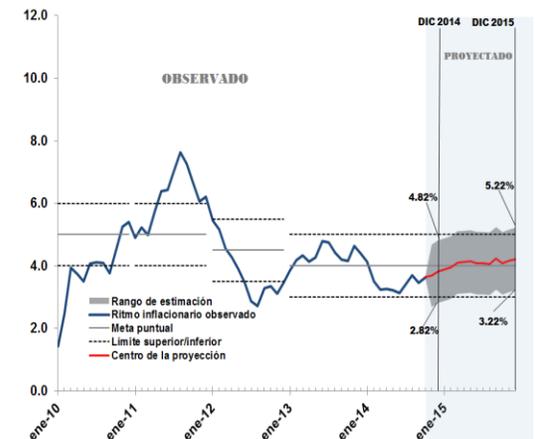
Composición de la Inflación Total (1)  
(porcentajes)



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

**Gráfica 16**

Expectativas de Inflación (1)  
(porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2014.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### 3. Tipo de cambio

#### a) Nominal

Al 12 de diciembre de 2014, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos interanuales, registra una apreciación de 3.05% (Q7.87151 por US\$1.00 el 12 de diciembre de 2013). En general, el tipo de cambio nominal mantuvo un comportamiento congruente con sus factores estacionales hasta agosto, cuando cambió la tendencia respecto de la esperada, debido a algunos factores relacionados con la aceleración del ritmo de crecimiento de las remesas familiares, la sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, el dinamismo en la exportación de algunos productos de la industria extractiva y el menor nivel de importaciones observadas respecto de lo previsto (ver anexo 1).

Cabe destacar que, en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad del tipo de cambio nominal es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal. Además, la flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente evitando que los ajustes se trasladen al empleo y a la producción. En Guatemala el régimen cambiario ha venido haciéndose cada vez más flexible y las participaciones del Banco de Guatemala se dan en el Mercado Institucional de Divisas, comprando o vendiendo divisas, con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia. Dicha participación se realiza mediante una regla transparente y conocida por el mercado. En ese contexto, al 12 de diciembre, la participación del Banco Central en el mercado cambiario, conforme dicha regla, generó compras netas de divisas por US\$231.5 millones (compras por US\$239.5 millones y ventas por US\$8.0 millones).

#### 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 varios 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 2014, los modelos 1 y 2 señalan una leve sobredepreciación de entre 0.09% y 0.77%, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una leve sobreapreciación de 1.06%<sup>7</sup>.

Adicionalmente, la tendencia a la apreciación observada en el tipo de cambio real se explica 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

<sup>7</sup> El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards, el modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos y el modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico.

coadyuva a reducir dichos diferenciales.

#### 4. Tasas de interés

##### a) De corto plazo

Derivado del diseño operativo para la ejecución de la política monetaria, se considera que la tasa de interés de operaciones de reporto a un día es un indicador apropiado de tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente en el sistema bancario. En el transcurso de 2014, la referida tasa se ha ubicado consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (alrededor de 20 puntos básicos en promedio), pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, lo cual es reflejo de que las condiciones de liquidez son adecuadas en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el banco central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados (gráfica 17).

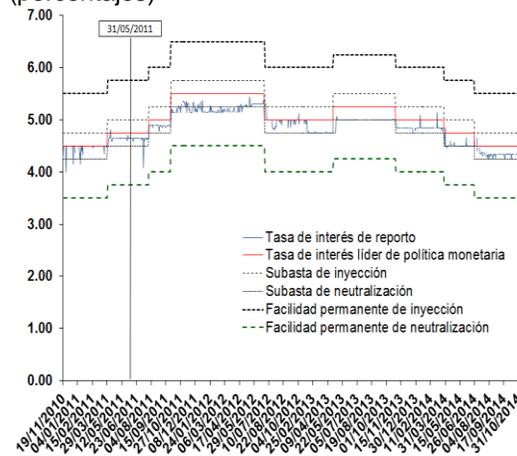
##### b) De largo plazo

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, en moneda nacional, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel de alrededor de 13.70%, significativamente por debajo de los niveles registrados en la década anterior (gráfica 18).

Al 27 de noviembre, la tasa de interés activa en moneda nacional se ubicó en 13.70%, igual al valor registrado en diciembre de 2013. No obstante, esta variable ha registrado en el transcurso del año al menos dos episodios, en su comportamiento. El primero, entre enero y julio, cuando la referida tasa registró un crecimiento de 18 puntos básicos como resultado, principalmente, del mayor peso relativo del crédito al consumo respecto de la cartera total, el cual, generalmente es otorgado a tasas de interés más altas con relación a otros créditos y, el segundo, entre agosto y noviembre, cuando la tasa de interés registra una disminución, hasta ubicarse nuevamente en niveles similares a los de diciembre del año previo, asociado a reducciones en la tasa de interés para consumo y microcréditos en el grupo de bancos pequeños, especializados en ese segmento del mercado. Por otra parte, al analizar los créditos, según tipo de deudor (microcrédito,

**Gráfica 17**

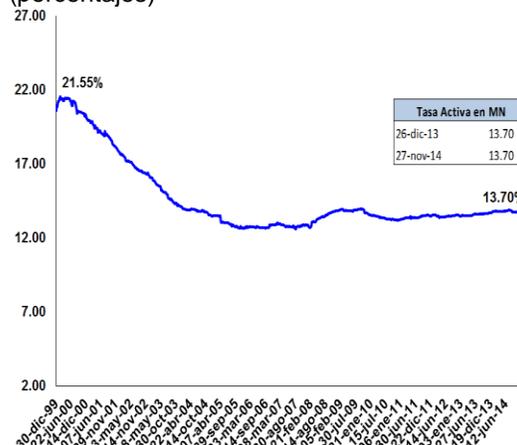
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder (1) (porcentajes)



(1) Con información al 27 de noviembre de 2014.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

**Gráfica 18**

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 27 de noviembre de 2014.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

hipotecario, consumo, empresarial menor y empresarial mayor), se observa que, en términos generales, las tasas han evidenciado reducciones, pero el efecto de la mayor ponderación de la cartera de consumo, cuyas tasas son más altas, incide en que el efecto neto en la tasa de interés promedio ponderado sea igual al nivel de diciembre de 2013. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó, al 27 de noviembre, en 5.49% (gráfica 19), tres puntos básicos por arriba de su valor en diciembre de 2013, resultado explicado, principalmente, por el aumento en la participación porcentual de los depósitos a plazo respecto del total de depósitos, los cuales devengan una tasa de interés mayor.

## 5. Agregados monetarios y de crédito

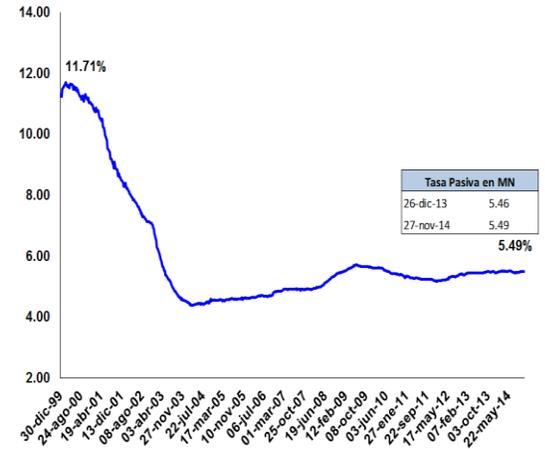
A noviembre de 2014, los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento congruente con el crecimiento económico estimado y la meta de inflación de mediano plazo.

### a) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. A la fecha, la demanda de emisión monetaria ha sido congruente con las estimaciones de dichos componentes. Cabe indicar que en el transcurso de 2014, en términos generales, el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria mostró una tendencia creciente asociada al mayor dinamismo del numerario en circulación, en tanto que el componente de caja de bancos se mantuvo relativamente estable. En ese sentido, el coeficiente de preferencia de liquidez se estabilizó en niveles que, en promedio del año, se aproximaron a los 18 centavos por cada quetzal de depósitos.

**Gráfica 19**

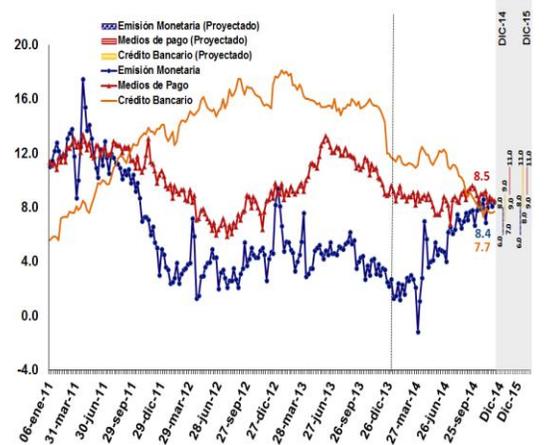
Tasa de Interés Pasiva (1)  
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 27 de noviembre de 2014.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

**Gráfica 20**

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



(1) Variación interanual observada al 27 de noviembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

### **b) Medios de pago**

Los medios de pago, al 27 de noviembre, registraron un crecimiento interanual de 8.5% (11.0% de crecimiento en moneda extranjera y 8.0% en moneda nacional), asociado al dinamismo de las captaciones bancarias y del numerario en circulación. En efecto, el multiplicador de los medios de pago mantuvo una tendencia positiva que permitió un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, reflejo de la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica aproximadamente en 40.0%, la cual se considera adecuada.

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

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 27 de noviembre, registró un crecimiento interanual de 7.7%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (9.9%) como en moneda nacional (6.6%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y por encima del crecimiento del PIB nominal<sup>8</sup>.

Es importante mencionar que el crédito bancario, registra tasas de crecimiento por arriba del aumento del PIB nominal (7%) y su peso relativo en relación al PIB ha venido creciendo, mientras que la tasa interanual se ha desacelerado desde inicios de 2013. La desaceleración se asocia, entre otras razones, a una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, dado que una parte del sector corporativo del país optó por utilizar fuentes de financiamiento externas en lugar de crédito bancario interno, en virtud de las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales y bajas tasas de interés (ver recuadro 6). La demanda de financiamiento total del sector privado

para sus operaciones, denota que en la expansión de la actividad económica han contribuido fuentes de financiamiento adicionales al crédito bancario al sector privado (ver anexo 2). Asimismo, el efecto de valoración por tipo de cambio nominal en el crédito en moneda extranjera, habría incidido en la tasa de crecimiento interanual.

<sup>8</sup> El crédito bancario total al sector privado al cerrar el año representaría alrededor de 33.7% del PIB, por arriba de lo observado en los últimos años.

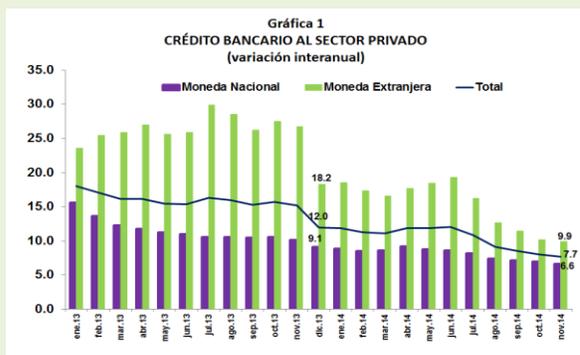
## RECUADRO 6

### PRINCIPALES CONSIDERACIONES SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

Desde inicios de 2013, el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado ha registrado una desaceleración gradual; no obstante, a partir de noviembre se exacerbó. En lo que va de 2014 dicha tendencia continuó, al pasar de un ritmo de crecimiento de 12.0% en diciembre de 2013 a 7.7% al 27 de noviembre de 2014, previéndose que finalice este año con un ritmo de crecimiento de entre 7.0% y 9.0%.

A continuación se resumen algunos de los principales factores que han incidido en dicho comportamiento.

Al realizar un análisis considerando el crédito otorgado por moneda, se observa que la desaceleración ha ocurrido tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, aunque en este último caso la reducción ha sido superior. En efecto, el crédito al sector privado en moneda nacional registró un ritmo de crecimiento de 9.1% en diciembre de 2013 y se redujo a 6.6% a noviembre de 2014; por su parte, en moneda extranjera, pasó de 18.2% a 9.9%, en similar período.



Al analizar el crédito por tipo de deudor, se observa que la desaceleración está explicada, principalmente, por el menor dinamismo del crédito denominado “empresarial mayor”, el cual a diciembre de 2013 registraba un ritmo de crecimiento de 14.0%, mientras que al 27 de noviembre registró un crecimiento de 5.2%. Cabe indicar que a dicha fecha el crédito empresarial mayor registró una tasa de crecimiento de -1.0% en moneda nacional y de 9.5% en moneda extranjera.

	CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL POR TIPO DE DEUDOR Millones de quetzales y porcentajes								
	31 Dic 2013			27 Nov 2014			Variación Acumulada		
	Saldo	Ritmo	Incidencia	Saldo	Ritmo	Incidencia	Saldo	Ritmo	Incidencia
CONSUMO	32,941.8	14.6	3.4	37,158.2	13.5	3.2	4,216.4	-1.1	-0.2
EMPRESARIAL MENOR	14,259.8	9.4	1.0	15,437.3	8.1	0.8	1,177.5	-1.3	-0.1
HIPOTECARIO	7,662.2	6.4	0.4	7,783.7	2.4	0.1	121.5	-4.0	-0.2
MICROCREDITO	3,001.6	10.2	0.2	2,909.3	-2.7	-0.1	-92.3	-12.9	-0.3
EMPRESARIAL MAYOR	68,427.3	14.0	6.7	71,800.7	5.2	2.5	3,373.4	-8.8	-4.2
OTROS	13,866.1	2.9	0.3	15,144.1	11.0	1.1	1,278.0	8.1	0.8
<b>TOTAL</b>	<b>140,158.7</b>	<b>12.0</b>	<b>12.0</b>	<b>150,233.3</b>	<b>7.7</b>	<b>7.7</b>	<b>10,074.6</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.3</b>

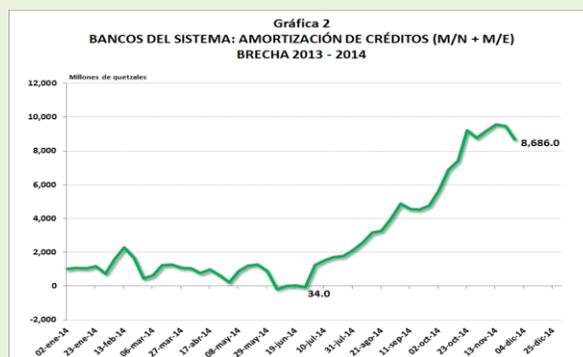
Tomando en consideración el comportamiento descrito, es importante distinguir si dicha reducción obedece a condiciones de oferta o de demanda.

Diferentes análisis realizados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, apuntan a que la

desaceleración del crédito bancario no se relaciona con restricciones de oferta, al menos de una manera relevante, dado que el sistema pareciera contar con suficientes márgenes que le permitirían satisfacer la demanda de crédito potencial de la economía guatemalteca. Al hacer el análisis por el lado de la demanda, destaca el dinamismo que registra la actividad económica de Guatemala en los últimos dos años (crecimiento de 3.7% en 2013 y estimación de 4.0% en 2014), lo que es indicativo de que las necesidades de financiamiento de la economía se mantienen dinámicas. De esa cuenta, el menor crecimiento del crédito bancario en los últimos dos años puede explicarse por una caída en la demanda, pero no por razones tradicionales, sino más bien porque el sector corporativo ha cubierto parte de sus necesidades de crédito con fuentes externas de financiamiento, como se ha planteado en anteriores informes de política monetaria.

Efectivamente, las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales, en combinación con bajas tasas de interés y una estabilidad de la moneda local frente al dólar estadounidense, han creado condiciones favorables para que parte del sector privado nacional, particularmente el corporativo, encuentre alternativas de financiamiento en mejores condiciones financieras fuera del país.

La sustitución de financiamiento externo por interno, tiene dos dimensiones que afectan el nivel del crédito interno. Por un lado, se contrae la demanda de préstamos nuevos y, por el otro, el más importante en este contexto, abre la posibilidad de contratar un préstamo externo para cancelar un préstamo interno. Este último efecto es bastante evidente al analizar las amortizaciones de préstamos realizadas a noviembre de 2014 y compararlas con las de 2013, al observarse que, especialmente durante el segundo semestre, ha ocurrido una aceleración de estas, excediendo en Q8,686.0 millones a las registradas a la misma fecha del año anterior.



Finalmente, es importante destacar que, en la disminución registrada a noviembre existe un pequeño efecto adicional causado por la valoración de la cartera crediticia otorgada en moneda extranjera a quetzales, debido al reciente período de apreciación que ha registrado el tipo de cambio nominal, el cual, en términos interanuales, al 27 de noviembre es de 1.3 puntos porcentuales, lo que implica que con un comportamiento cambiario similar al del año anterior, el crédito bancario estaría creciendo 9.0% en lugar de 7.7%.

## 6. Variables del sector externo

De enero a octubre de 2014, el comercio exterior de bienes de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria, registró un mayor dinamismo respecto a similar período del año anterior, especialmente en el caso de las exportaciones. Dicho comportamiento es consistente, tanto con la recuperación económica de la mayoría de los principales socios comerciales del país, como de la economía mundial. En efecto, el valor FOB de las exportaciones mostró un crecimiento de 7.8%; mientras que el valor CIF de las importaciones creció 3.2%; por lo que, la balanza comercial registró un déficit de US\$6,154.8 millones, inferior en US\$185.3 millones (2.9%), respecto a similar período del año anterior y representa 10.5% del PIB.

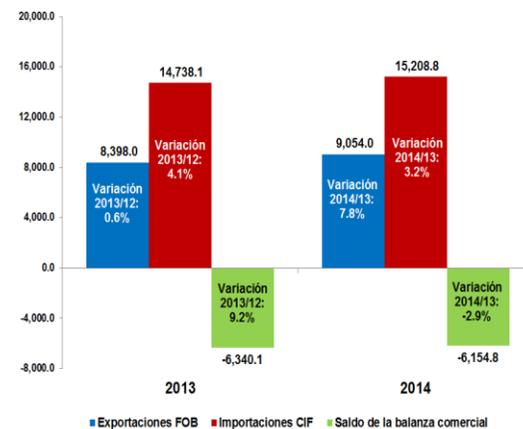
El comportamiento de las exportaciones FOB se asocia al mejor desempeño del volumen exportado (22.1%), dado que el precio medio registró una disminución (11.7%). Los productos que registraron los mayores incrementos, en términos de valor, fueron, en su orden: el plomo; la energía eléctrica; el níquel y el banano. En cambio, las reducciones más importantes, también en términos de valor, corresponden a los productos siguientes: las piedras y metales preciosos y semipreciosos; el azúcar; el café; y el caucho natural.

Las ventas al exterior de plomo ascendieron a US\$312.8 millones, significativamente por encima del valor observado a octubre de 2013 (US\$9.5 millones). Este comportamiento obedece, en buena medida, al inicio de las operaciones comerciales de extracción de concentrado de plomo de la Minera San Rafael, S.A., a partir de octubre del año anterior. Dichas exportaciones se intensificaron a partir de enero de 2014, debido al término de la fase de pruebas y ajustes realizados a la planta, que se llevaron a cabo entre octubre y diciembre del año anterior. Alrededor de 93.0% de las exportaciones de este producto se han destinado a Kazajistán (35.6%), Corea del Sur (24.4%), Canadá (22.7%) y Bélgica (9.8%).

El valor de las exportaciones de energía eléctrica aumentó US\$86.7 millones respecto a lo acumulado a octubre de 2013, alcanzando un total de US\$101.6 millones. El mayor dinamismo en el suministro de energía eléctrica, que se comercializa a los países de Centroamérica y Panamá, se atribuye, en buena parte, a las

**Gráfica 21**

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



(1) Con información a octubre de cada año.

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

facilidades que ofrece el Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central (SIEPAC), que empezó a operar en junio de 2013, en una coyuntura en la que la capacidad de generación de energía disminuyó en algunos de los países del área, como consecuencia del bajo nivel de lluvias en el presente año.

El valor de las exportaciones de níquel mostró un incremento de US\$60.9 millones (219.6%), determinado básicamente por el aumento en el volumen exportado (232.9%), en tanto que el precio medio registró una leve disminución (4.0%). El mayor volumen responde al inicio de las operaciones en la planta FeNix y al inicio del Proyecto Montúfar, ubicados en los municipios El Estor y Los Amates, Izabal, ambos desarrollados por la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN). Vale indicar que los destinos principales de las exportaciones del mineral son Grecia y Ucrania.

El valor exportado de banano registró un incremento de 10.3%, reflejo del aumento en 6.4% del volumen exportado y de 3.7% de su precio medio de exportación (al pasar de US\$14.26 por quintal en 2013 a US\$14.79 por quintal en 2014). Dicho comportamiento se explica por una mayor demanda proveniente de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 96% de la fruta; mientras que, la mejora en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a condiciones climáticas adversas que entre otros factores, han mermado la producción bananera de algunos de los principales países exportadores (Ecuador, Costa Rica, Honduras y Colombia).

Las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos presentaron una disminución de 21.5%, influenciadas por la reducción del precio medio de exportación (72.6%), congruente con la evolución observada en los mercados internacionales del oro y de la plata. No obstante, el volumen exportado registró un incremento importante (186.9%) que refleja los mayores niveles de extracción de minerales metálicos.

El valor de las exportaciones de azúcar registró una caída de 6.7%, a pesar de que el volumen exportado aumentó ligeramente (0.9%), derivado de que su precio medio se redujo de US\$22.15 a US\$20.48 por quintal (7.5%). La disminución registrada en el precio internacional del azúcar se debe a los elevados niveles de inventarios del edulcorante a nivel mundial, especialmente por parte de la India, Tailandia y Brasil, como resultado de la sobreproducción que dichos países han sostenido en los últimos años; simultáneamente ha influido una merma en la demanda mundial, particularmente por parte de Rusia y China, y el fortalecimiento del dólar estadounidense, respecto de las principales divisas del mundo.

El valor de las exportaciones de café mostró una disminución de 7.2%, asociada al menor volumen exportado (14.6%). La reducción se explica, fundamentalmente, por los daños en las plantaciones del grano ocasionados por la roya; no obstante, se prevé que la producción de la cosecha 2014-2015, que inició en octubre, muestre un crecimiento de 7.8%, como resultado de nuevas áreas de siembra, la recuperación de zonas de poda y resiembra y de la implementación de mejores técnicas de producción. No obstante, el precio medio de exportación se incrementó 8.7%, ubicándose a octubre de 2014 en US\$164.1 por quintal, superior al observado en igual período de 2013 (US\$150.9 por quintal). El aumento obedece a la menor oferta mundial del aromático, dadas las condiciones climáticas desfavorables (sequías) en las principales zonas productoras de Brasil.

Finalmente, las ventas al exterior de caucho natural registraron una disminución de 24.3%, debido a la reducción del precio medio de exportación, el cual disminuyó 26.2%; mientras que el volumen exportado se incrementó 2.5%. Entre los principales mercados demandantes de este producto figuran: México, Estados Unidos de América, Chile y Colombia.

El crecimiento del valor CIF de las importaciones (3.2%), estuvo determinado por el incremento de 8.4%

en el volumen importado, efecto que fue parcialmente compensado por la reducción de 5.2% del precio medio de importación. Ese resultado obedece a la mayor demanda de materiales de construcción (12.9%), combustibles y lubricantes (8.0%), bienes de consumo (4.3%) y, en menor medida, de materias primas y productos intermedios (0.8%); mientras que la adquisición de bienes de capital disminuyó (0.4%).

Por otra parte, al 30 de noviembre de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$5,048.1 millones, superior en US\$390.1 millones (8.4%) respecto del monto registrado en igual período de 2013. Dicho resultado se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que reside la mayoría de los migrantes guatemaltecos.

El déficit en cuenta corriente, con base en lo anterior, se ubicaría en 2.3% del PIB (2.5% en 2013), el cual sería financiado con flujos de capital privado, particularmente de inversión extranjera directa.

Al 30 de noviembre de 2014, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó en US\$7,053.5 millones, equivalente a un financiamiento de 4.7 meses de importaciones de bienes.

## 7. Finanzas públicas

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014, cuya distribución analítica fue aprobada por el Presidente de la República, en Acuerdo Gubernativo Número 544-2013, por la suma de Q66,985.4 millones, previó un déficit fiscal de 2.3% del PIB y posteriormente fue ampliado en dos ocasiones; la primera, mediante el Decreto Número 3-2014 por Q1,500.0 millones para cubrir compromisos estatales a cargo de los Ministerios de Educación y de Salud Pública y Asistencia Social, cuya fuente de financiamiento provendría de una mayor recaudación tributaria y, la segunda, mediante Acuerdo Gubernativo Número 419-2014 por Q209.7 millones para atender la solicitud de ampliación presupuestaria de varios ministerios, cuya fuente de financiamiento

provendría de donaciones externas, lo que, aunque no modificaría el déficit fiscal de 2.3% del PIB incluido en el presupuesto vigente, sí ampliaría el techo del presupuesto (a Q68,695.1 millones, 15.2% del PIB)<sup>9</sup>.

Sobre la base indicada, con información del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria, y la ejecución histórica de gasto público, se estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse al finalizar 2014 en alrededor de 1.9%, menor al registrado en 2013 (2.1%). Es importante mencionar que la carga tributaria tendría un desempeño por debajo del originalmente estimado. La reciente aprobación por parte del Congreso de la República de la emisión de bonos del tesoro por Q2,800.0 millones<sup>10</sup>, la colocación de bonos por Q5,416.5 millones así como los desembolsos netos de préstamos con organismos financieros internacionales por -Q43.6 millones y utilización de recursos de caja por Q406.0 millones financiarían dicho déficit. Resultado de las operaciones relativas a la deuda pública en el transcurso del año se anticipa que la deuda pública total se situaría en Q112,273.3 equivalente a 24.7% del PIB.

A noviembre de 2014, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.5% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 5.5% que registraron los ingresos tributarios (94.5% de los ingresos totales) y de 5.5% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que respecta al crecimiento de los ingresos tributarios, este se apoyó en la evolución de los impuestos internos, los cuales crecieron 6.7%, destacando el desempeño del ISR, el ISO y el IVA doméstico, los cuales crecieron 11.0%, 9.4% y 8.2%, en su orden; mientras que los impuestos relacionados a las importaciones (IVA

<sup>9</sup> En junio de 2014 fue emitido el Decreto Número 19-2014, el cual incluyó una nueva ampliación presupuestaria por Q550.0 millones para la ejecución de proyectos a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda; sin embargo, este fue derogado mediante Decreto 21-2014.

<sup>10</sup> Al 12 de diciembre el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado alrededor de Q1,958.0 millones.

importaciones, aranceles e IPRIMA) evolucionaron con un menor dinamismo, registrando un crecimiento de 3.4% respecto al mismo período de 2013. Tomando en cuenta el desempeño reciente de la recaudación tributaria, el MFP estima que la variación interanual de los ingresos tributarios sería de 5.4%, lo que ubicaría la carga tributaria en 10.7% del PIB, menor a la registrada en 2013 (11.0% del PIB).

Por su parte, el gasto público evolucionó con mayor dinamismo hasta agosto del presente año, debido a la colocación de bonos del tesoro en el mercado local durante el primer semestre, comportamiento que se reflejó, en mayor medida, en el gasto de capital. No obstante, el retraso en la aprobación de la emisión de bonos del tesoro para sustituir fuentes de recursos externos, destinada, en parte, al pago del servicio de la deuda pública, obligó al MFP a reorientar recursos de ingresos corrientes para el cumplimiento de las obligaciones de la deuda pública en detrimento del gasto de funcionamiento, el cual a noviembre del presente año, registraron una variación acumulada de 2.4%, lo que hizo que el gasto total reflejara una variación acumulada de 3.5%. Para finales del año, el MFP estima que el gasto total registre una variación interanual de 3.6%.

Como se indicó, se estima que el déficit fiscal en 2014 se ubique en 1.9% del PIB. En ese contexto, las razones deuda pública total respecto del PIB y respecto a ingresos totales del gobierno central, se ubicarían al finalizar el año en 24.7% (igual que en 2013) y 216.7% (213.1% en 2013), en su orden. No obstante, es oportuno señalar que una gestión prudente del déficit fiscal y del endeudamiento público permitirá afianzar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, en beneficio de la estabilidad macroeconómica en general y de la estabilidad de precios, en particular.

### **C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2014**

Conforme el calendario previsto para 2014, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido la tasa en 5.00% en su reunión de febrero; la redujo a 4.75% en marzo.

En las reuniones efectuadas en abril y mayo, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 4.75% y en junio, la redujo 25 puntos básicos, ubicándola en 4.50%. En dicha oportunidad, consideró que, en el ámbito externo, las economías avanzadas continuaban creciendo, aunque a un ritmo más moderado de lo previsto y que los precios internacionales de algunas materias primas seguían con una tendencia a la baja y, en el ámbito interno, que la actividad económica continuaba desempeñándose conforme lo esperado, apoyada, entre otros factores, por la evolución del consumo privado, las remesas familiares y el crédito bancario. Posteriormente, en las reuniones efectuadas en agosto y septiembre, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 4.50%, considerando, principalmente, que el balance de riesgos de dichos meses respecto del de junio no mostraba cambios relevantes.

Finalmente, en su reunión de noviembre, la Junta Monetaria decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria de 4.50% a 4.00%. En todas las decisiones se tomó en cuenta el balance de riesgos de inflación, siendo relevante el análisis del ámbito externo, que anticipaba que la economía mundial seguía recuperándose a un ritmo moderado, aunque permanecían los riesgos a la baja, que los precios internacionales del petróleo, el maíz amarillo y el trigo,

continuaban mostrando un comportamiento hacia la baja y, en el ámbito interno, enfatizó que el desempeño de la actividad económica en 2014 seguía siendo consistente con la estimación anual de crecimiento del PIB y que, tanto los pronósticos como las expectativas de inflación, se mantenían dentro de la meta de mediano plazo.

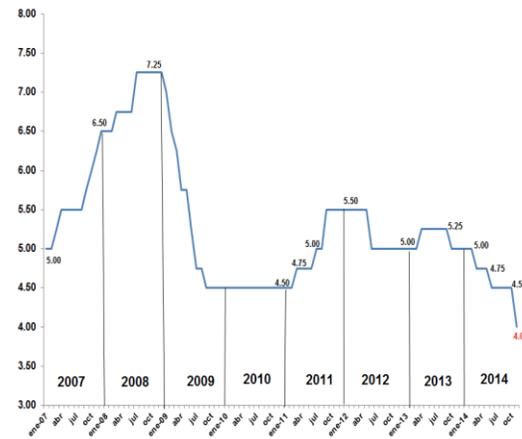
La Junta Monetaria manifestó, en todas sus reuniones, que continúa dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, a efecto de adoptar las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la 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 a 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 para moderar la liquidez primaria. Derivado de que en el año se observaron excedentes de liquidez asociados, principalmente, a la disminución en la posición con bancos, al 30 de noviembre, las referidas operaciones registraron un crecimiento de Q1,736.3 millones, de los cuales el 72.8% corresponde al sector privado y el 27.2% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2013, el 19.8% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 30 de noviembre de 2014 la referida proporción disminuyó a 16.4%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 26.8% en diciembre de 2013 a 34.1% el 30 de noviembre de 2014, lo que dio como resultado que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyera en 3.9 puntos porcentuales (de 53.4% en 2013 a 49.5% en 2014). El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual al del año previo.

Cabe indicar que el Banco de Guatemala capta depósitos a plazos de hasta 1 año, mientras que el Ministerio de Finanzas Públicas coloca Bonos del Tesoro a plazos de entre 7 y 15 años. Esa falta de operaciones entre 1 y 7 años evidencia que no se cuenta con precios de referencia para establecer una adecuada curva de rendimientos. Ante tal circunstancia, los expertos del Centro Regional de Asistencia Técnica de Centroamérica,

**Gráfica 22**

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

República Dominicana y Panamá (CAPTAC-DR) han recomendado al Banco de Guatemala hacer colocaciones de depósitos a plazos mayores de 1 año procurando alcanzar hasta 3 años, de esa manera podrían haber en el mercado precios de referencia adicionales para la negociación de instrumentos públicos en el mercado secundario, que además permitiría al Banco Central realizar una mejor gestión de sus pasivos.

Por otra parte, como se indicó, para la conducción de la política monetaria, bajo el esquema de metas explícitas de inflación se requiere de un régimen de flexibilidad cambiaria, que coadyuve a que el banco central centre sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental (estabilidad en el nivel general de precios) y que la flexibilidad del tipo de cambio nominal 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. Al respecto, 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 (0.73% de las compras y 0.02% 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 es poco significativa, ante la baja volatilidad que muestra el tipo de cambio del quetzal frente al dólar de los Estados Unidos de América.

## IV. ESTIMACIONES DE CIERRE 2014 Y PERSPECTIVAS PARA 2015

### A. DEL ENTORNO EXTERNO

#### 1. Crecimiento económico

De acuerdo con el FMI, la actividad económica mundial continuaría con el moderado proceso de recuperación, como resultado de un mejor desempeño de las economías avanzadas (principalmente de los Estados Unidos de América y del Reino Unido); mientras que las economías emergentes y países en desarrollo seguirían registrando una ralentización.

En el caso de las economías avanzadas, entre las cuales destaca los Estados Unidos de América, que presenta un mayor dinamismo, el crecimiento se explica por la recuperación de la demanda interna, condiciones financieras favorables y una moderada consolidación fiscal, excepto en Japón, donde por razones de consolidación fiscal de mediano plazo se dispuso incrementar el impuesto sobre ventas, como se indicó. En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, se ha observado una moderación del ritmo de crecimiento, influenciado por la menor actividad económica de la República Popular China, país que viene implementando reformas estructurales, con el propósito de asegurar un crecimiento sostenible en el mediano y largo plazos; no obstante, dichas economías continuarán contribuyendo en forma importante en el crecimiento económico mundial y se prevé que seguirán creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas.

Según el FMI, los riesgos a la baja en la actividad económica mundial permanecen latentes. En el corto plazo, destacan las tensiones geopolíticas, particularmente por el conflicto entre Ucrania y Rusia, así como por los conflictos en Medio Oriente, que si bien se han moderado, podrían afectar el suministro de petróleo y algunas materias primas. Además, una normalización más rápido de lo previsto de la política monetaria en las economías avanzadas, podría provocar volatilidad en los mercados financieros. En el mediano plazo, los riesgos se focalizan en un estancamiento y un

bajo crecimiento potencial de la actividad económica en las economías avanzadas. Respecto a las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, el principal riesgo sería una disminución de su crecimiento potencial. El FMI considera que en las economías avanzadas será necesario el apoyo de la política monetaria y un menor ajuste fiscal para seguir impulsando su recuperación; mientras que en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo el margen para implementar políticas de demanda que apoyen la recuperación económica varía entre países y es limitado en aquellos con vulnerabilidades externas y, por tanto, requieren de mayores reformas estructurales para un crecimiento económico sostenido de mediano plazo, mayor al actual.

El FMI estima que en 2014 el crecimiento económico mundial se ubicará en 3.3%, igual al registrado el año previo, mientras que para 2015 prevé que se aceleraría para situarse en 3.8%. Para las economías avanzadas anticipa un crecimiento de 1.8% en 2014 y de 2.3% en 2015. Para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo la previsión es una tasa de 4.4% en 2014 y de 5.0% para 2015.

En las economías avanzadas, se espera un mayor dinamismo para los Estados Unidos de América, que registraría tasas de crecimiento de 2.2% en 2014 y 3.1% para 2015, asociado, principalmente, a la mejora prevista en el gasto del consumo privado, en la formación de capital fijo y en la demanda interna. En ese contexto, se estima que el nivel de desempleo continuaría con la tendencia a la baja. Es importante destacar que la vigencia de una política monetaria expansiva seguirá apoyando la recuperación de la actividad económica, luego de la finalización del estímulo cuantitativo (*tapering*).

En cuanto a la Zona del Euro, la previsión de crecimiento económico en 2014 es de 0.8%, mientras que para 2015 es de 1.2%. La región continuará con su proceso de recuperación económica, aunque de forma

moderada, pero las perspectivas de crecimiento seguirían siendo heterogéneas entre países. La recuperación estaría apoyada por la consolidación fiscal, una política monetaria acomodaticia, la mejora en las condiciones de crédito y las bajas tasas de interés; sin embargo, las hojas de balance de los sectores público y privado continuarían deterioradas, acompañadas de una persistente fragmentación financiera y de elevados niveles de desempleo. En términos generales, el crecimiento previsto sería explicado por una mejora en el gasto de consumo privado y en la inversión, aunque se advierte que persisten los riesgos asociados al posible estancamiento en la actividad económica; el resurgimiento de problemas en el mercado de vivienda en algunos países; y la intensificación de la crisis de Ucrania y Rusia.

En Japón, se prevé que la actividad económica registre un crecimiento del PIB de 0.7% en 2014 y de 1.0% en 2015. El FMI anticipa una recuperación en la inversión privada y un modesto incremento en la demanda interna, lo que influiría en la estabilización de la actividad económica en 2015. Es importante señalar que el ajuste fiscal previsto para octubre de 2015<sup>11</sup>, fue suspendido y postergado hasta abril de 2017, luego de la contracción observada en la actividad económica en el segundo y tercer semestres de 2014, como consecuencia, principalmente, de los efectos negativos del incremento en la tasa del impuesto al consumo, vigente desde abril del presente año.

En las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, se proyecta que en 2014 el crecimiento del PIB se sitúe en 4.4% y en 5.0% para 2015. Dichas previsiones se sustentan en una mejora de la demanda interna y externa, esta última asociada al desempeño previsto de las economías avanzadas.

En la República Popular China se prevé que el crecimiento económico se sitúe en 7.4% en 2014 y en 7.1% para 2015. El menor crecimiento previsto es

resultado de la transición hacia una trayectoria de crecimiento más sostenible en el largo plazo, como resultado de las reformas estructurales que vienen implementando las autoridades chinas, que tienen como finalidad corregir algunos desequilibrios internos. En ese contexto, el FMI considera que el riesgo de un aterrizaje forzoso es muy bajo, aunque siguen existiendo riesgos relacionados con el hecho de que el crecimiento económico aún depende en buena medida de la inversión y del crédito.

Para América Latina y el Caribe, el crecimiento económico para 2014 se prevé en 1.3%, mientras que para 2015, en 2.2%. La previsión de 2014 es inferior a lo observado en 2013 (2.7%), asociado, entre otros factores, al deterioro del sector externo, especialmente, de las economías que comercialmente más vinculadas con la República Popular China (Brasil, Chile y Perú) y con la Unión Europea (Brasil, Chile, Perú y, en menor medida, Colombia) y a la reducción en el precio de las materias primas; sin embargo, la mejora prevista en algunas de las economías avanzadas, podría moderar el deterioro en las condiciones externas. Con relación a este último factor, algunas economías registrarían un crecimiento económico superior en 2014 (Colombia y México); mientras que los países centroamericanos, en conjunto tendrían un crecimiento similar al del año anterior, asociado a la recuperación de los Estados Unidos de América, lo que se traduciría en un aumento de la demanda externa.

En Brasil se anticipa un crecimiento económico de 0.3% en 2014 y de 1.4% para 2015. La previsión de crecimiento, de acuerdo al FMI, se relaciona con una débil competitividad, una caída en la confianza económica y condiciones financieras más restrictivas, que estarían limitando la inversión. Asimismo, la moderación en el empleo y en el crecimiento del crédito afectaría negativamente el consumo privado.

En Chile se prevé que el crecimiento del PIB para 2014 se sitúe en 2.0% y para 2015 en 3.3%. En el resultado para 2014 influyó en gran medida la caída en

<sup>11</sup> Incremento del impuesto al consumo de 8.0% a 10.0%.

el precio de los metales (cobre), por la menor demanda de la República Popular China. Adicionalmente, de acuerdo con la Unidad de Inteligencia de The Economist (EIU, por sus siglas en inglés), también es importante la disminución prevista en la inversión y en el gasto privado. Sin embargo, precios más estables del cobre, medidas de estímulo monetario y fiscal y una mejora reciente en la confianza económica elevan la perspectiva de crecimiento económico para 2015.

Respecto al desempeño económico de Perú, se proyecta que el PIB en 2014 registre un crecimiento de 3.6% y para 2015, de 5.1%. Cabe señalar que la caída en los precios de las materias primas, en particular de los metales, estaría afectando a este país sudamericano; no obstante, se estima que la inversión en infraestructura que impulsaría el gobierno en 2015 (una nueva línea de metro, un nuevo aeropuerto internacional y un gasoducto), contribuiría a impulsar el crecimiento económico.

En México, se estima que el crecimiento económico registre una tasa de 2.5% para 2014 y de 3.7% para 2015. Dicho desempeño estaría asociado a la mejora en la actividad económica de su principal socio comercial, los Estados Unidos de América, el dinamismo previsto en el sector de la construcción y los resultados iniciales de las reformas energéticas y de telecomunicaciones que se han implementado.

En Colombia, se prevé que en 2014, el crecimiento económico se situó en 4.8%, mientras que para 2015 se estima en 4.5%. Dicho crecimiento estaría sustentado en el mayor dinamismo de la demanda interna y la recuperación de los Estados Unidos de América. No obstante, la EIU considera que la dependencia de este país en las exportaciones de materias primas y en la inversión extranjera, lo hacen vulnerable a choques externos.

Con relación a la región centroamericana, se proyecta en 2014 un crecimiento de 3.1%, similar al registrado el año previo (3.2%) y de 3.4% para 2015. Dicho resultado se explicaría por la recuperación de la

actividad económica de los Estados Unidos de América, que impulsaría las exportaciones de la región y generaría un mayor flujo de remesas familiares y de ingresos de divisas por turismo; sin embargo, la región enfrenta situaciones internas, en cada uno de los países, que afectan su crecimiento. En el caso de Costa Rica, se prevé la reducción en la inversión extranjera directa, debido al cierre de una importante planta de producción manufacturera (Intel), cuyo capital es de origen extranjero.

## **2. Inflación internacional**

De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.9%, tanto para 2014, como para 2015. En las economías avanzadas se anticipa una inflación de 1.7% y 1.9% para 2014 y 2015, respectivamente, mientras que para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo se proyecta que la misma se sitúe en 5.5% para 2014 y en 5.1% para 2015.

En los Estados Unidos de América se prevé que la inflación se ubique en 2.4% para finales de 2014 y 2.0% para finales de 2015. La previsión de inflación para 2014 sería ligeramente superior al objetivo de largo plazo establecido por la FED de 2.0%; no obstante, las reducciones recientes en los precios del petróleo y derivados, anticipan una disminución de las presiones inflacionarias.

En la Zona del Euro, se estima que la inflación continuaría baja, por lo que se situaría en 0.5% en 2014 y 1.0% para 2015, proyecciones por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (BCE). Los bajos niveles de inflación previstos, se explican por una importante reducción en los precios de las materias primas, particularmente de los alimentos y de la energía, en combinación con una débil recuperación económica que provoca que la brecha del producto continúe negativa, reduciendo las presiones inflacionarias, por lo que según el FMI y el BCE, el riesgo de una probable deflación se ha incrementado.

En Japón, se prevé que la inflación se sitúe en 2.6% para 2014 y en 3.0% para 2015. Dichas tasas estarían asociadas a una política monetaria altamente expansiva; sin embargo, el riesgo de que se desacelere se ha incrementado, ante la recesión técnica iniciada en el segundo trimestre y la caída de los precios de las materias primas.

Con relación a la República Popular China, las proyecciones de inflación se sitúan en 2.3% y en 2.5% para 2014 y 2015, en su orden. Dichas proyecciones estarían reflejando la reducción en los precios de las materias primas, principalmente de la energía y de los alimentos; a pesar de ello, según la EIU, un rápido crecimiento de la demanda interna podría provocar presiones inflacionarias, ante una débil expansión de la oferta.

Para América Latina y el Caribe, se anticipa que la inflación se sitúe en 6.0% en 2014 y en 5.4% para 2015. En las economías con metas explícitas de inflación, las proyecciones de inflación sugieren que la misma estaría contenida en algunas economías, mientras que en otras se registrarían incrementos; no obstante, en términos generales, se anticipa que dicha variable convergería a las metas establecidas por las autoridades monetarias. En el caso de México y Perú, el nivel de inflación previsto para 2014 es igual al registrado en 2013, 4.0% y 2.9%, en su orden; mientras que para 2015 se prevé en 3.5% para México y en 2.2% para Perú. En el caso de Brasil, Colombia y Chile, la inflación estimada para 2014 se situaría en 6.2%, 3.3% y 4.2%, respectivamente, aunque se esperarían ligeras reducciones para 2015. En lo que corresponde a la región centroamericana, se prevé que la inflación se sitúe en 5.1% para 2014 y 4.6% para 2015. En síntesis, la inflación en la región, si bien presenta algunas diferencias, en general, el panorama es relativamente benigno.

#### Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	2.2	2.2	3.1	1.3	2.4	2.0
El Salvador	1.7	1.7	1.8	0.8	2.0	2.0
Honduras	2.6	3.0	3.1	4.9	6.8	5.5
Zona del Euro	-0.4	0.8	1.2	0.8	0.5	1.0
México	1.1	2.5	3.7	4.0	4.0	3.5
<b>Otros socios</b>						
Colombia	4.7	4.8	4.5	1.9	3.3	3.0
Japón	1.5	0.7	1.0	1.4	2.6	3.0
Brasil	2.5	0.3	1.4	5.9	6.2	6.0
Chile	4.2	2.0	3.3	3.0	4.2	3.0
Perú	5.8	3.6	5.1	2.9	2.9	2.2
Reino Unido	1.7	3.1	2.7	2.1	1.5	1.8
China	7.7	7.4	7.1	2.5	2.3	2.5
<b>Mundial</b>	3.3	3.3	3.8	3.6	3.9	3.9
-Economías avanzadas	1.4	1.8	2.3	1.2	1.7	1.9
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.4	5.0	5.5	5.5	5.1
-América Latina y el Caribe <sup>1/</sup>	2.7	1.3	2.2	5.3	6.0	5.4
-América Central	3.2	3.1	3.4	3.9	5.1	4.6
<b>Principales socios</b>	1.8	2.1	2.9	1.8	2.7	2.4

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

<sup>1/</sup> En la inflación se excluye a Argentina y se refiere a la inflación promedio anual.

## B. DEL ENTORNO INTERNO

### 1. Balanza de pagos

#### a) Para 2014

Tomando en consideración la coyuntura económica mundial, el comportamiento del comercio exterior y las perspectivas de crecimiento interno, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2014 registre un déficit equivalente a 2.3% del PIB (US\$1,329.5 millones), levemente inferior al registrado en 2013 (US\$1,346.4 millones, equivalente a 2.5% del PIB). Dicho resultado, se explicaría por los saldos deficitarios de la balanza comercial (US\$5,934.9 millones), de la renta (US\$1,782.2 millones) y del rubro servicios (US\$113.9 millones), compensados parcialmente por el superávit de las transferencias corrientes netas (US\$6,501.5 millones), que está asociado, principalmente, al crecimiento previsto de 8.5% en las remesas familiares (ver anexo 3).

El déficit en la balanza comercial en 2014 disminuiría 3.8% respecto del año anterior, explicado por un aumento en el valor de las exportaciones (7.7%), mayor al de las importaciones (3.3%)<sup>12</sup>. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$10,968.2 millones, mayor en US\$783.3 millones (7.7%) al registrado en 2013. Dicho resultado es derivado del incremento previsto en el valor de las exportaciones de otros productos (a Centroamérica y al resto del mundo) de US\$779.7 millones (10.7%), en tanto que el valor de las exportaciones de productos tradicionales (café, azúcar, banano, cardamomo y petróleo) disminuiría US\$15.3 millones (0.6%). En las exportaciones de otros productos, los destinados a Centroamérica estarían creciendo US\$318.2 millones (11.4%) y los que se destinan al resto del mundo aumentarían US\$461.5 millones (10.2%).

Dentro del rubro de otros productos, destaca el incremento durante el año del valor de las

exportaciones de plomo; y energía eléctrica y níquel, compensado parcialmente, por la disminución en el valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos. En 2014 las ventas al exterior de plomo ascenderían a US\$388.8 millones (US\$35.6 millones en 2013); de energía eléctrica se ubicarían en alrededor de US\$130.0 millones (US\$30.4 millones en 2013); de níquel serían de US\$107.0 millones (US\$28.9 millones en 2013), mientras que las de piedras y metales preciosos y semipreciosos se situarían en US\$380.1 millones (US\$482.7 millones en 2013). Por su parte, en la reducción estimada de las exportaciones de productos tradicionales, sobresalen las reducciones en el valor de las exportaciones de café y azúcar, aunque vale indicar que fueron compensadas en parte, por los incrementos en el valor exportado de banano, cardamomo y petróleo. En efecto, las exportaciones de café pasarían de US\$712.5 millones en 2013 a US\$661.6 millones en 2014, como consecuencia, principalmente, de la disminución proyectada de 13.5% en el volumen exportado y del incremento estimado del precio medio por quintal de 7.4%. En lo concerniente al valor exportado de azúcar, se estima que en 2014 se sitúe en US\$883.5 millones, monto inferior en US\$58.4 millones (6.2%) respecto al de 2013, como resultado de la disminución en el precio medio de exportación por quintal (8.5%), ya que el volumen exportado aumentaría alrededor de 2.5%.

En el caso del banano, se espera que el valor exportado en 2014 se sitúe en US\$656.3 millones, superior en US\$61.7 millones (10.4%) al valor registrado en 2013. Este resultado estaría explicado en su mayor parte por aumentos, tanto en el volumen de exportación, como en el precio medio de 8.0% y 2.2%, respectivamente. En tanto que la estimación del valor exportado de cardamomo, se prevé que alcance US\$236.8 millones, superior en US\$21.2 millones (9.8%) al valor registrado el año previo, resultado que se explicaría, en primera instancia, por un aumento en el volumen de exportación (9.7%). Por último, en lo que

<sup>12</sup> Algunos de los principales aspectos cualitativos del comercio exterior se abordaron en el apartado del sector externo de la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia a noviembre de 2014 (con la información a octubre).

respecta a las exportaciones de petróleo, se anticipa un aumento de 4.0% en su valor de exportación, al pasar de US\$277.3 millones en 2013 a US\$288.5 millones en 2014, como resultado, principalmente, de un aumento en el volumen exportado (11.3%), contrarrestado de forma parcial, por una reducción prevista en el precio medio por barril exportado de alrededor de 6.6%.

Por su parte, el valor FOB de las importaciones estaría ubicándose en US\$16,903.1 millones, monto superior en US\$546.8 millones (3.3%) al valor observado en 2013, asociado a un aumento en el volumen importado, pero compensado parcialmente por la reducción en los precios de las importaciones. En el valor de las importaciones destacaría el aumento en los materiales de construcción (13.0%); combustibles y lubricantes (8.1%); bienes de consumo (4.4%); materias primas y productos intermedios (1.0%). Por su parte, el rubro de maquinaria, equipo y herramienta registraría una leve disminución (0.3%).

En cuanto a los servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$113.9 millones, explicado, principalmente, por el déficit en los rubros de transportes, servicios de seguros y otros servicios, y por el superávit en los rubros de viajes; servicios de comunicación y servicios de gobierno. En cuanto a la renta, se estima un saldo deficitario de US\$1,782.2 millones.

Las transferencias corrientes, por su parte, registrarían ingresos netos por US\$6,501.5 millones, mayores en US\$388.8 millones (6.4%) a los registrados en 2013, explicado fundamentalmente, por los ingresos por concepto de remesas familiares que crecerían 8.5% con respecto a lo observado el año anterior.

El déficit en cuenta corriente sería financiado parcialmente por el saldo positivo de la cuenta de capital y financiera, derivado del incremento previsto en la inversión extranjera directa de alrededor de 6.1%, como resultado de la mejora en el clima de negocios y una adecuada gestión macroeconómica, así como por la continuidad de recursos provenientes del

financiamiento externo, en especial al sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito), dado que el sector público registraría una amortización neta de préstamos del exterior asociada a la sustitución de financiamiento que se registró ante la no aprobación del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 por parte del Congreso de la República. Como consecuencia del comportamiento de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría una caída en las reservas monetarias internacionales netas de US\$200.0 millones, equivalentes a US\$170.0 millones de acumulación en los activos de reserva por transacciones de la balanza de pagos y a US\$30.0 millones por desvalorización de activos de reserva.

#### **b) Para 2015**

Para 2015, tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un déficit equivalente a 2.2% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, de la de servicios y de la renta, los cuales serían compensados de manera parcial por el balance superavitario de las transferencias corrientes netas, relacionado principalmente con el crecimiento previsto de 7.5% en las remesas familiares (ver anexo 3).

De conformidad con lo anterior, se espera que el comportamiento del comercio exterior sea congruente con la aceleración del comercio mundial previsto para 2015 (5.0% según el FMI, 3.8% en 2014). En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,572.5 millones, mayor en 5.5% al estimado para 2014. Dicho resultado estaría determinado por el aumento en el valor de las exportaciones de productos tradicionales de exportación por US\$149.3 millones (5.5%) y de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$446.1 millones (5.5%). En el caso de los

productos tradicionales, el desempeño se encuentra asociado a la recuperación de las exportaciones de café y azúcar, así como al crecimiento de las exportaciones de banano y cardamomo, contrarrestados en parte, por la caída prevista en las exportaciones de petróleo, como consecuencia, principalmente, de precios internacionales más bajos. Por su parte, en lo que respecta al desglose de los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo en alrededor de 5.1%, mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando en 5.8%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, estarían registrando en 2015, comportamiento congruente con las proyecciones de crecimiento de la actividad económica. En dicha estimación, incidiría el aumento en los rubros de maquinaria, equipo y herramienta (6.4%), materias primas y productos intermedios (6.1%), bienes de consumo (5.8%), materiales de construcción (5.8%), y combustibles y lubricantes (5.5%).

Por su parte, las remesas familiares aumentarían 7.5%, como consecuencia del mantenimiento de las perspectivas de recuperación económica en los 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%, 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 (principalmente, desembolsos de empréstitos considerados en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015). Como resultado, se espera una acumulación de Activos de Reserva del Banco de Guatemala por US\$400.0 millones, equivalente al incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN).

## 2. Actividad económica

El dinamismo mostrado por diferentes indicadores de la actividad económica nacional y, particularmente, el crecimiento extraordinario en la actividad de explotación de minas y canteras, fundamentan que el crecimiento de la actividad económica registre al final 2014 una tasa de 4.0%. En cuanto a las perspectivas para 2015, de conformidad con la última información disponible y tomando en consideración 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 2015 se ubique en un rango de entre 3.5% y 4.1% (ver anexo 4).

Por el lado de la demanda interna, se estima que continuaría siendo dinámica, impulsada por un aumento del gasto de consumo final, mientras que, por el lado de los sectores productivos, se estiman tasas de crecimiento positivas y superiores a 3% en todas las actividades económicas, particularmente en el Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios Privados; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican 60.0% de la tasa de crecimiento PIB real previsto para 2015. A continuación se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2015.

### 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 4.4% en 2015, superior al estimado de 2014 (3.5%). Este dinamismo estaría siendo impulsado por el gasto de consumo público, al pasar de un ritmo de crecimiento de 0.7% en 2014 a 9.6% en 2015, comportamiento asociado a mayores niveles de remuneraciones, en términos reales, por la administración central; así como, por el incremento esperado en la compra de bienes y servicios. En cuanto al gasto de consumo privado, se

prevé que crezca 3.9%, como resultado del comportamiento favorable esperado en el ingreso de divisas por remesas familiares, de mejores condiciones de empleo e ingresos de los hogares y de condiciones favorables de acceso al crédito bancario; así como de la estabilidad en el nivel general de precios. Para la formación bruta de capital fijo se prevé un crecimiento de 3.4% (3.0% en 2014), derivado del mayor dinamismo previsto en la inversión en bienes de capital de origen importado y en la construcción de edificaciones privadas.

Respecto a la demanda externa, se estima que las exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, crezcan 4.0% en 2015, derivado, principalmente, del aumento esperado en la demanda de los principales socios comerciales del país y a la apertura de nuevos mercados de productos agropecuarios e industriales. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios, estarían creciendo 5.8%, en congruencia con las necesidades de la economía interna, en términos de la adquisición de bienes de consumo final y de uso intermedio y de capital.

#### b) Actividad sectorial

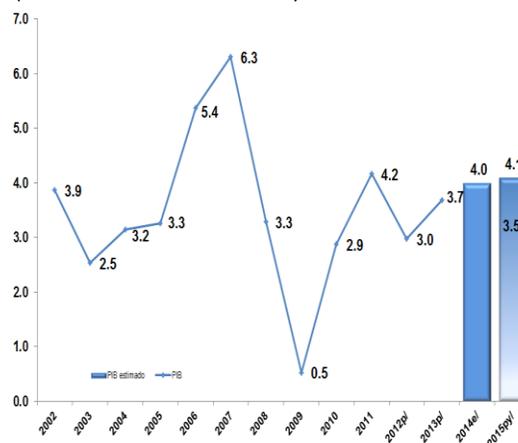
El comercio al por mayor y al por menor (que representa 11.5% del PIB) se espera que crezca 3.5%, superior en 0.2% respecto a la estimación para el año anterior, producto de expectativas favorables de crecimiento en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno y a un mayor volumen de importaciones de bienes.

En el sector industrias manufactureras (con una participación de 17.7% en el PIB), se prevé crezca 3.5% (3.2% esperado para 2014), explicado por el mayor dinamismo previsto en la actividad de fabricación de textiles y prendas de vestir, asociada a una mayor demanda externa y de las actividades relacionadas con papel, edición e impresión; productos de caucho y plásticos; y productos metálicos, este último, influenciado por el aumento previsto en la capacidad productiva de la Compañía Procesadora de Níquel de Izabal (Pronico).

En cuanto a los servicios privados (15.9% en el PIB), se estima un crecimiento de 3.9% (3.2% para 2014), congruente con el incremento esperado del turismo interno y externo y de mejores expectativas de gasto en el consumo privado; así como del componente en servicios relacionados con el proceso electoral.

**Gráfica 23**

Producto Interno Bruto  
(variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas.

pyp/ Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

La administración pública y defensa (7.9% del PIB) registraría una tasa de crecimiento de 5.6%, mayor a la de 2014 (0.8%), resultado del dinamismo esperado en el pago de remuneraciones, prestaciones a la seguridad social y transferencias corrientes del Gobierno Central.

Con relación al sector de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (13.6% del PIB), registraría una tasa de variación de 3.7% (3.2% en 2014), tomando en cuenta la recuperación esperada en la producción de café, producto de las labores orientadas a eliminar los efectos ocasionados por la roya en dicho cultivo. También se prevé mayor dinamismo para el conjunto de los cultivos tradicionales, principalmente de la producción de banano y cardamomo y de los cultivos no tradicionales, principalmente de cereales, frijol, hortalizas y frutas.

Respecto a la actividad de intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (5.6% del PIB) se prevé crezca 8.7% (superior en 7.8% al estimado para 2014), congruente con las expectativas de crecimiento del crédito al sector privado y del de las actividades de seguros y emisores de tarjetas de crédito.

El alquiler de vivienda (9.9% en el PIB) registraría un crecimiento de 3.1% (3.0% en 2014), asociado al comportamiento estable en el número de viviendas terminadas, como consecuencia de la evolución del rubro de edificaciones de la actividad construcción.

En cuanto al sector transporte, almacenamiento y comunicaciones (10.3% del PIB) crecería 3.1% (2.8% en 2014), resultado del crecimiento esperado en la demanda de transporte de carga y pasajeros, así como de la actividad de telecomunicaciones, derivado de la innovación de servicios asociados a la comunicación celular, como acceso a tecnología 4G.

El sector de electricidad y captación de agua (2.9% del PIB), crecería 5.5%, mayor al 0.3% de 2014, asociado al incremento esperado en la demanda

para uso intermedio y final de energía eléctrica por el mejor desempeño previsto en las demás actividades económicas y en el gasto de consumo final. Cabe resaltar que para 2015 se prevé un incremento en la generación de energía eléctrica con recursos renovables, producto del inicio de operaciones de una planta eólica y nuevas plantas hidráulicas en el país.

El sector construcción (2.8% del PIB), crecería 3.2% (menor al 4.6% de 2014), asociado al crecimiento de las edificaciones privadas para uso residencial y no residencial cuyo impulso sería moderado, en parte, por la disminución en la ejecución de obras del gobierno central.

Por último, la actividad económica de explotación de minas y canteras (0.8% en el PIB) se prevé crezca 4.9%, muy por debajo de la estimación de 2014 (47.5%) ante la normalización del ritmo de crecimiento esperado para la actividad de extracción de minerales metálicos (especialmente, plata, plomo y cinc).

### **3. Sector fiscal**

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, fue aprobado por el Congreso de la República, según Decreto Número 22-2014. En dicho presupuesto los ingresos y donaciones ascenderían a Q58,314.1 millones, mayores en Q6,492.0 (12.5%) respecto a la estimación de cierre de 2014, en tanto que por el lado del gasto se prevé ejecutar Q68,299.3 millones, monto superior en Q7,904.2 millones (13.1%) con relación a dicha estimación de cierre. Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q9,985.3 millones, equivalente a 2.0% del PIB, porcentaje ligeramente superior a la estimación de cierre 2014 (1.9% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q3,631.9 millones, resultado de la colocación de bonos del tesoro en el mercado interno por Q4,000.0 millones y amortizaciones por Q368.1 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q6,220.7 millones, resultado de desembolsos por Q8,153.2 millones y amortizaciones por Q1,932.5

millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q132.8 millones (ver anexo 3).

#### 4. Sector monetario

La evaluación y seguimiento de los agregados monetarios y de crédito en un esquema de política monetaria, basado en metas explícitas de inflación, continúa aportando información relevante y complementaria para el análisis de la inflación y de la evolución de la actividad económica, a pesar de que los referidos agregados ya no están sujetos a metas de crecimiento, como ocurría en el pasado.

Es oportuno señalar que, en los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción particularmente en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la expansión y a las innovaciones financieras del sistema bancario nacional, que han facilitado el acceso de más guatemaltecos a servicios financieros a un menor costo y, por tanto, afectado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Derivado de lo anterior, dentro de las estimaciones de emisión monetaria y de los medios de pago también se prevén esos cambios en los patrones de comportamiento. En efecto, en los últimos meses el público ha evidenciado un ligero incremento en su tenencia de dinero en efectivo, reflejado en un aumento del numerario en circulación y en la relativa estabilidad de la demanda de caja por parte de los bancos del sistema. En una visión de largo plazo, el comportamiento de dichas variables induce a considerar el aumento actual de la emisión monetaria, como un fenómeno temporal. Derivado de lo anterior, se estima que la variación interanual de la emisión monetaria se ubique en un rango entre 6.0% y 8.0%, tanto para diciembre de 2014, como para diciembre de 2015, congruente con las estimaciones de crecimiento económico y de inflación.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, han mantenido un comportamiento dinámico, asociado al incremento sostenido del multiplicador bancario, el cual

es reflejo de un adecuado proceso de creación secundaria de dinero y, por ende, del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional. De conformidad con la información observada a noviembre de 2014 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) prevista para finales de 2014 y de 2015 podría situarse entre 9.0% y 11.0%.

Por otra parte, el crédito bancario al sector privado continúa creciendo a un ritmo compatible con su tendencia de largo plazo, con el crecimiento de la actividad económica y con el crecimiento de las captaciones. Dicha tendencia se mantiene, a pesar de que en el presente año se ha observado una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado, asociada entre otros factores, a la preferencia de una parte del sector corporativo del país a utilizar fuentes de financiamiento externas, dadas las condiciones de liquidez y de tasas de interés en los mercados financieros internacionales. En ese contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 7.0% y 9.0% para diciembre de 2014 y entre 8.0% y 11.0% para diciembre de 2015. Conviene destacar que para 2015 se utiliza un rango de +/- 1.5 puntos porcentuales, derivado de la incertidumbre existente en los mercados internacionales relativos a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América y su efecto en las condiciones de liquidez internacional.

Las estimaciones anteriores están contenidas en el programa monetario, en el que, como se indicó, 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 de crecimiento. Sin embargo, dicho programa monetario, contribuye a la toma de decisiones, dado que 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.

En ese contexto, dada la aprobación del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, así como de la emisión de bonos del tesoro por Q2,800.0 millones para 2014 por parte del Congreso de la República, se elaboró el programa monetario y fiscal para 2015, el cual es congruente con la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el crecimiento previsto del PIB real y con las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2015 evolucionarían de la manera siguiente: a) aumento de la demanda de emisión monetaria por Q2,032.0 millones; b) incremento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$400.0 millones, equivalente a aproximadamente Q3,280.0 millones; c) disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q133.0 millones; d) aumento del encaje de los bancos del sistema por Q2,916.0 millones; y e) aumento en las operaciones de estabilización monetaria (OEM) por Q769.0 millones (ver anexo 3).

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

### A. ASPECTOS GENERALES

La política monetaria, cambiaria y crediticia está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013 y JM-121-2013. En dicha resolución se prevé que la política se revise por lo menos una vez al año y, de ser el caso, se propongan las modificaciones que se consideren convenientes.

En el esquema de metas explícitas de inflación, vigente desde 2005, la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de la autoridad monetaria 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). 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 Junta 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. La mayoría 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 macroeconómico y anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la tendencia de la inflación y tomar oportunamente las decisiones que se considere pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria, a fin de brindar certeza a los agentes económicos. 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 departamentos 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. Por ello se hace una revisión al índice sintético de las variables indicativas y se propone el seguimiento de dos variables informativas que evalúan la postura de la política monetaria (tasa de interés neutral e índice de condiciones monetarias).

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación moderada. En ese sentido vale traer a cuenta que un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad hace que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos. En Guatemala se ha considerado conveniente la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, siendo este uno de los elementos que han sustentado dicha participación. Sin embargo, también existen otros motivos por los cuales un banco central suele participar en el mercado cambiario, por ejemplo, para fortalecer la posición externa del país, mediante incrementos en el nivel de reservas monetarias internacionales que le permitan moderar las vulnerabilidades externas. Por ese motivo y tomando en cuenta que el país estaría sujeto a enfrentar posibles volatilidades futuras ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, es conveniente que la política cambiaria incluya la facultad de participar en el mercado comprando divisas para elevar el nivel de reservas monetarias internacionales, como ha sido la experiencia en otros bancos centrales

de América Latina que utilizan el mismo esquema monetario que Guatemala (en particular, Chile, México, Colombia y Perú). En 2014 se estimó un incremento en las reservas internacionales, dado que estaban previstos desembolsos importantes de deuda externa para financiar el déficit fiscal; sin embargo, para el cierre de año se espera una pérdida de reservas, dado que el gobierno sustituyó la fuente de financiamiento y ya no tuvo los referidos desembolsos. Derivado de lo anterior no se mantuvo la evolución que dicha variable había mantenido en los últimos años y, aún con los desembolsos previstos en el Presupuesto Público para 2015, la posición externa, si bien mejoraría, quedaría por debajo de los valores de años anteriores. Finalmente, se propone un calendario de reuniones, en las que la autoridad monetaria tomará decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria (Anexo 5).

## B. POLÍTICA MONETARIA

### 1. Revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas

El Índice Sintético es un indicador que evalúa de manera integrada, la orientación de política monetaria sugerida por el conjunto de variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones. En ese sentido, dado que el coeficiente de correlación entre el ritmo inflacionario observado y las variables indicativas puede cambiar en el tiempo, se procedió a incorporar la última información disponible para evaluar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustados para 2015. Derivado de lo anterior, como se muestra en el cuadro 9, la evaluación de los coeficientes de correlación sugiere que los pesos relativos de las variables indicativas se ajusten, aunque de manera moderada, a fin de que el Índice Sintético mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación.

**Cuadro 9**

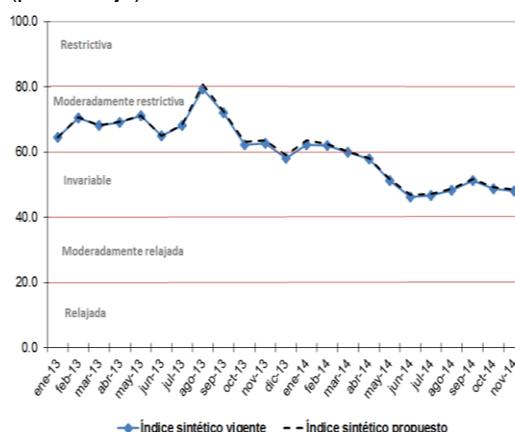
Índice sintético de las variables indicativas  
Peso relativo conforme el coeficiente de correlación  
(porcentajes)

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Vigente	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario subyacente proyectado	23	24	1
Ritmo inflacionario total proyectado	20	22	2
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	18	21	3
Tasa de interés promedio de los MM	28	21	-7
Tasa de interés parámetro	11	12	1
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>0</b>

Se realizó un ejercicio para el Índice Sintético, en el cual se construye una serie para 2013 y 2014, utilizando los ponderadores propuestos y se observó que el comportamiento del mismo es consistente con las recomendaciones que se obtuvieron con el Índice Sintético vigente (gráfica 32). No obstante, por razones de transparencia y mejora constante, como se indicó, la recomendación es actualizar los pesos relativos.

**Gráfica 32**

Índice sintético vigente y propuesto  
2013-2014  
(porcentaje)



## 2. Variables Informativas

En adición a la información de las variables indicativas que utiliza la Junta Monetaria para la toma de decisiones, se considera conveniente monitorear el comportamiento de un segundo grupo de variables, denominadas “informativas”, las cuales si bien no se utilizan con fines de determinación de política monetaria, incorporan elementos adicionales de análisis que mejoran la comprensión de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria, así como de su postura.

Con el objetivo de complementar las variables informativas actuales, se proponen dos indicadores que permitan, complementariamente, medir, por un lado, la postura de la política monetaria y, por el otro, las condiciones monetarias.

Un indicador de postura de la política monetaria señala si el banco central ha adoptado una política monetaria restrictiva, acomodaticia o neutral en un período determinado. En cambio un indicador de condiciones monetarias, mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por cambios en los fundamentos de la economía o choques externos y no exclusivamente a decisiones del banco central. Ambos indicadores deben considerarse complementarios, pues el banco central puede influir en la economía de manera indirecta mediante la administración de un conjunto de instrumentos, que incluso, en determinadas circunstancias, puede emplear en direcciones opuestas.

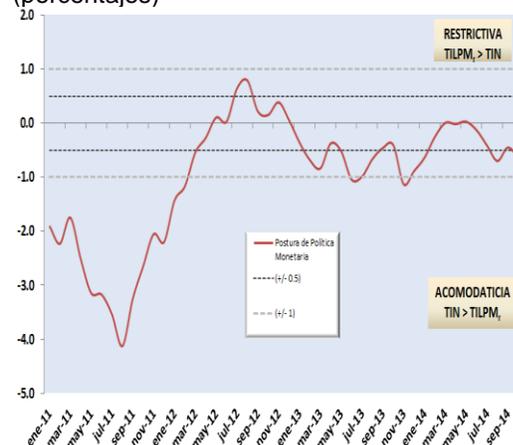
Los indicadores propuestos son: la tasa de interés neutral y el índice de condiciones monetarias.

### a) Tasa de interés neutral

Al igual que en la mayoría de bancos centrales con esquemas de metas explícitas de inflación, el instrumento básico que utiliza el Banco de Guatemala para la conducción de la política monetaria es una tasa de interés de referencia (denominada tasa de interés líder de política monetaria). De esta forma, la Junta Monetaria modifica el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, considerando, por una parte, el impacto de la evolución de las condiciones económicas generales en la inflación futura y, por la otra, la evaluación que realiza sobre el impacto de los movimientos de tasas de interés sobre el nivel de la actividad económica y de la inflación.

**Gráfica 33**

Postura de la Política Monetaria (1)  
Años: 2011-2014  
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a octubre.

Desde el punto de vista conceptual, las tasas de interés reales son determinadas por los fundamentos de la economía en el largo plazo, por lo que la política monetaria solo puede afectarlas en el corto plazo; por tanto, la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) estaría vinculada con el nivel de equilibrio de las tasas reales de la economía. De este modo, surge el concepto de tasa de interés real neutral (TIRN) que, en términos generales, se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias (deflacionarias).

A partir de la TIRN estimada, se construye la brecha de la tasa de interés; es decir, la diferencia entre la TILPM y la TIRN. Dicha brecha sería equivalente a un indicador de la posición de la política monetaria. Cuando la diferencia es positiva, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que una diferencia negativa, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. No obstante, dado que el cálculo de la TIRN parte de variables no observables, se construyó un margen de tolerancia que en el primer umbral, tiene un margen de +/- 0.5%, mientras que en el segundo umbral, tiene un margen de +/- 1.0%. Un valor fuera del segundo umbral se considera claramente restrictivo o acomodaticio (según sea la dirección), mientras que un valor en el primer umbral sería indicativo de una política monetaria claramente neutral.

De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional<sup>13</sup>, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%<sup>14</sup>, por lo que, a octubre de 2014, la postura de la política monetaria puede considerarse relativamente acomodaticia.

### b) Índice de condiciones monetarias

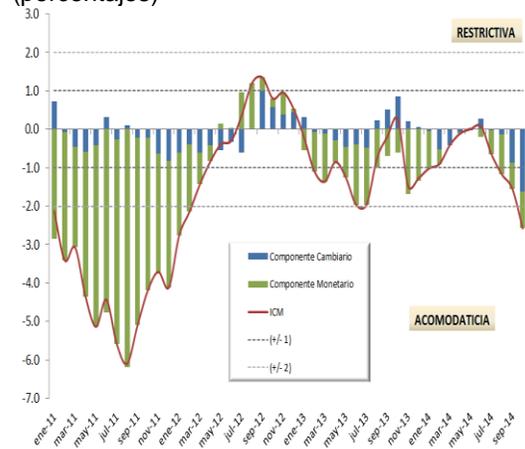
Un Índice de Condiciones Monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio y de la

<sup>13</sup> Ver Anexo 2 "Tasa de Interés Real Neutral: Metodologías alternativas aplicadas a Guatemala". Informe de Política Monetaria a Marzo de 2014. Banco de Guatemala.

<sup>14</sup> Promedio de cuatro metodologías: paridad descubierta de interés, modelo de suavizamiento del consumo, filtro Hodrick Prescott y un modelo de equilibrio general a pequeña escala.

**Gráfica 34**

Índice de Condiciones Monetarias (1) (2)  
Años: 2011-2014  
(porcentajes)



- (1) Cifras preliminares a octubre.
- (2) Utilizando tipo de cambio real.

tasa de interés líder de política monetaria, ambos en términos reales.

El ICM propuesto se define de la siguiente forma:

$$ICM_t = \alpha_1(r_t - r_0) + [-\alpha_2(q_t - q_0)]$$

En donde:

$q_t$ : Índice de Tipo de Cambio Real Observado

$q_0$ : Índice de Tipo de Cambio Real de Equilibrio

$r_t$ : Tasa de Interés Real de Política Monetaria

$r_0$ : Tasa de Interés Real Neutral

$\alpha_1$  y  $\alpha_2$ : ponderadores<sup>15</sup>

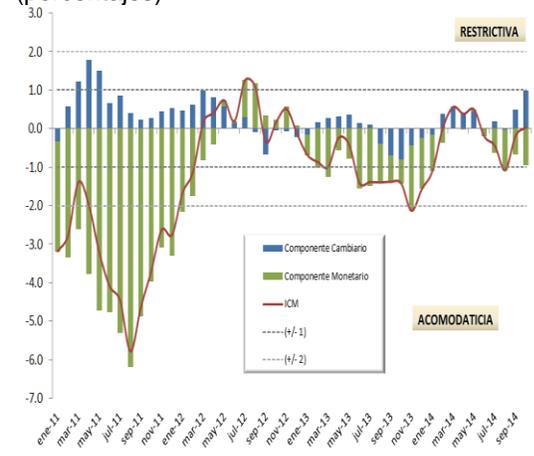
Por tanto, el ICM recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción entre los mercados de bienes y de dinero. La brecha de tasa de interés refleja las decisiones del banco central dirigidas al logro de su objetivo. La brecha del tipo de cambio revela el estado de las condiciones del sector externo de la economía. Al considerarse la combinación de la tasa de interés y del tipo de cambio, ambos en términos reales, se están teniendo en cuenta los canales relevantes en la transmisión de la política monetaria, dada la relación entre la tasa de interés, el tipo de cambio y la demanda agregada.

En ese sentido, cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. Cabe señalar que la estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 1.0% y, el segundo, de +/- 2.0%, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría una política monetaria restrictiva y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de una política monetaria acomodaticia.

En general, el ICM sirve como variable informativa de las condiciones monetarias, permitiendo determinar con mayor precisión la naturaleza de los choques que enfrenta la economía y

### Gráfica 35

Índice de Condiciones Monetarias (1) (2)  
Años: 2011-2014  
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a octubre.  
(2) Utilizando tipo de cambio nominal.

<sup>15</sup> Los ponderadores en el ICM son el efecto que cada variable tiene sobre la demanda agregada. La literatura sostiene que en una economía pequeña y abierta, el peso de la tasa de interés es mayor a la del tipo de cambio.

responder rápidamente con acciones preventivas, si fuera el caso, que pueden contribuir a mantener la trayectoria de inflación en el horizonte relevante de política monetaria; es decir, el ICM puede examinar las reacciones de política ante choques exógenos, tanto de origen interno como externo, los cuales pueden llevar a que este índice se desvíe de su senda temporalmente, reflejando de manera anticipada el efecto sobre las condiciones monetarias.

A octubre de 2014, las condiciones monetarias pueden considerarse levemente acomodaticias.

### C. POLÍTICA CAMBIARIA

En un esquema de metas de inflación, como se indicó, 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: a) facilitar el ajuste de la economía ante choques reales; b) prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); c) evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto; y d) desincentivar 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 depreciaciones significativas en el tipo de cambio nominal 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.

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>16</sup>, en parte, explicadas por la asimetría en la información o por externalidades. Por tanto, dichas imperfecciones pueden requerir el uso de opciones de política cambiaria para suavizar los cambios en el mercado cambiario, lo que, entre otras formas, puede lograrse mediante el uso de reglas de participación 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

---

<sup>16</sup> Por ejemplo, si existieran expectativas de depreciación, los agentes económicos pueden exacerbar estas, si consideran 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.

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>17</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. En Guatemala el régimen cambiario es flexible y la regla de participación ha contribuido al desarrollo ordenado del mercado. 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.

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 conlleva riesgos, en particular debido al proceso de normalización de la política monetaria estadounidense que implicarían probablemente incrementos en las tasas de interés internacionales a partir del segundo semestre de 2015, el enfoque de gradualidad sigue siendo una opción adecuada para una economía como la de Guatemala.

En el contexto descrito y, tomando en cuenta que el margen de fluctuación se amplió el año pasado, se considera prudente que la regla de participación no observe cambio alguno en esta ocasión.

Con relación a la conveniencia de fortalecer las RMI, vale destacar que estas se constituyen en activos en moneda extranjera que mantiene el Banco de Guatemala como un instrumento de apoyo a la política monetaria y cambiaria, en el cumplimiento del objetivo fundamental de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

Las RMI son particularmente importantes en un contexto de globalización de los mercados internacionales, reducción de las barreras a los movimientos de capital y volatilidad en los mercados financieros y cambiarios a nivel mundial. En ese sentido, bajo el régimen cambiario de tipo de cambio flexible vigente en el país, la participación por parte del Banco de Guatemala en el mercado cambiario busca únicamente moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal. En esa orientación, el fortalecimiento de su posición externa es deseable, en particular, para que, en circunstancias excepcionales que impliquen proveer liquidez en moneda extranjera (como en la crisis global y financiera de 2008-2009), el Banco Central tenga la capacidad de reaccionar oportunamente.

Existen varios beneficios de acumular reservas, entre los que destacan: a) la contribución a la estabilidad económica y financiera del país, en la medida que garantizan la disponibilidad de divisas para situaciones extraordinarias, que podrían generarse por choques externos que se manifiesten en un eventual retiro significativo de depósitos en moneda extranjera y una posterior salida de capitales del sistema financiero; b) la percepción acerca de la fortaleza de la moneda del país y de la solidez de la posición financiera de la economía para hacer frente a sus obligaciones con el resto del mundo; y c) que la adecuada disponibilidad de divisas contribuye a la reducción del riesgo país y a la mejora de las calificaciones crediticias, lo que redundaría en mejores condiciones para la obtención de créditos del exterior por parte del sector corporativo y, en muchos casos, a atraer flujos de inversión extranjera directa.

<sup>17</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.

Actualmente el nivel de reservas con que cuenta el Banco Central se considera apropiado tanto por análisis internos, como evaluaciones efectuadas por organismos internacionales, como el FMI. No obstante, dado que los flujos privados de divisas al país ingresan directamente al mercado, las únicas fuentes de acumulación de RMI son los desembolsos de deuda pública externa, el rendimiento que genera la inversión de las RMI y las compras que efectúa el Banco Central, mediante la regla de participación en el mercado cambiario. Como se indicó en la historia reciente el Banco Central no ha utilizado ningún mecanismo para acumular RMI, como es el caso de varios países de la región que operan en metas explícitas de inflación. El propósito de dicha acumulación se sustenta en la conveniencia de mantener el nivel de RMI en una posición cómoda que permita enfrentar vulnerabilidades de origen externo, tomando en consideración además que este año se observará una reducción de las RMI por alrededor de US\$200.0 millones. Si bien, el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para 2015 prevé desembolsos externos por un monto importante que permitiría una acumulación de RMI en 2015 de alrededor de US\$400.0 millones, dicho monto no resultaría suficiente para restablecer los niveles de liquidez externa registrados en años anteriores.

Es importante señalar que dicha acumulación debe tomar en cuenta la evolución del mercado cambiario y debiera llevarse a cabo cuando existan condiciones de apreciación de la moneda, además deberá tomar en cuenta las condiciones monetarias de manera que no ponga en riesgo los objetivos de inflación de la banca central, para lo cual deberá tomarse en cuenta el análisis de programación monetaria.

Derivado del análisis sobre los costos y beneficios, los departamentos técnicos consideran que, en el contexto de la política cambiaria actual, se podría adicionar la facultad de acumular RMI como actualmente la tienen otros bancos centrales que operan con el esquema de metas de inflación.

## **VI. 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 2014.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

# ANEXOS

# ANEXO 1

## CONSIDERACIONES SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO EN GUATEMALA EN 2014

### I. INTRODUCCIÓN

En Guatemala el tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar es determinado por la interacción entre oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario. Dentro de los determinantes de dicho precio macroeconómico existen factores estructurales y factores coyunturales. En cuanto a los estructurales resaltan aquellos que determinan la estacionalidad del tipo de cambio nominal (como las operaciones de comercio exterior y las remesas familiares) y dentro de los coyunturales, pueden considerarse, por ejemplo, los cambios en los precios internacionales de algunas materias primas relevantes, cambios temporales en las expectativas cambiarias, además de algunos flujos de capital. En 2014, especialmente entre agosto y principios de octubre, se registró un período de apreciación del tipo de cambio nominal, el cual se consideró atípico, dado que ocurrió en un momento en el que por factores estacionales suele depreciarse. En este anexo se exponen algunas causas que explicarían el comportamiento de esta variable, en el período citado.

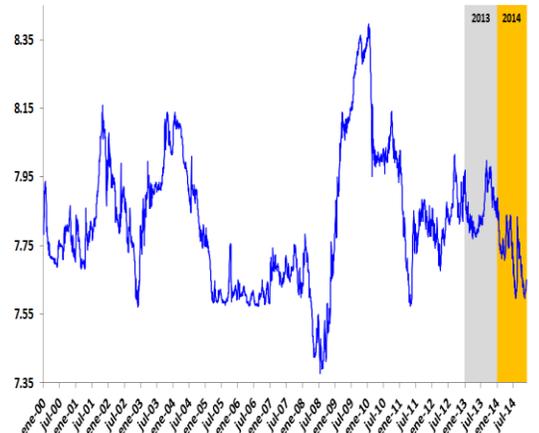
### II. COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DURANTE 2014

En términos generales, el tipo de cambio nominal registra una relativa estacionalidad a lo largo de cada año; es decir, un patrón que con algunas variaciones moderadas suele mostrar tendencias similares en el año. En efecto, si bien el indicador de estacionalidad puede proporcionar una guía de cómo puede comportarse la variable, no es un patrón absoluto y de perfecta correlación entre la variable y su estacionalidad. La correlación de cada año, aunque imperfecta, varía conforme las circunstancias específicas de un año.

En lo que respecta a su comportamiento durante 2014 y su relación con la estacionalidad, como se ilustra en la gráfica A1.2 se pueden observar tres períodos, de los cuales, en dos se ha mantenido la relación y en el tercero no. De esa cuenta, en términos generales, mantuvo un comportamiento congruente con sus factores estacionales hasta agosto. En efecto, del 1 de enero al 12 de agosto, registró una correlación positiva, lo que implicó que registrara alzas y bajas, pero acorde a lo esperado. Sin

**Gráfica A1.1**

Tipo de Cambio Nominal  
Años: 2000 – 2014 (1)  
(quetzales por US\$1.00)



(1) Con datos al 30 de noviembre de 2014.  
Fuente: Banco de Guatemala.

embargo, del 13 de agosto al 7 de octubre, se observó un cambio en la tendencia, dado que si bien los factores estacionales indicaban una depreciación, lo que se observó fue una leve apreciación, por lo que la correlación fue inversa. No obstante, a partir del 8 de octubre retomó su comportamiento, es decir la correlación nuevamente se tornó positiva. Por lo que al diferir de su tendencia estacional se analizaron algunos factores que podrían explicar dicho cambio temporal.

### III. FACTORES QUE PODRÍAN EXPLICAR LA APRECIACIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

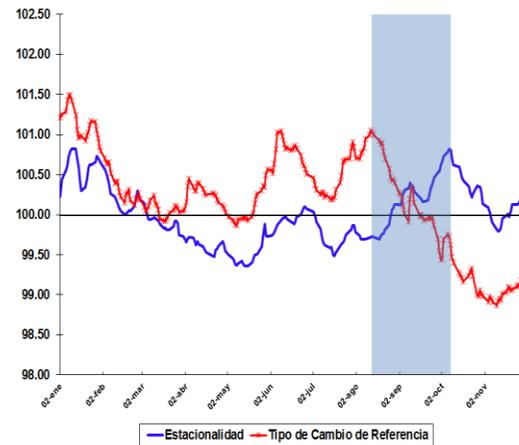
#### A. Principales aspectos relacionados con la oferta de divisas

El primer aspecto de oferta analizado se refiere al análisis del desglose de las operaciones de la balanza cambiaria. Este evidencia que la mayoría de transacciones se han llevado acorde a lo que el comportamiento histórico registra. Con excepción de las remesas familiares que registraron un incremento superior al del año anterior, especialmente, a partir de abril, pero se acentuó desde finales de julio hasta principios de octubre, cuando alcanzó un crecimiento promedio de alrededor de 9.3% (respecto de similar período de 2013, cuando creció 4.8%), para luego retomar un crecimiento más acorde a la estimación de final de año de 8.5% al crecer 8.3% (en 2013 creció 6.2% en similar período). El incremento fue coyuntural y se consideró importante debido a que, por su propia naturaleza, son divisas que normalmente se transan casi de inmediato en el mercado cambiario; en tanto que existe otra proporción de transacciones cambiarias cuya liquidación puede diferirse en el tiempo ante determinadas condiciones del mercado.

El segundo aspecto de oferta es el dinamismo reciente que registran las exportaciones de algunos productos de la industria extractiva (principalmente, el plomo y el níquel), y de energía eléctrica, que se constituyeron en una fuente adicional de oferta de divisas en el mercado cambiario, así como las relacionadas a la extracción de metales, que dada su naturaleza, pueden tener una producción más uniforme a lo largo del año a diferencia de los productos agropecuarios que dependen de la estacionalidad de su producción. En el caso de la energía eléctrica, se incrementó el potencial de sus exportaciones a partir de agosto del presente año

**Gráfica A1.2**

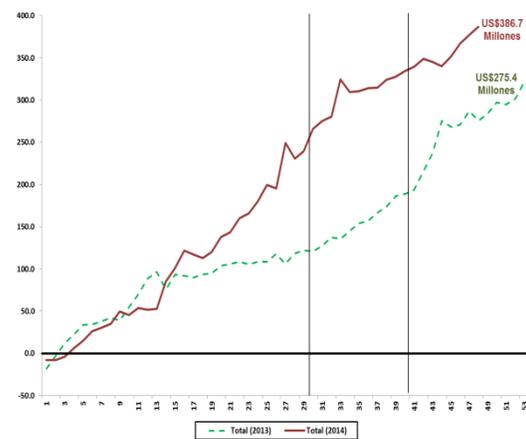
Tipo de Cambio de Referencia 2014 y Estacionalidad (1) (2) (índice)



(1) Con información al 30 de noviembre.  
 (2) Estacionalidad base: 2001-2013.  
 Fuente: Mercado Institucional de Divisas.

**Gráfica A1.3**

Crecimiento Absoluto del Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1) (millones de US Dólares)



(1) Con información al 27 de noviembre de cada año.  
 Fuente: Mercado Institucional de Divisas.

derivado de la falta de lluvia en algunos países del área centroamericana, lo que facilitó su exportación.

El tercer aspecto de oferta, se refiere a la sustitución por parte del sector corporativo de crédito otorgado por bancos locales por financiamiento obtenido del exterior, para realizar amortizaciones a algunas instituciones bancarias. En el último año algunas empresas del país obtuvieron financiamiento del exterior por alrededor de US\$1,400.0 millones, mediante emisiones de deuda en mercados internacionales. La amortización afectó fundamentalmente a algunas instituciones que participan en el mercado cambiario, reflejándose en un incremento de su posición en moneda extranjera, que les generó acumulaciones de divisas aumentando la oferta de divisas y reduciéndose las presiones de demanda.

## B. Principales aspectos relacionados con la demanda de divisas

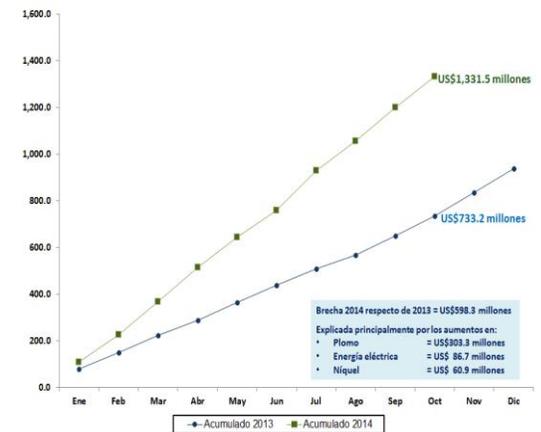
La demanda de divisas está íntimamente relacionada con el desempeño de la economía guatemalteca y, la demanda real de bienes y servicios se mantuvo, a lo largo del año, acorde a las necesidades de la economía, aunque a un ritmo menor al previsto. En efecto, el crecimiento del volumen de las importaciones superó el 8%; sin embargo, en términos de valor registra un crecimiento de 3.3%, derivado de la reducción en los precios medios de 4.5%.

Si bien en términos acumulados la reducción pareciera no ser tan significativa, dicha disminución podría haber tenido un impacto considerable, particularmente, por la factura petrolera, que a partir de julio se empezó a evidenciar la considerable reducción (30.0%) en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

En adición, el crecimiento del valor de importaciones es inferior a lo previsto a inicios de año, también por las disminuciones en los precios de las importaciones de bienes de consumo (gráfica A1.5), tanto duraderos como no duraderos, así como de otras materias primas y productos intermedios.

### Gráfica A1.4

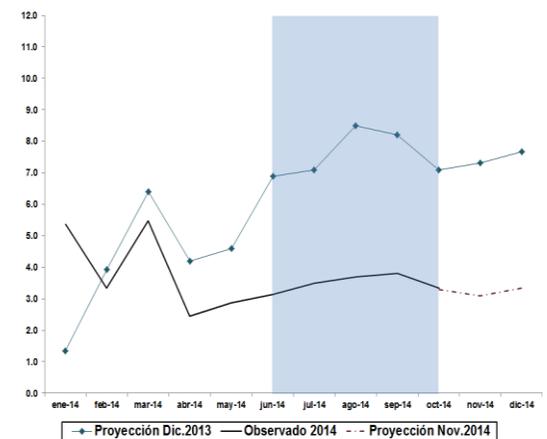
Exportaciones Totales Acumuladas de las Industrias Extractivas (1)  
(millones de US Dólares)



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

### Gráfica A1.5

Evolución de las Importaciones FOB en 2014 Proyectada a finales de 2013 versus Proyección efectuada en noviembre de 2014 Variación Relativa Acumulada (1)  
(porcentaje)



(1) Con información a octubre.

## ANEXO 2

### FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA GUATEMALTECA

#### I. INTRODUCCIÓN

El financiamiento de la expansión de la actividad económica tiene un rol importante en cualquier país. La evidencia empírica, de conformidad con Levine (2005), indica que, si la intermediación financiera cumple sus funciones básicas: ubicar recursos financieros disponibles y colocarlos en proyectos rentables de inversión y contribuir a normalizar el consumo de las personas en el tiempo, entonces las instituciones financieras y los mercados financieros (sistema financiero) ejercen una considerable influencia en el desarrollo económico, en el alivio de la pobreza y en la estabilidad económica.

En ese contexto, es fundamental para cualquier economía contar con acceso a financiamiento para sus actividades económicas privadas y, de esa forma, promover el crecimiento económico interno. Los avances tecnológicos que se han registrado a nivel mundial, especialmente en las comunicaciones, han venido a modificar las condiciones de operación del sector de servicios financieros, ante la creación de nuevos mecanismos crediticios; con ello, la obtención de recursos financieros se ha hecho mucho más rápida y eficiente, lo que ha incrementado y diversificado la actividad financiera a nivel global en los últimos años. Dicha expansión tiene un carácter global, y presenta consideraciones positivas (como la generación de fuentes adicionales de financiamientos en los países), pero también tiene sus riesgos, al haber alcanzado un carácter sistémico, lo que fue demostrado con los efectos negativos que sufrieron la mayoría de países en la reciente crisis económica y financiera mundial de 2008-2009.

La economía guatemalteca, al ser parte integrante de este mundo globalizado, ha registrado cambios considerables, no solo para adaptarse a las condiciones internacionales, sino también para insertarse

eficientemente en los mercados internacionales. Uno de los principales factores que ha contribuido a lograr este objetivo es la libre determinación de los mercados de las condiciones económicas, incluyendo las actividades financieras. En efecto, aunque la economía guatemalteca ha contado con un mercado financiero pequeño, este posee la libertad para determinar sus condiciones financieras y, por ende, las empresas, encuentran en el mercado las fuentes y condiciones que consideren más apropiadas para el financiamiento de sus actividades económicas.

En ese sentido, el análisis busca obtener una aproximación del nivel de diferentes fuentes de financiamiento disponibles para la economía guatemalteca, concluyendo con la elaboración de un índice de financiamiento total de la economía, que permitiría realizar análisis más completos y adecuados al contexto actual.

#### II. FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA GUATEMALTECA

La razón de que el sector privado se endeude surge como consecuencia de la necesidad de financiar el crecimiento de las empresas, por lo que estas realizan una actividad de inversión para mantener y acrecentar la capacidad productiva de sus activos. Desde el punto de vista de las empresas, la principal motivación, para utilizar el financiamiento es incrementar sus posibilidades de inversión; en tanto que las personas utilizan el financiamiento, básicamente, como una forma de inversión y estabilización de su consumo en el tiempo.

En general, las empresas o las personas utilizan dos tipos de financiamiento. El primero, referido al financiamiento propio, entendido como aquellos recursos monetarios de que dispone el propietario o el conjunto de propietarios de las empresas y, el segundo, se refiere a los recursos financieros que son aportados por

terceros, pero condicionados a una duración limitada y a un costo determinado.

La actividad normal de una empresa es generar ingresos netos en un período, que se traduzcan en ganancia, la cual se divide en utilidades retenidas y dividendos. Las utilidades retenidas son utilizadas para cubrir parte de la operación de la empresa y constituyen, conjuntamente con otros ingresos esporádicos o extraordinarios, como la venta de activos obsoletos, la primera fuente de financiamiento propio. Sin embargo, este autofinanciamiento, en general, es insuficiente y por ello las empresas deben recurrir a financiamiento de otras fuentes.

Por otra parte, el monto del endeudamiento dependerá de la situación en la que una empresa se encuentre (fase de desarrollo y expansión, fase de consolidación y fase de declive) y de la magnitud, solidez (nivel de riesgo y variabilidad ante los cambios) y temporalidad de los flujos de caja.

Conforme lo anterior, el sector corporativo acude al mercado financiero en busca de recursos adicionales, que sirvan de complemento al autofinanciamiento (como puede ser el aumento del capital propio mediante la emisión de acciones o la reinversión de utilidades). Como se indicó, en la actualidad, los intermediarios financieros pueden ubicarse en el mercado local o en el mercado internacional. Es amplia y variada la gama de fuentes que se pueden encontrar, entre ellas, se pueden mencionar, el endeudamiento mediante la emisión de obligaciones, la obtención de préstamos y créditos bancarios a corto, medio y largo plazos, arrendamiento financiero o *leasing*, créditos comerciales y ventas de derecho de cobro o *factoring*, entre otros.

#### **A. Principales fuentes internas**

Tomando en consideración el tamaño de la economía guatemalteca y su desarrollo financiero, la mayor parte del financiamiento interno de las empresas procede de los bancos del sistema y representa casi un 33% del PIB. En Guatemala las instituciones bancarias

hacen la doble función de banca comercial y de inversión, dado el nivel de desarrollo del sistema bancario. Dichas instituciones ofrecen también una opción de banca de inversión por medio de entidades financieras, vinculadas a estas, denominadas Offshore (entidades fuera de plaza); asimismo existe un grupo pequeño de banca de inversión, constituido por las instituciones denominadas "financieras". Por su parte, también ha cobrado auge en los últimos años la intermediación financiera llevada a cabo por medio de las cooperativas de ahorro y crédito que operan en el país, aunque su participación es muy baja. Además, existe la posibilidad de financiamiento por medio de la Bolsa de Valores Nacional, en el mercado primario, mediante la emisión de títulos (generalmente pagarés) y en oferta pública colocados en la bolsa, pero es un segmento de mercado que aún se está desarrollando. Las otras modalidades de financiamiento, como el arrendamiento financiero o *leasing* y ventas de derecho de cobro o *factoring*, se llevan a cabo en el país, en un monto bastante reducido.

Por otra parte, es importante recordar que derivado de lo estipulado en la Ley de Libre Negociación de Divisas, vigente a partir de mayo de 2001, es libre la negociación en el mercado guatemalteco de divisas, razón por la cual, el financiamiento puede ser obtenido tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En el caso de los bancos del sistema y las sociedades financieras, los préstamos se otorgan en moneda nacional y en moneda extranjera; mientras que las entidades fuera de plaza, únicamente pueden brindar crédito en moneda extranjera. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito otorgan financiamiento sólo en moneda nacional.

## B. Principales fuentes externas

Las razones que inducen a los agentes económicos a optar a un financiamiento en el exterior dependen de la posibilidad que se tenga de acceder al mercado internacional y de las condiciones más favorables del mercado local; es decir, si se encuentran posibilidades de fondearse en mejores condiciones de tasas de interés y de plazos más largos.

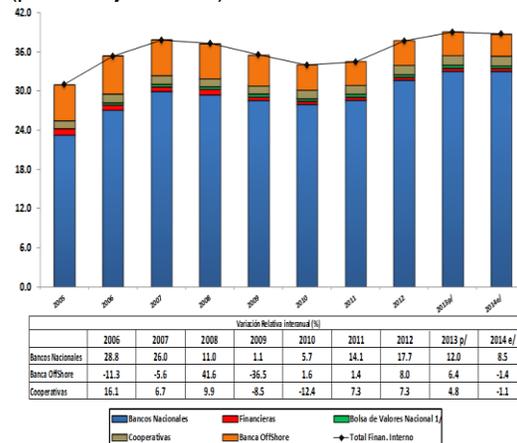
Dentro de las principales fuentes de financiamiento externo, se encuentran las siguientes; la proveniente de las instituciones financieras del exterior, dicho financiamiento lo pueden obtener tanto bancos<sup>18</sup>, como el resto del sector privado; los créditos comerciales, los cuales adquieren las empresas por importaciones de bienes y servicios, y cuyo vencimiento es normalmente de corto plazo; la emisión de bonos o títulos valores en el mercado financiero internacional, cumpliendo la mayoría de requisitos que cualquier institución tiene que cumplir para realizar dicha colocación, dentro de los cuales, la más importante debe ser contar con una calificación de riesgo emitida por una de las principales agencias calificadoras internacionales. Finalmente, también se puede considerar como una fuente de financiamiento la que proviene de recursos propios de las empresas de inversión extranjera directa, la cual puede ser de dos tipos; el primero, que se refiere a la reinversión de utilidades, la cual es una proporción de los beneficios que inversionistas no residentes han decidido no distribuir a sus accionistas y, por tanto, deciden dejarlo en el país, normalmente para expansión de las actividades empresariales y, por transacciones económicas o por financiamiento, mientras que el otro se refiere a los préstamos provenientes de la casa matriz, de filiales o de sucursales, ya sea, el vencimiento de dichos préstamos pueden ser de corto o de largo plazos.

La fuente de información del financiamiento externo lo constituye la balanza de pagos y la posición de inversión internacional. Cabe indicar que la mayor proporción del financiamiento externo corresponde a la reinversión de utilidades, seguido del que otorgan las entidades bancarias y del crédito comercial. En tanto que la emisión de títulos valores y los

<sup>18</sup> Tomando en cuenta que las instituciones financieras nacionales lo que obtienen son líneas de crédito del exterior, que normalmente son utilizadas para otorgar préstamos interno, por lo que no se consideran en el indicador de financiamiento agregado, porque se duplicaría la información.

### Gráfica A2.1

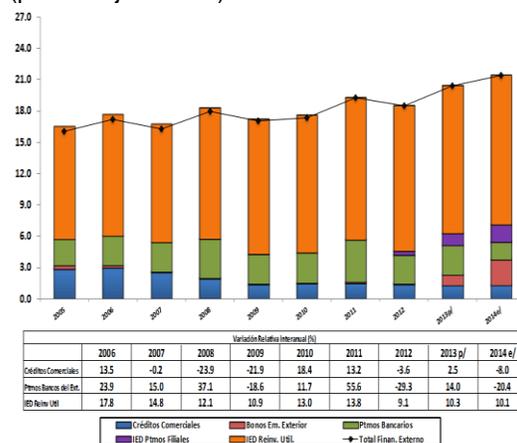
Financiamiento Interno al Sector Privado  
Años: 2005 – 2014  
(porcentaje de PIB)



- 1/ Títulos de Bolsa: deuda privada emitida en el mercado primario  
p/ Cifras preliminares.  
e/ Cifras estimadas a septiembre

### Gráfica A2.2

Financiamiento Externo al Sector Privado  
Años: 2005 – 2014  
(porcentaje de PIB)



- p/ Cifras preliminares.  
e/ Cifras estimadas a septiembre

préstamos provenientes de la casa matriz, de empresas filiales o sucursales empezaron a ser importantes hasta en los últimos dos años.

### C. Índice de Financiamiento Total de la Economía

Considerando la naturaleza propia de las empresas, como se señaló, los avances tecnológicos en comunicaciones y la mayor integración financiera internacional, así como el largo historial de un adecuado manejo macroeconómico del país, actualmente existe la posibilidad de acceder con relativa facilidad a diferentes tipos de financiamiento, tanto a lo interno del país como en el mercado financiero internacional. En esa línea, con el objeto de contar con una medida aproximada del financiamiento total al sector privado, se elaboró un indicador que incluyó distintas fuentes de financiamiento tanto internas como externas. A continuación se presentan los principales resultados.

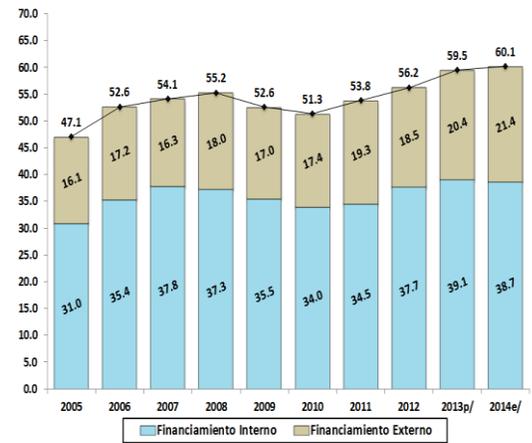
En 2014, con datos estimados a septiembre, el indicador revela que el financiamiento total al sector privado como porcentaje del PIB representa más del 60%, con una participación de financiamiento interno alrededor de 39%, en tanto que el restante 21% proviene de financiamiento externo. Vale indicar que dicho comportamiento, en términos generales, está en línea con la experiencia internacional.

Es importante destacar que desde 2013, en especial desde el último trimestre, se ha registrado una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo, dadas las condiciones de mayor liquidez en los mercados internacionales en combinación con bajas tasas de interés y plazos más largos, lo cual ha incidido, no solamente en una menor demanda de crédito bancario interno, sino que también en importantes amortizaciones de préstamos internos, lo que ha generado que se esté registrando una desaceleración gradual del ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado y, por ende, del crédito interno.

Como se ilustra en la gráfica A2.4, a partir de 2013 se empieza a observar que la desaceleración en el financiamiento interno (que disminuyó de 16.1% en 2012 a 7.3% en 2014) es compensada por una aceleración significativa del financiamiento externo, que pasó de un crecimiento de 2.3% en 2012 a 20.6% en 2014.

**Gráfica A2.3**

Financiamiento Total al Sector Privado  
Años: 2005 – 2014  
(porcentaje de PIB)

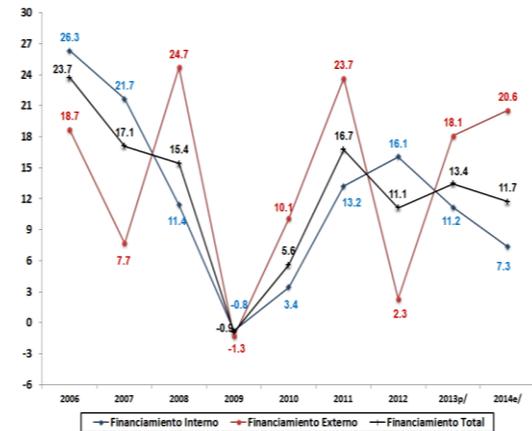


p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas a septiembre.

**Gráfica A2.4**

Financiamiento Total al Sector Privado  
Años: 2006 – 2014  
(variación relativa interanual)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas a septiembre.

Cabe indicar que este tipo de indicadores de financiamiento total de los países es relativamente nuevo y solamente en algunos (concretamente en México y Chile) se encontró evidencia. Ello es así porque depende de la disponibilidad de la información en cada país. En ese sentido, cabe destacar que este es un avance sujeto a mejoras en su construcción y oportunidades de información, especialmente la relacionada con fuentes del exterior del país.

### **III. CONSIDERACIONES FINALES**

Al analizar las distintas fuentes de información, se puede concluir que la reducción observada en el ritmo de crecimiento del crédito bancario en los últimos dos años puede explicarse por una caída en la demanda, pero no por razones de menor actividad económica, sino más bien porque el sector corporativo ha cubierto parte de sus necesidades de crédito con fuentes externas de financiamiento.

Efectivamente, las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales, en combinación con bajas tasas de interés y plazos más largos, aunado a una estabilidad de la moneda local frente al dólar estadounidense, han creado condiciones favorables para que parte del sector privado nacional, particularmente el corporativo, encuentre alternativas de financiamiento fuera de Guatemala.

## ANEXO 3

### BALANZA DE PAGOS AÑOS: 2013 - 2015 (en millones de US Dólares)

CONCEPTO	2013 <sup>p/</sup>	2014 <sup>e/</sup>	2015 <sup>py/</sup>	Variaciones			
				2014- 2013		2015-2014	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-1,346.4</b>	<b>-1,329.5</b>	<b>-1,431.7</b>	<b>16.9</b>	<b>-1.3</b>	<b>-102.2</b>	<b>7.7</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-6,171.4</b>	<b>-5,934.9</b>	<b>-6,336.7</b>	<b>236.5</b>	<b>-3.8</b>	<b>-401.8</b>	<b>6.8</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>10,184.9</b>	<b>10,968.2</b>	<b>11,572.5</b>	<b>783.3</b>	<b>7.7</b>	<b>604.3</b>	<b>5.5</b>
Mercancías Generales	10,027.1	10,791.5	11,386.9	764.4	7.6	595.4	5.5
Principales Productos	2,741.9	2,726.6	2,875.9	-15.3	-0.6	149.3	5.5
Otros Productos	7,285.2	8,064.9	8,511.0	779.7	10.7	446.1	5.5
Bienes Adquiridos en Puerto	157.8	176.7	185.6	18.9	12.0	8.9	5.0
<b>Importaciones FOB</b>	<b>16,356.3</b>	<b>16,903.1</b>	<b>17,909.2</b>	<b>546.8</b>	<b>3.3</b>	<b>1,006.1</b>	<b>6.0</b>
Mercancías Generales	16,349.6	16,894.3	17,899.9	544.7	3.3	1,005.6	6.0
Bienes Adquiridos en Puerto	6.8	8.8	9.3	2.0	29.4	0.5	5.7
<b>B- SERVICIOS</b>	<b>-80.6</b>	<b>-113.9</b>	<b>-96.2</b>	<b>-33.3</b>	<b>41.3</b>	<b>17.7</b>	<b>-15.5</b>
Créditos	2,570.4	2,798.1	2,974.6	227.7	8.9	176.5	6.3
Débitos	2,651.0	2,912.0	3,070.8	261.0	9.8	158.8	5.5
<b>C- RENTA</b>	<b>-1,207.1</b>	<b>-1,782.2</b>	<b>-1,984.4</b>	<b>-575.1</b>	<b>47.6</b>	<b>-202.2</b>	<b>11.3</b>
Créditos	367.8	397.2	422.6	29.4	8.0	25.4	6.4
Débitos	1,574.9	2,179.4	2,407.0	604.5	38.4	227.6	10.4
<b>D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES</b>	<b>6,112.7</b>	<b>6,501.5</b>	<b>6,985.6</b>	<b>388.8</b>	<b>6.4</b>	<b>484.1</b>	<b>7.4</b>
Remesas Familiares (Netas)	5,246.0	5,691.9	6,118.8	445.9	8.5	426.9	7.5
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>2,619.8</b>	<b>797.6</b>	<b>1,729.2</b>	<b>-1,822.2</b>	<b>-69.6</b>	<b>931.6</b>	<b>116.8</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>	<b>0.0</b>	<b>--</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>2,619.8</b>	<b>797.6</b>	<b>1,729.2</b>	<b>-1,822.2</b>	<b>-69.6</b>	<b>931.6</b>	<b>116.8</b>
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>1,261.5</b>	<b>1,338.9</b>	<b>1,447.2</b>	<b>77.4</b>	<b>6.1</b>	<b>108.3</b>	<b>8.1</b>
En el exterior	-33.9	-35.6	-37.8	-1.7	5.0	-2.2	6.2
En Guatemala	1,295.4	1,374.5	1,485.0	79.1	6.1	110.5	8.0
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>932.6</b>	<b>724.4</b>	<b>71.4</b>	<b>-208.2</b>	<b>-22.3</b>	<b>-653.0</b>	<b>-90.1</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>425.7</b>	<b>-1,265.7</b>	<b>210.6</b>	<b>-1,691.4</b>	<b>-397.3</b>	<b>1,476.3</b>	<b>-116.6</b>
Préstamos del Sector Público	399.1	-35.8	792.1	-434.9	-109.0	827.9	-2,312.6
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-571.2</b>	<b>361.9</b>	<b>102.5</b>	<b>933.1</b>	<b>-163.4</b>	<b>-259.4</b>	<b>-71.7</b>
<b>SALDO DE BALANZA DE PAGOS</b>	<b>702.2</b>	<b>-170.0</b>	<b>400.0</b>	<b>-872.2</b>	<b>-124.2</b>	<b>570.0</b>	<b>-335.3</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)*/</b>	<b>-702.2</b>	<b>170.0</b>	<b>-400.0</b>	<b>872.2</b>	<b>-124.2</b>	<b>-570.0</b>	<b>-335.3</b>

CUENTA CORRIENTE / PIB

-2.5      -2.3      -2.2

<sup>e/</sup> Cifras estimadas.

<sup>p/</sup> Cifras preliminares

<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**  
**EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**  
**AÑOS: 2014 - 2015**  
(millones de quetzales)

Concepto	2014 <sup>ef</sup>	2015 <sup>py</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>51,822.0</b>	<b>58,314.0</b>	<b>6,492.0</b>	<b>12.5</b>
A. Ingresos (1+2)	51,605.3	57,529.5	5,924.2	11.5
1. Ingresos Corrientes	51,596.5	57,509.4	5,912.9	11.5
a. Tributarios	48,818.5	54,701.2	5,882.7	12.1
b. No Tributarios	2,778.0	2,808.2	30.2	1.1
2. Ingresos de Capital	8.8	20.1	11.3	128.4
B. Donaciones	216.7	784.5	567.8	262.0
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>60,395.2</b>	<b>68,299.3</b>	<b>7,904.1</b>	<b>13.1</b>
A. De Funcionamiento	47,226.3	54,380.3	7,154.0	15.1
B. De Capital	13,168.9	13,919.0	750.1	5.7
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal</b>	<b>-8,573.2</b>	<b>-9,985.3</b>	<b>-1,412.1</b>	<b>16.5</b>
<b>IV. Financiamiento Total</b>	<b>8,573.1</b>	<b>9,985.3</b>	<b>1,412.2</b>	<b>16.5</b>
A. Interno	8,210.7	3,631.9	-4,578.9	-55.8
B. Externo	-43.6	6,220.7	6,264.3	-14,367.6
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	406.0	132.8	-273.2	-67.3
<b>Carga tributaria</b>	<b>10.7</b>	<b>11.2</b>		
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.0</b>		

<sup>ef</sup> Cifras estimadas.

<sup>py</sup> Cifras proyectadas.

**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2015**  
(millones de quetzales)

Concepto	Total
<b>CUENTAS FISCALES</b>	
Ingresos	58,314
Egresos	68,299
Corrientes	54,380
Capital	13,919
Déficit	9,985
(% del PIB)	2.0
Financiamiento externo neto	6,221
Financiamiento interno neto	3,632
Variación de Caja	133
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>	
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>3,280</b>
En US\$	400
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-479</b>
1. Gobierno Central	133
2. Resto del sector público	-278
3. Posición con bancos	-2,916
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-2,916
4. Otros Activos Netos	2,581
Gastos y productos	1,701
Otros	881
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>2,801</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>2,032</b>
<b>C. EXCEDENTE ( - ) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-769</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>-769</b>

## ANEXO 4

### PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO AÑOS: 2014 - 2015

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2014 <sup>el</sup>	2015 <sup>pyl</sup>	2014 <sup>el</sup>	2015 <sup>pyl</sup>
<b>1. DEMANDA INTERNA</b>			3.5	4.4
<b>GASTO DE CONSUMO FINAL</b>	95.7	96.3	3.6	4.5
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	84.7	84.8	4.0	3.9
Gastos en consumo del gobierno general	11.0	11.7	0.7	9.6
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO</b>	14.4	14.4	3.0	3.4
<b>VARIACIÓN DE EXISTENCIAS</b>	-0.2	-0.3		
<b>2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	26.8	26.8	7.1	4.0
<b>3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	37.0	37.7	4.6	5.8
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)</b>			<b>4.0</b>	<b>3.5 - 4.1</b>

<sup>el</sup> Cifras estimadas

<sup>pyl</sup> Cifras proyectadas.

### PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN AÑOS: 2014 - 2015

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación		Contribución al PIB	
	2014 <sup>el</sup>	2015 <sup>pyl</sup>	2014 <sup>el</sup>	2015 <sup>pyl</sup>	2014 <sup>el</sup>	2015 <sup>pyl</sup>
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.6	13.6	3.2	3.7	0.35	0.39
2. Explotación de minas y canteras	0.8	0.8	47.5	4.9	1.03	0.13
3. Industrias manufactureras	17.8	17.7	3.2	3.5	0.62	0.67
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	2.9	5.2	5.5	0.12	0.13
5. Construcción	2.8	2.8	4.6	3.2	0.19	0.13
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.5	11.5	3.3	3.5	0.62	0.69
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	10.3	2.8	3.1	0.22	0.23
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.3	5.6	7.8	8.7	0.28	0.31
9. Alquiler de vivienda	10.0	9.9	3.0	3.1	0.24	0.24
10. Servicios privados	15.8	15.9	3.2	3.9	0.44	0.53
11. Administración pública y defensa	7.7	7.9	0.8	5.6	0.06	0.40
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>			<b>4.0</b>	<b>3.5 - 4.1</b>		

<sup>el</sup> Cifras estimadas

<sup>pyl</sup> Cifras proyectadas.

## ANEXO 5

### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2015

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