

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2015



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	8
A. COYUNTURA RECIENTE	8
1. Panorama general	8
2. Desempeño de las economías avanzadas	11
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	16
4. Mercados financieros internacionales	20
5. Precios internacionales de algunas materias primas	21
6. Inflación y política monetaria	28
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS.....	32
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	35
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	35
B. SECTOR EXTERNO	37
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	39
1. Evolución reciente de la inflación	39
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	44
3. Variables informativas de la política monetaria	46
D. FINANZAS PÚBLICAS	50
1. Ingresos	51
2. Gastos	52
3. Resultado fiscal y financiamiento	53
 ANEXOS	
 ANEXO 1	
 ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	 56

¹ El Informe fue elaborado con información disponible al 19 de octubre de 2015.

ANEXO 2

EL CICLO ECONÓMICO EN GUATEMALA	60
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	65

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2015

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

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

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

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

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

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme al calendario previsto para 2015, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto y septiembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. En febrero, la Junta Monetaria decidió reducir el nivel de la referida tasa en 50 puntos básicos para ubicarla en 3.50%; en tanto que en marzo, abril y mayo decidió mantenerla en ese nivel. En junio, la redujo en 25 puntos básicos para situarla en 3.25%, mantuvo ese nivel en la decisión de agosto y la redujo en 25 puntos en la decisión de septiembre, con lo que el nivel actual de la tasa de interés líder de política monetaria es de 3.00%. Las referidas decisiones se sustentaron en el Balance de Riesgos de Inflación; es decir, en el análisis integral de la coyuntura económica interna y externa.

En el ámbito externo, la Junta Monetaria consideró que la economía mundial continuaba con un proceso de recuperación, en un contexto en el que seguían privando riesgos a la baja e incertidumbre. Asimismo, tomó en cuenta que los precios de algunas de las materias primas que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo) continuaron en niveles inferiores a los observados en los últimos dos años, previéndose que se mantengan así en el horizonte de pronóstico. En el ámbito interno, destacó que la actividad económica era congruente con la estimación de crecimiento anual del PIB (entre 3.6% y 4.2%), como lo reflejaba el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo como el IMAE, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado. Subrayó que los pronósticos de inflación para 2015 se ubicaban ligeramente por debajo del límite inferior de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual), aunque para 2016 estos muestran una tendencia al alza acercándose al valor puntual, en un contexto en el que las expectativas de inflación permanecen ancladas, como resultado de la disciplina de la política monetaria y del efecto positivo proveniente de la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados.

Vale indicar que la Junta Monetaria, considerando que la disminución de la inflación desde el segundo semestre de 2014 ha estado influenciada por un choque de oferta externo, relacionado con la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, ha sido prudente en reducir el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, con el propósito de evitar que alcance un nivel tan bajo que ocasione una pérdida de tracción y obligue a la autoridad monetaria, ante un entorno de presiones inflacionarias, a incrementar la tasa de interés en magnitudes importantes con una velocidad mayor a la deseable.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, en lo transcurrido del presente año la recuperación económica a nivel mundial continuó, aunque de manera moderada y desigual.

En las economías avanzadas, el ritmo de recuperación se mantiene modesto. En Estados Unidos de América, el crecimiento del primer semestre del año fue más débil de lo esperado, a pesar de haber registrado un crecimiento robusto en el segundo trimestre. En la Zona del Euro los resultados son mixtos, dado que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado en Alemania, mientras que los crecimientos en Italia, Irlanda y España fueron más sólidos de lo previsto. En Japón, el repunte del primer trimestre fue seguido por una contracción en el segundo trimestre.

En el grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento ha estado desacelerándose, aunque con marcadas diferencias entre países y regiones. La desaceleración se asocia al efecto moderador que ejercen los bajos precios internacionales de las materias primas (que afecta favorablemente a los países importadores netos, pero desfavorablemente a los países exportadores netos); a un mercado financiero internacional endurecido y más volátil (en particular, en los países de América Latina con mayor exposición a dicho mercado); al reequilibrio que busca el cambio de modelo de crecimiento económico en la República Popular China; y a las dificultades económicas relacionadas con factores geopolíticos, principalmente en Oriente Medio y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

Para el próximo año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la actividad económica mundial mejorará su ritmo de crecimiento (de 3.1% en 2015 a 3.6% en 2016), apoyado por la continuación del proceso de recuperación de las economías avanzadas (de 2.0% en 2015 a 2.2% en 2016); y por las mejores perspectivas de crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (de 4.0% en 2015 a 4.5% en 2016).

En Estados Unidos de América, durante el segundo trimestre del año, la actividad económica registró un crecimiento de 3.9%, superior en 1.6 puntos porcentuales al dato de la primera estimación publicada en julio (2.3%). El alza refleja el incremento en el consumo privado, las exportaciones, el gasto de gobierno, la inversión residencial y los inventarios. Cabe destacar que el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en su sesión de septiembre, consideró que el rango objetivo de la tasa de fondos federales (entre 0.0%-0.25%) continuaba siendo apropiado, dado que aún existen riesgos de moderación sobre las perspectivas económicas internacionales y que por el momento no hay presiones inflacionarias relevantes, aun cuando el mercado laboral se encuentra cerca del nivel de pleno empleo.

En la Zona del Euro, durante el segundo trimestre el producto creció 1.5% en términos interanuales, resultado del aumento en el consumo privado y en las exportaciones netas, moderado, en parte, por una caída en la inversión. El mayor dinamismo deviene del mayor ingreso real, por los bajos precios del petróleo y de la depreciación del euro respecto del dólar estadounidense. En el contexto de una producción todavía débil y una inflación que permanece por debajo de la meta fijada por la autoridad monetaria (2.0%), se prevé que la postura del Banco Central Europeo (BCE) continuaría siendo acomodaticia. Asimismo, no se descarta la posibilidad de que el BCE amplíe el programa de compras de activos para reforzar los resultados macroeconómicos.

En Japón, el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia, los bajos precios del petróleo y sus derivados y el efecto riqueza resultante de los altos precios de las acciones que impulsaron la actividad económica en el primer trimestre del año, no fueron suficientes para evitar una caída del producto interno bruto de 1.2% en el segundo trimestre, en virtud de que la desaceleración en los mercados emergentes y el bajo

crecimiento de los salarios, condicionaron una reducción importante en las exportaciones y en el consumo privado.

El aporte que las economías de mercados emergentes y en desarrollo habían realizado al crecimiento mundial luego de la crisis económica y financiera internacional, ha decaído considerablemente, debido, en buena medida, a que la República Popular China se encuentra en un proceso de reequilibrio de su modelo de crecimiento económico, hacia uno más sostenible centrado en el consumo, lo cual ha tenido un efecto adverso sobre el resto de economías emergentes e incluso en algunas economías avanzadas. En efecto, el crecimiento del segundo trimestre se situó en 7.0%, menor al 7.4% del segundo trimestre del año previo, debido a la menor inversión, en particular, en el sector inmobiliario; en tanto que el mercado laboral es redirigido a un sector servicios intensivo en trabajo, lo que apoya el consumo de los hogares. La política fiscal ha sido acomodaticia y continúa siendo impulsada por las actividades fuera de presupuesto (gasto de los gobiernos locales). En general, la postura de la política monetaria ha permanecido neutral, dado que los recortes en la tasa de política han equiparado la caída en la inflación; sin embargo, las disminuciones en los requerimientos de encaje serían indicativos de una postura más acomodaticia.

En América Latina, las constantes revisiones a la baja en el crecimiento se tornarían en una recesión de 0.3% en 2015, debido, principalmente, a que la caída en la actividad económica de Brasil sería más profunda de lo esperado, lo cual aunado a la disminución en los precios de las materias primas, continúa debilitando a los países exportadores netos de materias primas de la región. Asimismo, algunos factores internos se han sumado a las dificultades de carácter externo, contribuyendo a debilitar la confianza de las empresas y de los consumidores y, por tanto, a reducir la demanda privada. Adicionalmente, la moderación de los precios de las materias primas implica que la inversión seguiría siendo débil durante un período

prolongado. En conjunto, estos factores evidencian un escenario poco alentador para la región.

En Centroamérica, las condiciones de crecimiento económico han mejorado como consecuencia de la caída de los precios internacionales del petróleo y de la recuperación económica del principal socio comercial de los países de la región (Estados Unidos de América).

A lo largo del presente año, los mercados financieros internacionales han estado expuestos a un escenario de reducción de precios de las materias primas, disminución en los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, presiones cambiarias y una elevada volatilidad en los índices accionarios. Recientemente, esa volatilidad repuntó, luego de la depreciación del yuan, el incremento en la aversión al riesgo a nivel internacional, el debilitamiento de las monedas en varias economías emergentes y la marcada corrección en los precios de las acciones a nivel mundial, además influyeron las negociaciones de deuda de Grecia y la significativa caída del mercado accionario en la República Popular China.

Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala, principalmente el maíz amarillo y el trigo, registraron una tendencia a la baja durante la mayor parte del primer semestre del año; sin embargo, a finales de junio registraron un incremento, asociado a expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos; no obstante, dichas expectativas se disiparon y la tendencia se revirtió. En el caso del petróleo, este presentó durante el primer semestre una tendencia al alza, asociada a la expectativa de una reducción en la oferta y una mejora en la demanda; sin embargo, dichos factores no se materializaron y desde finales de junio, el precio registró una tendencia a la baja, explicada, principalmente, por la expectativa de que la oferta se mantendría alta y por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico en las economías de mercados emergentes (principalmente de la República Popular China), lo que

implicaría una menor demanda mundial de crudo respecto de lo previsto.

Las presiones inflacionarias en la mayor parte del mundo han estado contenidas y con una marcada tendencia a la baja, debido, fundamentalmente, al comportamiento de los precios internacionales de las materias primas. En algunas economías, la desaceleración de la inflación también se explica por la debilidad de la demanda agregada. En las economías avanzadas la inflación se ubica en niveles por debajo de la meta establecida, mientras que, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los resultados han sido mixtos, destacando el caso de algunas economías de América del Sur, en las cuales se comenzó a evidenciar una tendencia al alza, producto de las recientes depreciaciones de sus monedas y el efecto de estas sobre los precios internos de los bienes transables (efecto traspaso).

Las tasas de interés de política monetaria de las economías avanzadas no registraron cambios respecto de las observadas a finales del año previo y continúan en niveles históricamente bajos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se observan algunas reducciones; en la República Popular China (100 puntos básicos), ante la ausencia de presiones inflacionarias en el mediano plazo; en tanto que, se observaron incrementos en Brasil (250 puntos básicos), en Perú (25 puntos básicos) y en Colombia (25 puntos básicos), debido a la persistencia de presiones inflacionarias. En Centroamérica hubo disminuciones en Costa Rica (225 puntos básicos) y en Guatemala (100 puntos básicos); asimismo, se redujo en la República Dominicana (125 puntos básicos); debido a las presiones desinflacionarias que persisten en este conjunto de países, resultado de la caída en el precio de los derivados del petróleo, lo cual también mantiene los pronósticos de inflación por debajo de sus respectivas metas para finales de 2015.

En el ámbito interno, en el segundo trimestre el PIB creció 3.5%, sustentado, por el lado del origen de la

producción, en incrementos en la mayoría de actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el comportamiento positivo de la demanda interna (principalmente del gasto de consumo privado).

Las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, como lo refleja el comportamiento de los indicadores de corto plazo. En efecto, a agosto la tendencia-ciclo del IMAE registró una variación interanual de 4.3%, resultado de la incidencia positiva, principalmente, de los sectores de comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican cerca del 85% del crecimiento de la actividad económica al referido mes.

En cuanto a las variables del sector externo, a agosto, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un crecimiento de 2.6%, respecto a similar período de 2014; resultado de la combinación de un aumento importante en el volumen (15.3%) y de la disminución en su precio medio (11.8%). Entre los principales productos exportados destacan, en su orden, hierro y acero; banano; azúcar; y artículos de vestuario. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 3.2%, debido, principalmente, a la reducción del valor importado del rubro de combustibles y lubricantes, ante la drástica caída en el precio internacional del crudo respecto del año anterior, lo cual ha significado un ahorro relevante en ese rubro. En efecto, con cifras acumuladas a agosto, el ahorro ha sido de US\$722.0 millones respecto de igual período de 2014.

Al 30 de septiembre de 2015, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó US\$4,594.4 millones, superior en US\$445.1 millones (10.7%) respecto del registrado en igual período de 2014, asociado, principalmente, a la mejora en el mercado laboral de Estados Unidos de América. Por su parte, las Reservas Internacionales Netas (RIN) al situarse en US\$7,536.1

millones, que equivalen a cinco meses de importaciones de bienes, siguen reflejando la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando al 30 de septiembre de 2015 una depreciación de 0.06% en términos interanuales, resultado de la combinación de una menor demanda de divisas para importaciones y de una mayor oferta de divisas en el mercado, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares. En el año, la activación de la regla de participación en el mercado cambiario implicó que el Banco Central realizara compras de divisas por US\$228.3 millones y ventas por US\$34.5 millones, resultando en compras netas por US\$193.8 millones.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC), a septiembre, registró una variación interanual de 1.88%, por debajo del límite inferior de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). La tendencia decreciente en los precios desde julio de 2014, refleja la caída del precio internacional del petróleo y sus derivados respecto del año previo, que ha compensado parte del alza en la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*, cuyas variaciones interanuales han estado alrededor de 9.0%. El ritmo inflacionario subyacente se situó en 2.03% a la misma fecha. Al descomponer la inflación total en sus componentes interno e importado, se observa que a septiembre la inflación interna fue de 3.89%, mientras que la inflación importada se ubicó en -2.01%.

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

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

Los principales agregados monetarios y de crédito mostraron un comportamiento dinámico, congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación. Al 1 de octubre, el crecimiento interanual de la emisión monetaria continúa siendo elevado, ubicándose en 13.1%, aumento que se explica por una demanda adicional de efectivo por parte de los agentes económicos, el cual puede asociarse a un motivo precaución. Por su parte, los medios de pago totales crecieron 10.4%, mientras que el crédito bancario al sector privado aumentó 13.3%; dicho crédito continúa registrando tasas de crecimiento por arriba del PIB nominal (7.6%) y su peso relativo con relación al PIB ha venido aumentando.

En cuanto a la situación fiscal, derivado del continuo deterioro de los ingresos fiscales, que conllevó a una significativa contención del gasto público y condicionó a las autoridades fiscales a priorizar la asignación de recursos que permitieran el cumplimiento de los compromisos ineludibles del Estado, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) estima, para finales de 2015, un crecimiento interanual de los ingresos y gastos totales de 2.4%, una carga tributaria de 10.3%, un gasto público de 12.7% del PIB y un déficit fiscal de 1.8% del PIB. Con cifras preliminares a septiembre, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 1.3% respecto del mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales crecieron 2.1%, como resultado, el déficit fiscal se ubicó en Q5,263.6 millones (1.1% del PIB). El saldo de la deuda pública interna se situó en Q61,294.9 millones y el de la deuda pública externa en US\$7,403.5 millones.

En resumen, en el entorno externo, la economía mundial continúa en proceso de recuperación, aunque moderado y desigual, en un contexto en el que siguen privando riesgos a la baja e incertidumbre. Por su parte, los precios internacionales de algunas materias primas

que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo), siguen ubicándose en niveles inferiores a los observados el año anterior, particularmente el petróleo y sus derivados, lo cual ejerce presiones a la baja en la inflación. No obstante, la materialización de las proyecciones de precios de estas materias primas, que en el escenario base ubican los precios en niveles muy similares a los observados actualmente, sugeriría un desvanecimiento gradual de los efectos que estos han ejercido en la inflación en el último año.

En el entorno interno, durante el segundo trimestre, el PIB creció 3.5%, menor al registrado en igual trimestre del año previo (4.4%). En 2015 el desempeño económico continúa sólido, lo que se refleja en el dinamismo de algunos indicadores de corto plazo, como el IMAE, el volumen de comercio exterior, flujos mayores de remesas familiares y el incremento en el crédito bancario al sector privado. La disciplina de las políticas fiscal y monetaria ha contribuido a que el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés), permanezca estable.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

Al tercer trimestre de 2015, el proceso de recuperación económica a nivel mundial continuó, aunque de una manera moderada y desigual. En dicho proceso destaca, la menor recuperación, respecto de lo esperado, de las economías avanzadas, debido a la débil demanda externa y a la desaceleración de la demanda interna, particularmente por un bajo crecimiento de la inversión. En cuanto a la desaceleración en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, esta refleja, en primer lugar, la disminución en los niveles de inversión y de crédito, luego del *boom* posterior a la crisis económica y financiera internacional y, en segundo lugar, la caída en el precio de las materias primas respecto del año anterior.

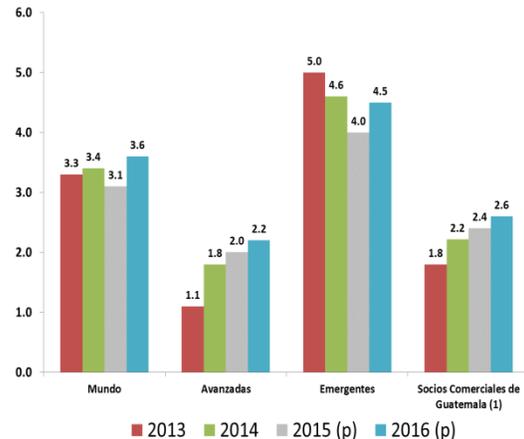
En ese contexto, conforme las proyecciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, el crecimiento económico mundial se ubicaría en 3.1% y 3.6% en 2015 y 2016, respectivamente (gráfica 1). Las economías avanzadas crecerían 2.0% en 2015 y 2.2% en 2016; en tanto que, las economías de mercados emergentes y en desarrollo alcanzarían un crecimiento de 4.0% y 4.5%, respectivamente.

En cuanto a las economías avanzadas, el ritmo de recuperación se mantiene moderado. En Estados Unidos de América las perspectivas son de una recuperación más débil respecto de lo previsto a inicios de año, dado que no obstante que dicha economía registró un crecimiento sólido en el segundo trimestre; ello no logró contrarrestar el resultado del primer trimestre que fue más bajo de lo previsto. Sin embargo, la tasa de desempleo continuó reduciéndose consistentemente hasta ubicarse en 5.1% en septiembre, cerca del nivel de pleno empleo.

En la Zona del Euro los resultados fueron mixtos, dado que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado en Alemania y más fuerte del previsto en Italia, Irlanda y España, particularmente por la recuperación de la demanda interna en estos países. Asimismo, datos preliminares sugieren que la debilidad del euro está teniendo un impacto favorable en las exportaciones netas de Francia y Alemania, las cuales están contribuyendo positivamente a su crecimiento económico.

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



(p) Proyectado.

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

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*.

En Japón, el fuerte repunte del crecimiento en el primer trimestre fue seguido por una contracción en el segundo trimestre, la cual se explica, en primer lugar, por la marcada caída en las exportaciones, ante la desaceleración en los mercados emergentes y, en segundo lugar, por el descenso en el consumo privado, debido al débil crecimiento de los salarios.

Con relación al grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo, su crecimiento ha estado desacelerándose, aunque con diferencias entre países y regiones. La desaceleración se asocia al efecto de los bajos precios internacionales de las materias primas, particularmente en los países exportadores netos; a un mercado financiero internacional endurecido y más volátil, en particular, en los países con mayor exposición a dicho mercado; al cambio de modelo de crecimiento económico de la República Popular China; y a las dificultades relacionadas con factores geopolíticos, en especial, en algunos países del Oriente Medio y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

En la República Popular China, el crecimiento en el primer semestre estuvo, en general, en línea con las proyecciones y fue impulsado, principalmente, por la construcción residencial, dado que la inversión no residencial se desaceleró en comparación con el año previo. Por su parte, el crecimiento del consumo se mantuvo estable. Las exportaciones, a pesar de ser más débiles de lo esperado contribuyeron positivamente al crecimiento, mientras que las importaciones se contrajeron. Por su parte, luego de un año de sostenido incremento en los índices accionarios, los precios de las acciones cayeron fuertemente desde finales de junio; aunque las autoridades intervinieron para estabilizar los precios y así evitar una caída mayor.

En América Latina, durante el primer semestre, el crecimiento continuó desacelerándose, evidenciando debilidad tanto en la inversión como en el consumo, particularmente por la recesión en Brasil, que está siendo más profunda de lo esperado, dado que tanto la confianza empresarial como la del consumidor continuaron

retrocediendo, en un contexto de deterioro de las condiciones económicas y políticas. Con la disminución de precios de las materias primas, el desempeño económico continuó debilitándose también en otros países de la región, incluyendo México, debido, principalmente, a una demanda menor a la prevista, tanto externa como interna.

En Centroamérica, a diferencia de la mayoría de países de América Latina, las perspectivas continúan siendo positivas, por lo que se proyecta un crecimiento de 3.3%, debido al sólido desempeño económico de Estados Unidos de América, a los bajos precios del petróleo y sus derivados, al crecimiento de los flujos de divisas por remesas familiares y al impacto limitado que la volatilidad financiera internacional ha tenido sobre los tipos de cambio nominales en la región. Adicionalmente, el incremento en el consumo privado asociado, principalmente, al aumento en el ingreso real (apoyado por bajas inflaciones y la reducción del precio de los combustibles), ha incidido positivamente en el desempeño económico de la región.

En los mercados financieros internacionales, las condiciones de las economías avanzadas continúan favorables, pero se han endurecido para las economías de mercados emergentes y en desarrollo; en tanto que la confianza en dichos mercados ha comenzado a deteriorarse, debido al resurgimiento de una fuerte volatilidad, en parte por el contexto de una débil demanda, donde las tasas de interés reales permanecen bajas; sin embargo, el aumento de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos de América parece estar más cerca. Asimismo, las prolongadas negociaciones de deuda entre Grecia y sus acreedores también provocaron aumentos temporales de volatilidad, los cuales se disiparon con la aprobación de un tercer programa de rescate financiero. Por otra parte, pese a la significativa intervención por parte de las autoridades chinas para estabilizar el precio de las acciones, hubo una marcada caída de los índices accionarios, que en las últimas semanas afectó los mercados financieros a nivel mundial.

Adicionalmente, se ha registrado una significativa depreciación en las monedas de los países latinoamericanos (particularmente los exportadores netos de materias primas) e incluso en la República Popular China, donde las autoridades decidieron cambiar la paridad del yuan respecto al dólar estadounidense, medida que causó una rápida depreciación de la moneda. El propósito de tal medida fue, según las autoridades, alinear el tipo de cambio a las expectativas del mercado.

Los precios de las materias primas, luego del incremento que registraron a finales del segundo trimestre, volvieron a evidenciar una tendencia a la baja durante la mayor parte del tercer trimestre, para luego estabilizarse en semanas recientes. Los precios del petróleo continuaron siendo influenciados por una oferta mundial mayor a la esperada (por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, los Estados Unidos de América y Rusia) y un debilitamiento en la demanda global (especialmente de la República Popular China). Otro factor de oferta que influyó fue la expectativa de mayor producción de Irán, luego del acuerdo nuclear con algunas economías avanzadas². Por su parte, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo, continuaron mostrando una desaceleración, resultado de la mayor producción esperada en Estados Unidos de América y del aumento de los niveles de inventarios mundiales.

En general, la inflación internacional continuó mostrando una desaceleración, debido principalmente, a la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados. En las economías avanzadas, la inflación a septiembre se encuentra por debajo de los objetivos fijados por los bancos centrales, particularmente en Estados Unidos de América (-0.04%), la Zona del Euro (-0.08%) y Japón (0.20%, a agosto) cuyas metas de inflación han sido fijadas en 2.0%. En las economías de Sudamérica que operan en el esquema de metas explícitas de inflación, se observan a septiembre niveles

más altos de inflación: en Brasil (9.49%); Chile (4.64%); Colombia (5.35%); y Perú (3.90%), ubicándose por arriba de la meta establecida por los bancos centrales, resultados que han ocurrido en el contexto de un importante efecto traspaso derivado de la depreciación de sus monedas. En contraste, en México la inflación a septiembre (2.52%) se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta; en tanto que en Costa Rica (-0.86%), Guatemala (1.88%) y la República Dominicana (0.39%), la inflación se ubica por debajo del límite inferior de sus respectivas metas, reflejando la fuerte caída de los precios de los combustibles.

En lo que va del año, las tasas de interés de política monetaria de las economías avanzadas no registraron cambios respecto de las observadas en diciembre de 2014 y continuaron en niveles históricamente bajos. En Estados Unidos de América, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés), en su reunión de septiembre, decidió mantener el nivel de la tasa de interés objetivo de fondos federales en un rango de entre 0.0%-0.25%; no obstante, no descartó que en cualquiera de las próximas reuniones de este año (octubre y diciembre) pueda realizar el primer incremento a dicha tasa.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se observaron reducciones en la tasa de interés de política monetaria de la República Popular China (100 puntos básicos), ubicándola en 4.60%, en apoyo a la actividad económica y la ausencia de presiones inflacionarias de mediano plazo; en contraste, se observaron incrementos en Brasil (250 puntos básicos) al situarla en 14.25%; en Perú (25 puntos básicos), al ubicarla en 4.75%; y en Colombia (25 puntos básicos), al fijarla en 3.50%. Ello ante la persistencia de presiones inflacionarias.

En Centroamérica, dichas tasas se redujeron en Costa Rica (225 puntos básicos) y en Guatemala (100 puntos básicos), así como en la República Dominicana

² Este acuerdo eliminaría las sanciones económicas por parte de Estados Unidos de América contra Irán y daría lugar a la reanudación de las exportaciones de crudo de este último país.

(125 puntos básicos), ubicándose en 3.00%, 3.00% y 5.00%, respectivamente.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, de acuerdo con la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico (BEA, por su siglas en inglés), durante el segundo trimestre del año, la actividad económica registró un incremento de 3.9%. El crecimiento fue revisado al alza en 1.6 puntos porcentuales respecto de la publicación de la primera estimación efectuada en julio (2.3%). Entre los factores que explican dicha revisión destacan: el incremento en el consumo privado, en las exportaciones, en el gasto gubernamental, en la inversión residencial y en los inventarios. Por su parte, las utilidades empresariales mostraron un incremento de 3.5% en el segundo trimestre luego de caer 5.8% en el primer trimestre. En cuanto al consumo privado, el aumento se asocia, por una parte, al incremento en el ingreso real derivado de una menor inflación importada que refleja precios internacionales de petróleo más bajos y, por la otra, a la mayor confianza del consumidor. El alza en la inversión se puede atribuir a la mayor confianza por parte de inversionistas, en el marco de una postura neutral de la política fiscal.

La expectativa de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América continúa generando volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, dado que aunque existe consenso de que la normalización de la política monetaria sería un proceso gradual y ordenado, la Reserva Federal (FED) ha venido retrasando el inicio de dicho proceso. Al respecto, a criterio del FMI, la FED no debería apresurarse en incrementar la tasa de interés de política monetaria, a menos que vislumbraran presiones inflacionarias relevantes. En opinión de dicho organismo, por el momento, la FED cuenta con suficiente margen de maniobra, dado que aunque el empleo se ha recuperado más rápido de lo esperado, aún no se prevén presiones inflacionarias, tanto internas como externas, que eleven la inflación en el mediano plazo al nivel objetivo de 2.0%.

Por su parte, el Comité Federal de Mercado Abierto de la FED, estima que aún existen riesgos sobre las perspectivas de la actividad económica, aun cuando el mercado laboral se encuentra cerca de su nivel de equilibrio (pleno empleo). El Comité reafirmó en su más reciente comunicado que el rango objetivo de la tasa de fondos federales, fijado entre 0.0%-0.25%, continúa siendo adecuado. También anticipó que considerará apropiado elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales, cuando haya observado mejoras adicionales en el mercado laboral y esté razonablemente seguro de que la inflación retornará al objetivo de mediano plazo. No obstante, declaraciones recientes de la Presidenta de la FED, Janet Yellen, señalan que el inicio de la normalización de la política monetaria podría ocurrir en lo que resta del año. En todo caso, la decisión debe ser cautelosamente analizada, no solo porque podría afectar la recuperación de la economía estadounidense, sino también porque la política monetaria de la FED tiene impactos globales.

RECUADRO 1 EXPECTATIVAS DE CAMBIO DE LA TASA DE INTERES DE POLITICA MONETARIA DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

En septiembre de 2014, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal (FED) hizo públicas las discusiones para guiar la normalización de la postura de la política monetaria (incremento de la tasa de interés objetivo de fondos federales) y la reducción de la hoja de balance de la FED (salida del *Quantitative Easing*). Al respecto, el FOMC señaló que se determinará el tiempo y la velocidad de la normalización de la política monetaria dependiendo del cumplimiento de su objetivo dual de pleno empleo y estabilidad de precios. En lo que respecta a la reducción de su hoja de balance señaló que se llevará a cabo de una manera gradual y predecible, comenzando con la no reinversión del capital e intereses de lo que se vaya venciendo.

En lo concerniente a la normalización de la política monetaria, efectivamente se ha analizado en cada una de las reuniones el inicio del referido proceso; sin embargo, el comité ha postergado la decisión debido, entre otros aspectos, a que aún no se han dado plenamente las condiciones para el efecto (mejora más sólida del empleo e inflación alrededor del objetivo de 2.0%). En respuesta, las expectativas de mercado en relación al aumento de la tasa de interés de política monetaria, medidas por la cotización de los futuros de la tasa de interés de fondos federales y la probabilidad implícita de la tasa de interés de fondos federales de *Bloomberg*, se han ido ajustando a dicha postergación.

Vale indicar que, aunque no se ha materializado el inicio de la normalización, los mercados financieros internacionales han venido descontando el incremento en la tasa de interés objetivo, mediante el ajuste de los portafolios de inversión. En efecto, desde la segunda parte de 2014 se han observado importantes salidas de capitales de las principales economías emergentes, ante la expectativa de que los rendimientos financieros en las economías avanzadas puedan aumentar (el denominado *flight to quality*).

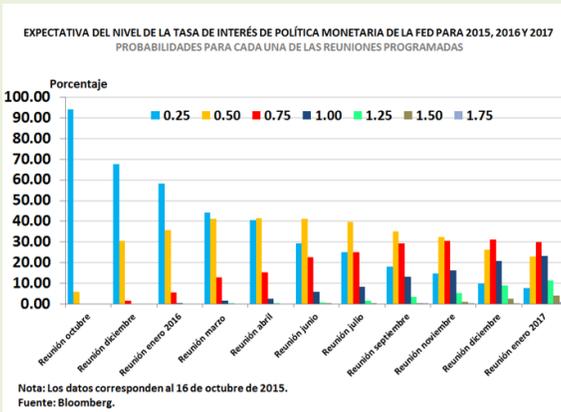
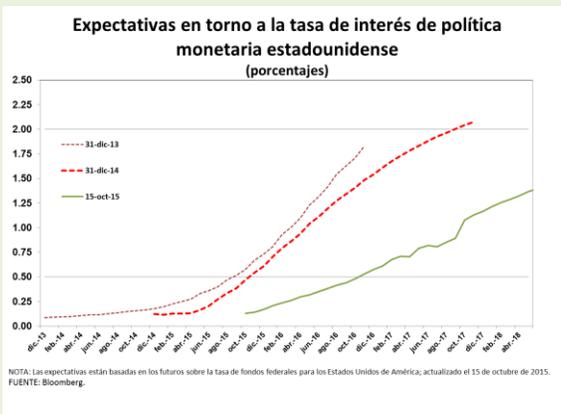
En ese contexto, aunque persiste el consenso de que la normalización de la política monetaria será un proceso gradual y ordenado, ello no ha moderado la volatilidad en los mercados financieros internacionales. A criterio del mercado, como se ilustra en las gráficas de la izquierda, el inicio de la normalización ocurriría este año, lo que coincide con la opinión de algunos analistas internacionales, mientras que para otros expertos el aumento podría efectuarse hasta en 2016.

El FMI considera que la FED no debería incrementar la tasa de interés objetivo muy rápido, dado que, aun cuando el mercado laboral se ha venido recuperando, no se prevén presiones inflacionarias relevantes, por lo que considera procedente que los incrementos en la tasa de interés objetivo inicien en el primer semestre de 2016.

Por su parte, en la FED, según las declaraciones de su Presidenta, no se descarta que el inicio de la normalización de la política monetaria ocurra en lo que resta del año, dado que mantener una política monetaria altamente acomodaticia por un tiempo mayor al necesario puede generar efectos indeseables que podrían requerir incrementos de tasa de mayor magnitud o más acelerados en el futuro y, por ende, perder la gradualidad de la referida normalización. Subrayó que tampoco es deseable afectar las expectativas de recuperación de la actividad económica estadounidense, al iniciar el proceso de normalización sin que la economía esté suficientemente fortalecida.

Es importante señalar que la normalización de la política monetaria estadounidense tiene efectos globales, especialmente por la recomposición de las carteras a nivel mundial. En el caso de Guatemala, el efecto de la tasa de interés objetivo por parte de la FED podría transmitirse por medio de dos canales: el financiero y el real. En cuanto al canal financiero, el incremento de la tasa de interés en Estados Unidos de América podría elevar el costo del financiamiento externo, endureciendo así las condiciones de crédito interno; en contraste, por el canal real el efecto sería favorable dado que la referida normalización ocurriría en el contexto de una recuperación más sólida de la economía estadounidense, lo que provocaría un aumento de la demanda externa, mayores ingresos por concepto de remesas familiares y un aumento en los flujos de inversión extranjera directa, lo que contrarrestaría el efecto adverso de la restricción del financiamiento externo privado.

En resumen, los efectos negativos para Guatemala provenientes del canal financiero serían neutralizados con los efectos positivos del canal real, por lo que el efecto neto esperado sería positivo, siempre y cuando la normalización de la política monetaria estadounidense sea gradual y ordenada.



RECUADRO 2

LA DINÁMICA DEL MERCADO LABORAL Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

La tasa de desempleo en Estados Unidos de América ha venido reduciéndose sostenidamente en los últimos meses; sin embargo, dicha reducción no ha significado, necesariamente, la disminución de la capacidad ociosa en el mercado laboral (nivel de pleno empleo), dado que la tasa de participación en el mercado laboral continúa en niveles inferiores a los que se observaron previo a la crisis económica y mundial de 2008-2009 (Gran Recesión). Según Balakrishnan *et al* (2015), una de las razones que ha incidido en este es la alta proporción de trabajadores a tiempo parcial que aún persiste en dicha economía, por lo que esta se constituye en un elemento clave para la recuperación económica estadounidense en los próximos años.

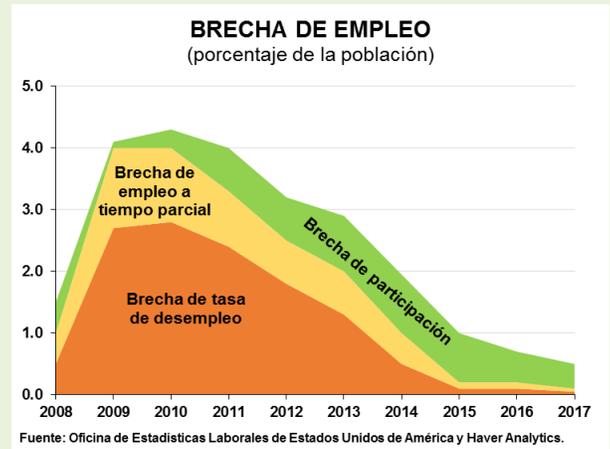
Durante la denominada “época de oro”, comprendida de 1960 a 1990, en Estados Unidos de América se experimentó un aumento de la tasa de participación de la fuerza laboral (proporción de la población mayor de 16 años que tiene empleo o lo busca). Este incremento fue resultado de un aumento en la tasa de natalidad durante la etapa de la posguerra y de la incorporación de las mujeres a la fuerza laboral. Posteriormente, a partir de la Gran Recesión, este indicador empezó a deteriorarse, pasando de 66.0% a 62.6% en junio de 2015, su nivel más bajo desde 1977.

Los autores estiman que alrededor de 50% del descenso de la tasa de participación laboral después de la Gran Recesión, se explica por tres elementos fundamentales, el aumento de la población mayor de 55 años (envejecimiento poblacional); factores cíclicos, como la disponibilidad de empleos y la dinámica de los salarios, que según el estudio representan entre 30% y 40% de dicha reducción; así como la menor participación de los jóvenes en el entorno laboral.

Al observar la tasa de desempleo, que para el segundo trimestre de 2015 registró un nivel aproximado de 5.5%, parecería que no hay mucha capacidad ociosa en el mercado laboral, particularmente si se considera que una diferencia insignificante entre la tasa de desempleo y la tasa natural de desempleo, denominada brecha de desempleo, equivaldría a pleno empleo. No obstante, una brecha de participación laboral de casi 4 puntos porcentuales es una diferencia amplia que no se puede ignorar, por lo que los autores consideran que aún hay margen importante para mejorar en el mercado laboral.

En ese contexto, el estudio evalúa que la reducción de esa brecha (cerca de 4 puntos porcentuales) en la tasa de participación laboral puede ser reversible hasta en un tercio, a medida que continúe mejorando el mercado laboral en Estados Unidos de América, lo cual significaría que en los próximos años, dos millones de trabajadores volverían al mercado laboral; sin embargo, para 2017 las fuerzas subyacentes del envejecimiento poblacional harían que la tasa de participación laboral comience a disminuir nuevamente y podrían contrarrestar con creces la recuperación cíclica.

Para lograr una visión más completa del mercado de trabajo se deben analizar otros factores que influyen en el dinamismo del mercado laboral, como vacantes, contrataciones y renuncias. Este último factor muestra un ambiente favorable en el entorno económico actual, ya que representa un síntoma de confianza por parte de las personas que dejan su empleo en busca de plazas mejor remuneradas. Al considerar estos factores, los autores calculan la “brecha de empleo” que incluye desviaciones de la tasa de desempleo y de la participación laboral con respecto a sus niveles tendenciales o naturales; asimismo, toma en cuenta a los trabajadores que están empleados a tiempo parcial, dando como resultado que, a la fecha, la brecha de participación laboral es la principal causa de la capacidad ociosa existente.



Revertir la caída de la tasa de participación de la fuerza laboral en Estados Unidos de América es esencial para impulsar el crecimiento de la economía más importante del mundo; por tanto, algunas medidas clave para encausar el desarrollo de la economía estadounidense se orientan a la mejora de programas de búsqueda de empleo y capacitación, prestaciones focalizadas (por ejemplo, servicio de cuidado infantil para familias de ingresos bajos), así como analizar una reforma migratoria orientada a programas de otorgamiento de visas para migrantes altamente calificados, medidas que permitirían compensar la reducción que en los próximos años podría darse en la participación laboral por el envejecimiento poblacional.

Fuente: Balakrishnan, Ravi; Dao, Mai; Solé, Juan; y Zook, Jeremy. “Trabajadores perdidos”. Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2015.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia de estadísticas *Eurostat*, durante el segundo trimestre, el producto creció 1.5% en términos interanuales, debido al dinamismo del consumo privado, el cual ha ocurrido en un contexto de la caída del precio de la energía, que genera un efecto ingreso, y condiciones crediticias más flexibles. Además, contribuyó un alza en las exportaciones netas, resultado de una relevante depreciación real del euro. Dichos factores fueron moderados, en parte, por una caída en la inversión. Cabe indicar que, en tanto la producción continúe débil y la inflación permanezca por debajo de la meta fijada por la autoridad monetaria (2.0%), la postura del Banco Central Europeo (BCE) continuaría siendo acomodaticia. Asimismo, la autoridad monetaria no descarta la posibilidad de ampliar su programa de compras de activos para reforzar los resultados macroeconómicos. Dentro de los riesgos que podrían afectar el desempeño de la Zona para lo que resta del año y durante 2016, destacan la posible intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en el área de influencia de Rusia, que afecta las relaciones tanto comerciales como financieras con Europa, la lenta implementación de reformas estructurales y la continua desaceleración de la economía de la República Popular China. Además, los problemas de Grecia, a pesar de haber alcanzado un tercer programa de rescate financiero, siguen siendo relevantes, dado que las condicionantes de dicho programa significarían un ajuste importante para dicha economía. Al respecto, cabe traer a cuenta que la economía griega contribuye únicamente con 2.0% de PIB de la Zona del Euro y sólo 0.3% en el PIB mundial, en sentido estricto e indiferentemente de cual sea el canal de transmisión (comercial o financiero) del resurgimiento de una crisis en dicho país, el impacto en la Zona del Euro debiera ser limitado.

En Japón, el mantenimiento de una política monetaria altamente acomodaticia, los bajos precios del petróleo y sus derivados y el efecto riqueza resultante de los altos precios de las acciones, no fueron suficientes

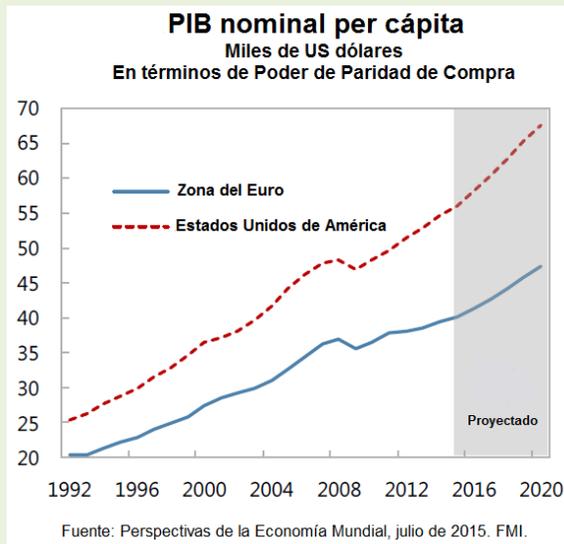
para evitar una caída del producto interno bruto de 1.6% en el segundo trimestre del presente año, en virtud de que la desaceleración en los mercados emergentes y el bajo crecimiento de los salarios, condicionaron una caída importante en las exportaciones y en el consumo privado, factores que fueron determinantes en el desempeño de esta economía en el referido trimestre.

RECUADRO 3

ZONA DEL EURO: CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2015

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV con la Zona del Euro. Al respecto, el FMI señala que prevé una recuperación cíclica de la economía en el corto plazo, respaldada por las acciones de política que han mejorado la credibilidad de las instituciones, han reducido los riesgos de deflación y han mitigado los riesgos de contagio a otros países de la región, derivados de la crisis de deuda en Grecia. No obstante, de acuerdo con el FMI, las perspectivas económicas de mediano plazo son menos favorables, ya que a pesar de que se han tomado acciones recientes para reactivar el crecimiento económico, el FMI anticipa un panorama económico aún frágil, debido a que permanecen obstáculos importantes para la inversión y el empleo en algunos de los países de la zona, como por ejemplo, una demanda interna muy débil, la existencia de desequilibrios en las hojas de balance de los bancos y el lento avance de las reformas estructurales (detalladas más adelante).

Por su parte, de acuerdo con el FMI, el crecimiento económico potencial se estima alrededor de 1% en el mediano plazo, por debajo del nivel necesario para reducir el desempleo en muchos de los países del área, por lo que dicho organismo considera urgente que los países realicen los esfuerzos necesarios para consolidar la recuperación, elevar la tendencia del crecimiento *per cápita* y profundizar la integración económica de la zona. El FMI también indica que la depreciación del euro durante 2015 ha sido beneficiosa para impulsar el crecimiento económico de varios de los países de la zona; sin embargo, señala que en este momento la moneda se encuentra moderadamente sobre-depreciada con respecto a sus fundamentales.



Por otra parte, el FMI destaca el papel que ha jugado el Banco Central Europeo (BCE) durante el último año, ya que el mismo ha contribuido a disminuir la prima de riesgo de la Zona del Euro, ha impulsado el precio de los activos y ha contribuido a la depreciación de la moneda. Además, si se toma como referencia la experiencia internacional de los programas de flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), esta sugiere que el impacto del QE sobre los préstamos bancarios aún tomará tiempo para que se materialice, especialmente si las hojas de balance de los bancos permanecen desequilibradas; sin embargo, el FMI recomienda que el BCE mantenga políticas macro-prudenciales como principal línea de defensa, en caso surjan riesgos a la estabilidad financiera.

En términos de la política fiscal, el FMI recomienda que se mantenga una postura neutral que permita el balance entre la recuperación y la estabilidad económica. Al respecto, los países con un limitado espacio fiscal deberían utilizar sus ahorros para reducir la deuda, considerando que el contexto de bajas tasas de interés a nivel internacional podría cambiar en el corto plazo. Por su parte, los países con un margen de maniobra fiscal más amplio, deberían impulsar la inversión y las reformas estructurales que aún se encuentran pendientes. En general, todos los países deberían reducir el gasto considerado como inproductivo y aumentar la base tributaria.

Además, el FMI recomienda que la Zona del Euro encamine sus esfuerzos a las reformas estructurales que impulsen la productividad, el empleo y la inversión en el largo plazo. A nivel de los gobiernos nacionales, las reformas en el mercado laboral deberían procurar aumentar las oportunidades de empleo, especialmente aquellas para la población más joven; mientras que las reformas al sector de servicios deberían estar encaminadas a incrementar la competencia de mercado. A nivel regional, la prioridad debería ser la profundización de la integración económica dentro del marco de la unión monetaria. Otros esfuerzos deberían de encaminarse en la creación de mercados únicos de capitales, de transporte, de energía y de servicios digitales. Una unión del mercado de capitales permitiría una eficiente asignación de los ahorros y de la inversión entre los países del área, además que permitiría que las empresas diversificaran sus fuentes de financiamiento.

Finalmente, el FMI recomienda la necesidad de continuar trabajando en un marco de referencia más simple para la gobernanza en la Zona del Euro, por ejemplo, uno basado en resultados, el cual mejoraría la coordinación y la implementación de políticas, mediante el incremento de la transparencia y la rendición de cuentas.

Fuente: Euro Area. 2015 Article IV Consultation. Concluding Statement of the IMF Mission. International Monetary Fund. June 2015.

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

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

Para 2015, el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo podría ubicarse en 4.0%, que si bien es superior al crecimiento de las economías avanzadas (2.0%), sería inferior al registrado en 2014 (4.6%). De acuerdo con el FMI, dicha moderación se asocia a factores coyunturales y estructurales, que incluyen una corrección luego de años de un excepcional y rápido crecimiento económico. En ese sentido, las economías de mercados emergentes, exportadoras netas de materias primas, particularmente petróleo, tienen el reto de implementar políticas anticíclicas para reducir el impacto de la caída de los precios y de una menor demanda interna; además, las economías que dependen de los flujos de capital foráneo, tienen que seguir preparándose para la normalización de la política monetaria estadounidense.

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

En la República Popular China, el crecimiento durante el segundo trimestre se situó en 7.0%, en contraste con 7.4% en el segundo trimestre del año previo, debido a la menor inversión, en particular, en el sector inmobiliario en tanto que, el mercado laboral es redirigido a un sector servicios intensivo en trabajo, lo que apoya el consumo de los hogares. La política fiscal ha sido expansiva y continúa siendo impulsada por las actividades fuera de presupuesto (gasto de los gobiernos locales). En general, la postura de la política monetaria ha permanecido neutral, dado que los recortes en la tasa de política han equiparado la caída en la inflación; sin embargo, las disminuciones en los requerimientos de encaje serían indicativos de una postura más acomodaticia. El crecimiento del crédito se ha desacelerado de forma significativa y ha migrado hacia los préstamos bancarios convencionales, resultado de la supervisión más estricta sobre la banca sombra³.

En América Latina, las constantes revisiones a la baja en el crecimiento se tornarían en una recesión de 0.3% para 2015, debido principalmente a que la caída en la actividad económica de Brasil sería más profunda de lo esperado, lo cual aunado a la disminución en los precios de las materias primas, continúa debilitando a los países exportadores netos de materias primas de la región. Asimismo, algunos factores internos se han sumado a las dificultades de carácter externo, contribuyendo a debilitar la confianza de las empresas y de los consumidores y, por tanto, a reducir la demanda privada. Adicionalmente, la

³ Que se encuentran fuera del perímetro de supervisión.

moderación de los precios de las materias primas implica que la inversión seguiría siendo débil durante un período prolongado. En conjunto, estos factores evidencian un escenario poco alentador para la región.

En Brasil, el crecimiento económico registraría una contracción de 3.0%. Los datos preliminares para el segundo trimestre apuntan a un mayor deterioro del entorno económico, aunado a una inflación que permanece elevada. Esta situación es reflejo de una contracción significativa de la inversión privada y de un descenso del consumo privado, asociados al deterioro de la confianza empresarial.

En México, se proyecta que la economía crezca 2.4% en 2015, esta revisión a la baja puede atribuirse en gran medida a una menor demanda respecto de la prevista a principios de año, tanto externa (principalmente de Estados Unidos de América), como interna. En el caso de la demanda interna, el crecimiento del consumo privado y la inversión han sido bajos; sin embargo, las perspectivas de la economía mexicana siguen siendo más favorables que las de América del Sur, pues se prevé que la recuperación en Estados Unidos de América (su principal socio comercial) se consolide en los próximos trimestres.

En Chile, la demanda privada se ha mantenido débil a pesar del impulso proveniente del apoyo fiscal, por lo que se proyecta un crecimiento de 2.3% en 2015. En Colombia, a pesar de que se espera una desaceleración, el crecimiento sería 2.5% en 2015. En general, las expectativas inflacionarias de estos países se encuentran ancladas, lo cual ha permitido mantener una política monetaria acomodaticia a pesar de que la inflación se sitúa por encima de la meta, ayudando a contener una desaceleración de la demanda interna mayor a la prevista. En Perú, se proyecta un crecimiento de 2.4% en 2015, el cual es menos vigoroso que el proyectado en julio, asociado, fundamentalmente, a la caída de precios de las materias primas.

Centroamérica, a diferencia de la mayoría de países de América Latina, se ha beneficiado con la

recuperación experimentada en Estados Unidos de América y la persistente debilidad de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado que la región es un importador neto de hidrocarburos. En efecto, se proyecta una tasa de crecimiento de 3.3%, ligeramente inferior a la registrada en 2014 (3.5%). La coyuntura en Centroamérica es una combinación de factores que, según el FMI, favorece un “círculo virtuoso” que consiste en una demanda más sólida, un menor nivel de inflación y una mejor posición externa.

RECUADRO 4

DAÑO COLATERAL: FORTALEZA DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES

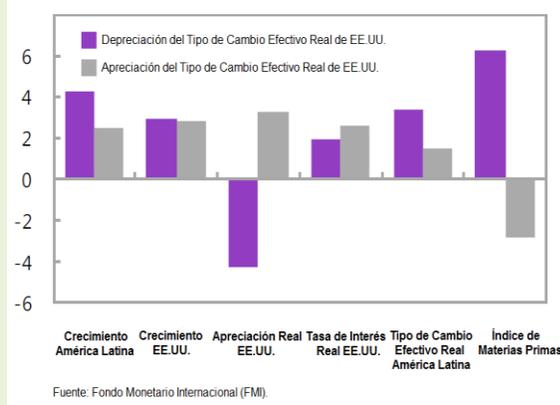
Históricamente, un fuerte crecimiento económico en Estados Unidos de América ha incrementado el crecimiento en las economías de mercados emergentes; no obstante, en la coyuntura actual se ha observado que esta correlación se ha reducido de manera importante. Según Druck *et. al.* (2015), dicho comportamiento se puede atribuir a que la fortaleza del dólar estadounidense ha mitigado el impacto en el crecimiento económico de estas economías, ello debido a que a medida que el dólar se ha apreciado los precios de las materias primas se han reducido, lo que a su vez ha impactado negativamente la demanda agregada de los países exportadores netos de materias primas vía un menor ingreso real.

Un dólar estadounidense más fuerte implica monedas nacionales y precios de las materias primas más débiles, reduciendo el poder adquisitivo en dólares de los agentes económicos en los mercados emergentes. Si se expresa el poder adquisitivo en términos de intercambio de las materias primas, este efecto es todavía más pronunciado, amplificando el debilitamiento de la demanda interna agregada.

Este argumento es particularmente relevante en el caso de los grandes exportadores netos de materias primas de América del Sur, aunque no tanto en América Central y México. En principio, el debilitamiento resultante del producto interno debería verse compensado por los efectos positivos de la reorientación del gasto (es decir, la reorientación de la demanda hacia bienes internos, dado que los bienes externos se encarecen debido a la depreciación). No obstante, muchas economías latinoamericanas dependen de bienes externos finales, intermedios y de capital que no pueden ser fácilmente sustituidos por bienes internos, dada la poca diversificación de sus economías. La baja tasa de sustitución implícita entre bienes importados y nacionales validaría el argumento de que el efecto ingreso domina el efecto de las variaciones del tipo de cambio en la reorientación del gasto.

Los autores señalan que durante los episodios de apreciación y de depreciación del dólar estadounidense, el crecimiento económico promedio de Estados Unidos de América ha sido prácticamente a la misma tasa; mientras que las tasas de interés en términos reales, han tendido a reaccionar ligeramente menos durante los episodios de depreciación. Por su parte, los autores enfatizan que las monedas latinoamericanas, en promedio, se han apreciado menos en períodos de fortalecimiento del dólar, aunque aparentemente sin proporcionar suficiente impulso a la demanda agregada mediante una mejora de las exportaciones netas.

Ciclos Reales de Apreciación y de Depreciación



Finalmente, los autores indican que la apreciación del dólar estadounidense puede ser el resultado de choques subyacentes diferentes, con distintos efectos de contagio en las economías de mercados emergentes. En general, una contracción monetaria y/o un crecimiento vigoroso, han impulsado la apreciación, pero en el pasado, otros factores, como una migración hacia activos de alta calidad a escala mundial (*flight to quality*) e intervenciones cambiarias coordinadas, también han contribuido a generar el mismo efecto, lo que refleja el papel central del dólar en el sistema monetario internacional. Por tanto, este es un elemento importante que continuaría poniendo en riesgo el desempeño económico de corto plazo de las economías de mercados emergentes en general y de las economías de América Latina en particular.

América del Sur y México: Tipos de cambio efectivos reales

(Índice: 2005 = 100)



Fuentes: FMI, *Information Notice System*, y cálculos del personal técnico del FMI.

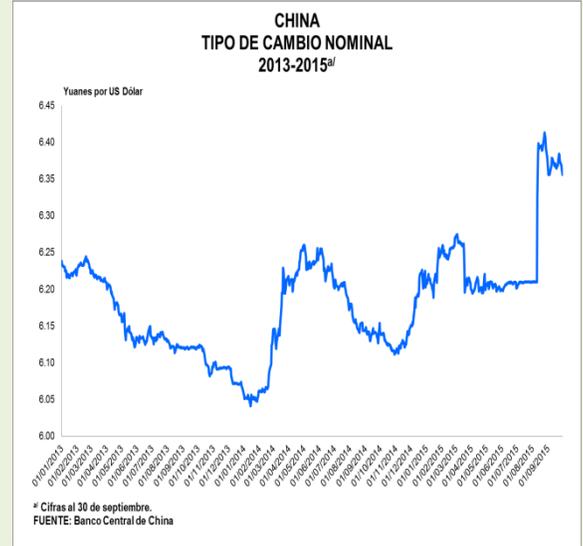
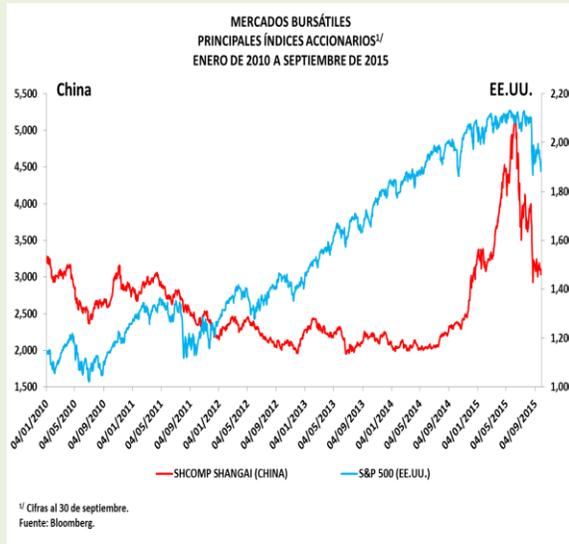
Nota: América del Sur = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

¹Calculados utilizando datos sobre los términos de intercambio de las materias primas basados en Gruss (2014) (en lugar de los índices de precios al consumidor internos) de los socios comerciales.

Fuente: Druck, Pablo; Magud, Nicolas, and Mariscal, Rodrigo. "Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth". Working Paper 15/179. International Monetary Fund. July 2015.

**RECUADRO 5
REPÚBLICA POPULAR CHINA: ACONTECIMIENTOS RECIENTES Y POSIBLES RIESGOS**

Desde 2014, el mercado accionario de la República Popular China comenzó a evidenciar un sustancial incremento (burbuja), ello a pesar de la desaceleración de su actividad económica. Esta situación comenzó a generar preocupaciones a nivel mundial luego de que, desde junio del presente año, se observó una corrección importante en los índices accionarios de dicho país, y aunque el gobierno chino intervino para estabilizar el precio de las acciones, recientemente los efectos fueron perceptibles en la mayoría de bolsas a nivel mundial.



En términos de la postura de la política fiscal, el FMI señala que esta ha apoyado el crecimiento de la actividad económica desde 2008, particularmente, mediante el impulso que se le ha dado al gasto de gobierno que no se reporta en el presupuesto (particularmente, el gasto de los gobiernos locales), por lo que el uso del déficit presupuestario oficial no es un buen indicador de la postura fiscal del país, como lo muestra la considerable brecha entre el déficit presupuestario y las estimaciones del déficit que incluyen el gasto fuera del presupuesto; por lo que, el FMI estima que en 2015 la política fiscal continúa siendo “proactiva”; es decir, que existe un impulso fiscal de aproximadamente 0.4 puntos porcentuales del Producto Interno Bruto.

Asimismo, el FMI indica que la evaluación de la postura de la política monetaria de la República Popular China continúa siendo complicada, debido a que el Banco Central no utiliza la tasa de interés de corto plazo como instrumento intermedio para mandar las señales al mercado; por lo que, es difícil medir su postura con medidas convencionales; sin embargo, cuando se analiza el manejo de la liquidez (que incluye las operaciones de mercado abierto y los requerimientos de encaje), se puede tener una idea más acertada de la postura de la política monetaria, la cual a criterio del FMI sigue siendo acomodaticia.

Por el momento, es prematuro asegurar que el crecimiento de la República Popular China sería menor al previsto, dado que las medidas que el gobierno chino está implementando para apoyar la actividad económica aún no se han reflejado plenamente; sin embargo, lo que sí se puede prever es que tanto la política fiscal como la política monetaria tienen un amplio espacio para ser anticíclicas, privilegio que, en la coyuntura actual, no tienen la mayoría de economías a nivel mundial.

Fuente: “People’s Republic of China”. Article IV Consultation. International Monetary Fund. August 2015.

4. Mercados financieros internacionales

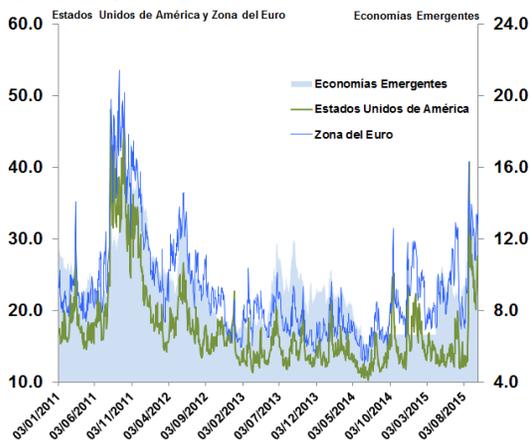
A lo largo del presente año, los mercados financieros internacionales han estado expuestos a un escenario de caída de precios de las materias primas, de reducción en los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, de presiones cambiarias y de una elevada volatilidad en los índices accionarios. Recientemente, la volatilidad en los mercados financieros repuntó, luego de la depreciación del yuan, un incremento en la aversión al riesgo, un debilitamiento de las monedas en varios mercados emergentes y una marcada corrección en los precios de las acciones a nivel mundial. Asimismo, se observaron incrementos temporales en la volatilidad, que estuvieron asociados a las negociaciones de deuda de Grecia y la marcada caída de los mercados accionarios en la República Popular China; así como, a las consecuentes medidas de política adoptadas por las autoridades chinas en junio y en julio.

Ante un inminente aumento de la tasa de interés de política en Estados Unidos de América y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial, las condiciones financieras se han endurecido para las economías de mercados emergentes. No obstante, las condiciones monetarias para este grupo de economías continúan siendo acomodaticias; las tasas de interés de política en términos reales son bajas, en tanto que, las monedas se han depreciado en términos reales. Cabe indicar que en algunas economías de mercados emergentes con importantes presiones inflacionarias o vulnerabilidades externas, los bancos centrales han elevado las tasas de interés de política, provocando que el crecimiento del crédito en términos reales se haya desacelerado en muchas de estas economías, luego del *boom* crediticio que se observó en los años posteriores a la crisis económica y financiera internacional.

En las economías avanzadas, los diferenciales de los rendimientos de los bonos denominados en dólares de Estados Unidos de América y los rendimientos de los bonos a largo plazo en moneda local se han elevado, en promedio, entre 50 y 60 puntos básicos, debido a las perspectivas positivas de la actividad económica, a precios de las acciones relativamente débiles; en tanto que las monedas se han depreciado, en respuesta a la apreciación del dólar estadounidense. Por su parte, las condiciones

Gráfica 2

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

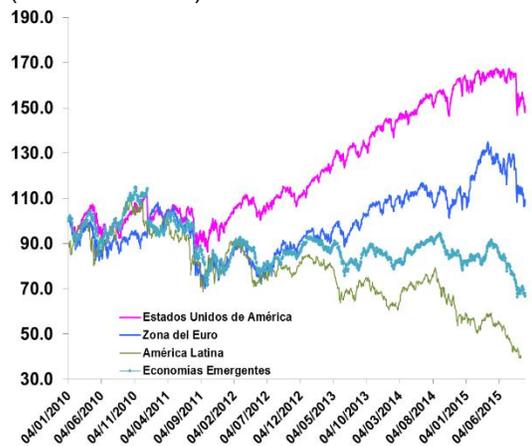


(1) Al 30 de septiembre de 2015.

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

Gráfica 3

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



(1) Al 30 de septiembre de 2015.

(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona de 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.

financieras en las economías avanzadas siguen siendo favorables y las tasas de interés reales continúan bajas, aun cuando un aumento en la tasa de interés en Estados Unidos de América podría ocurrir pronto. En la Zona del Euro, con condiciones monetarias más acomodaticias, el crédito privado ha empezado a recuperarse y el patrimonio de los hogares se ha estabilizado en un nivel más alto, en un contexto en el que el apalancamiento continúa bajando.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Los precios internacionales de algunas materias primas que afectan a la inflación en Guatemala, principalmente el maíz amarillo y el trigo, registraron una tendencia a la baja durante la mayor parte del primer semestre del año; sin embargo, a finales de junio se observó un incremento en sus precios, asociado a expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos; no obstante, dichas expectativas se disiparon y la tendencia se revirtió a la baja. En el caso del petróleo, este presentó durante el primer semestre una tendencia al alza, asociada a las expectativas de una reducción en la oferta y una mejora en la demanda; sin embargo, al no materializarse dichas expectativas la referida tendencia se revirtió, ante la expectativa de que la oferta se mantendría alta y el deterioro en las perspectivas de demanda mundial de crudo, principalmente la de la República Popular China.

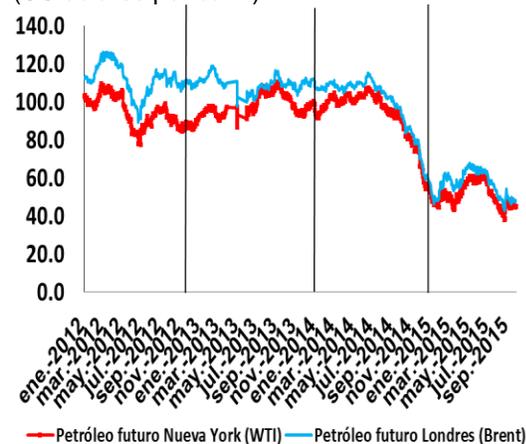
Al 30 de septiembre de 2015, los precios del petróleo mostraron una reducción acumulada de 15.36%, mientras que el maíz amarillo y el trigo presentaron disminuciones de 2.40% y 13.02%, en su orden.

a) Petróleo

El precio internacional del petróleo registró una tendencia al alza durante la mayor parte del primer semestre de 2015, situación que se explicó por factores de oferta y de demanda. Por el lado de la oferta, destacó la expectativa de una reducción en la producción derivado de los bajos niveles de precios registrados desde el segundo semestre de 2014. En lo que se refiere a la demanda, la expectativa de un incremento, ante mejores perspectivas económicas, contribuyó a incrementar el nivel de precios. Sin embargo, desde finales de junio del presente año, los factores antes indicados se moderaron, provocando nuevamente

Gráfica 4

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



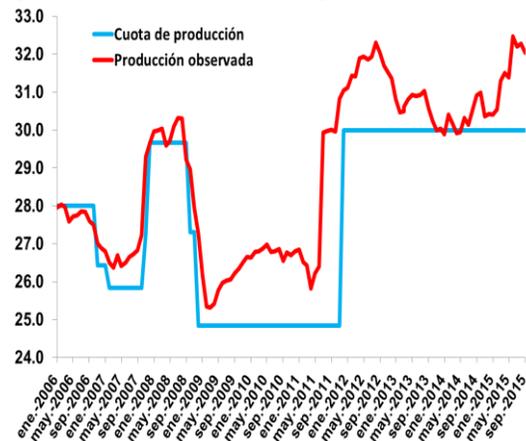
(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2015.
Fuente: Bloomberg.

una importante reducción de precios hasta estabilizarse en niveles promedio de US\$45.00 por barril en las últimas semanas. El mercado de petróleo ha registrado una mayor volatilidad ante la incertidumbre provocada por la expectativa de una disminución adicional en la demanda mundial de crudo, ante una posible reducción de la demanda de la República Popular China.

Por el lado de la oferta mundial de petróleo, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), ha venido efectuando un incremento en su producción de crudo y su nivel actual es significativamente superior a la cuota establecida desde finales de 2011, resultado del aumento en la producción de Arabia Saudita y de Irak. En el primer caso, el aumento se debe a la política de dicho país de mantener su cuota de participación en el mercado, principalmente en la región de Asia y, en el segundo caso, a la normalización de las actividades extractivas y de exportación, luego de enfrentar importantes problemas por conflictos internos. Vale indicar que luego de la caída de precios de 2014, la OPEP modificó su postura sobre la producción de petróleo, dando prioridad a mantener su cuota de participación en el mercado, en lugar de reducir su producción para incrementar el precio. Asimismo, el reciente acuerdo alcanzado entre Irán (miembro de la OPEP) y algunas economías avanzadas respecto de su programa nuclear, generó la expectativa de que las sanciones impuestas a dicho país serían revocadas, lo que permitiría que Irán reanudara sus exportaciones y, por tanto, elevaría aún más la oferta; no obstante, dicha situación no ocurriría inmediatamente, por lo que sus efectos no serían perceptibles en el corto plazo. La Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés) y la firma *IHS Energy*⁴, prevén que ante la reciente baja en el precio, la OPEP se verá obligada a realizar un recorte en su nivel de producción a partir de 2016, situación que estaría fuertemente influenciada por la presión que los productores más pequeños de la organización ejercerían en dicha decisión. La baja en el precio internacional del crudo está provocando importantes problemas en los ingresos de los países exportadores, usualmente economías de mercados emergentes y en desarrollo; sin embargo, un grupo de economías avanzadas productoras de crudo, entre las que destacan Canadá y Noruega,

Gráfica 5

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



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

⁴ *Information Handling Services Energy*, empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energético a nivel mundial y regional.

también están enfrentando problemas en su actividad económica derivados de que el sector energético registra una contracción importante.

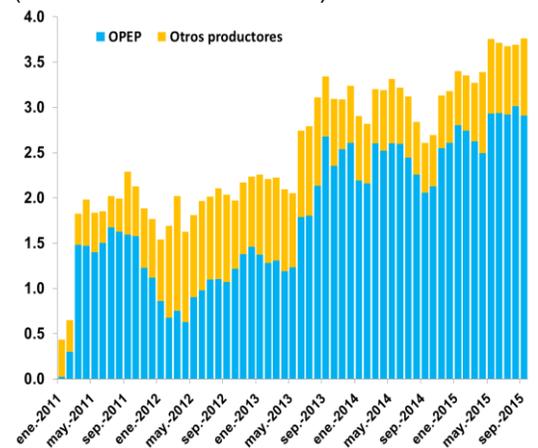
IHS Energy prevé que la producción mundial de petróleo se sitúe en 95.5 millones de barriles diarios (mbd) para el presente año, superior a la observada en 2014 (93.1 mbd). Las interrupciones en la producción de petróleo continúan en niveles elevados; sin embargo, dado el excedente que existe (reflejado en el nivel de inventarios) no ha tenido un impacto relevante en el mercado. En efecto, el incremento en la producción, provocó un importante aumento en el volumen de los inventarios a nivel mundial, principalmente en Estados Unidos de América.

Por el lado de la demanda mundial de petróleo, la IEA considera que durante el primer semestre, la misma estuvo fuertemente impulsada por los bajos precios en el mercado internacional; no obstante, prevé que esta pueda moderarse o reducirse derivado de la menor demanda por parte de las economías emergentes. Por su parte, *IHS Energy* prevé que la demanda mundial de petróleo para el presente año se sitúe en 93.5 mbd, cifra superior a la registrada el año previo (91.9 mbd).

En resumen, el balance entre oferta y demanda continúa siendo superavitario, por lo que no existen presiones que justifiquen alzas en el precio internacional. No obstante, no se descartan algunos riesgos al alza relativos a que los conflictos geopolíticos puedan afectar la producción en regiones como Oriente Medio y la posibilidad de que la OPEP pueda recortar su producción, ante la presión de algunos de sus países miembros.

Gráfica 6

Interrupciones en el Suministro Mundial de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)



(1) Con información preliminar a septiembre de 2015.
Fuente: Agencia de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de septiembre 2015		
	2014(a)	2015(b)	Variación
Oferta	93.1	95.5	2.4
Demanda	91.9	93.5	1.6
Balance (oferta - demanda)	1.2	2.0	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS Energy.

b) Gasolinas

Durante el primer semestre del año, el precio internacional de la gasolina registró una tendencia al alza que se explicó por el incremento observado en el precio del petróleo, por la entrada en mantenimiento de algunas refinerías, principalmente el no planificado, y por un incremento en la demanda ante el inicio de la temporada de mayor consumo en Estados Unidos de América (denominada *Driving Season*). En lo que va del segundo semestre del año, el precio ha disminuido, principalmente, por la baja observada en el precio del petróleo, desde julio.

c) Maíz amarillo

El precio internacional de maíz amarillo, ha registrado una moderada tendencia a la baja desde principios de año (con excepción de julio), explicada por las perspectivas de un adecuado nivel de producción para la cosecha 2015-2016. El alza observada en julio obedeció a la expectativa provocada por los posibles daños a la producción por factores climáticos en las principales regiones productoras de Estados Unidos de América; no obstante, esta situación no se materializó y el precio retornó a la tendencia que registraba desde el primer semestre del año.

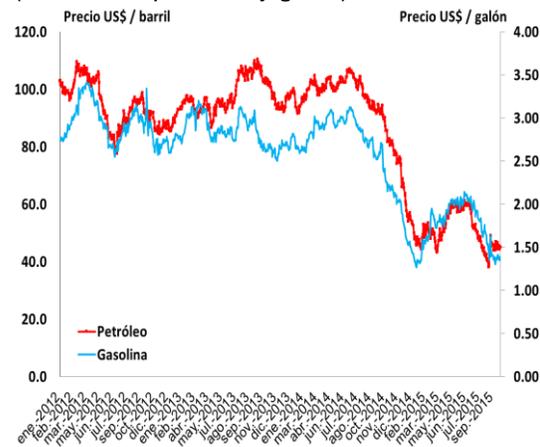
El Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), estima que la producción mundial de maíz amarillo para la cosecha 2015-2016 se situaría en 978.1 millones de toneladas métricas (mtm), cifra inferior en 2.9% a la registrada en la cosecha previa (1,007.5 mtm). Dicha disminución obedece a las bajas que se registrarían en la Unión Europea, Estados Unidos de América, Brasil, Argentina y Ucrania, resultado de la disminución de áreas de siembra y la sustitución de cultivos.

Respecto a la demanda mundial para la presente cosecha, se estima en 985.6 mtm, cifra inferior en 0.1% respecto de la cosecha anterior (986.2 mtm), situación que se asocia a la disminución prevista en el consumo de la Unión Europea, Ucrania y México. A pesar de dicha disminución, el nivel de la demanda continúa siendo alto, lo cual se explica por la mayor utilización del grano para la elaboración de alimentos para ganado y para la producción de etanol, principalmente durante el primer semestre.

El nivel de inventarios del grano se situaría en 189.7 mtm, inferior en 3.8% respecto al de la cosecha previa (197.2 mtm).

Gráfica 7

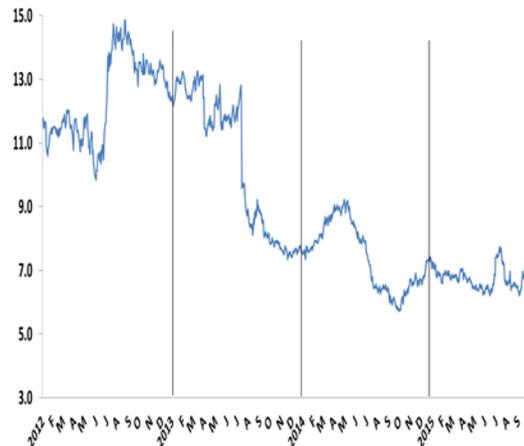
Precio Internacional del Petróleo y de la Gasolina (1)
(US dólares por barril y galón)



(1) Con información al 30 de septiembre de 2015.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2015.
Fuente: Bloomberg.

No obstante la reducción prevista, el nivel de inventarios sigue siendo uno de los más altos registrados en los últimos años, lo que mantendría estable el precio, a pesar de que el balance entre oferta y demanda es deficitario. Vale destacar que un deterioro en las condiciones climáticas seguiría siendo un factor importante de riesgo que podría afectar la trayectoria del precio.

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas				Variaciones	
	2012-2013 (a)	2013-2014 (b)	2014-2015 (b)	2015-2016 (b)	2014/2015	2015/2016
Producción	870.3	991.5	1,007.5	978.1	1.6	-2.9
Consumo	865.1	953.5	986.2	985.6	3.4	-0.1
Déficit / Superávit	5.2	38.0	21.3	-7.5	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América, septiembre de 2015.

d) Trigo

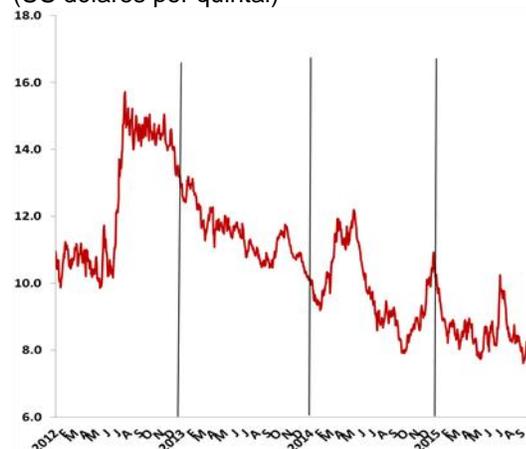
El precio internacional del trigo registró una tendencia a la baja desde finales del año anterior (con excepción de julio de 2015), explicado por las perspectivas de una producción récord para la cosecha 2015-2016. El alza de precios registrada en julio se explicó por la incertidumbre generada por el posible daño a la producción por sequías en Estados Unidos de América; sin embargo, el daño ocasionado fue mínimo, por lo que las alzas observadas en el precio se revirtieron y la trayectoria del precio continuó con su tendencia decreciente.

Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2015-2016 se situaría en 731.6 mtm, mayor en 0.9% a la cosecha anterior (725.2 mtm), resultado del incremento en la producción de Turquía, la República Popular China, Estados Unidos de América, Marruecos y Australia.

El consumo mundial se estima en 716.4 mtm, superior en 1.3% al nivel alcanzado el año previo (707.5 mtm), explicado por el incremento previsto en Estados Unidos de América, la Unión Europea, India y Rusia. El nivel de inventarios para la presente cosecha se prevé en 226.6 mtm, superior en 7.2% respecto del nivel de la cosecha anterior (211.3 mtm). El incremento en la demanda sería cubierto por la elevada producción y los altos niveles de inventarios, por lo que se anticipa un balance positivo que mantendría estable el precio, aunque prevalecen riesgos asociados

Gráfica 9

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



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

Fuente: Bloomberg.

a factores climáticos adversos que podrían presionar las cotizaciones internacionales al alza.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas				Variaciones	
	2012-2013 (a)	2013-2014 (b)	2014-2015 (b)	2015-2016 (b)	2014/2015	2015/2016
Producción	658.7	715.1	725.2	731.6	1.4	0.9
Consumo	679.3	698.7	707.5	716.4	1.3	1.3
Déficit / Superávit	-20.6	16.5	17.8	15.3	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América, septiembre de 2015.

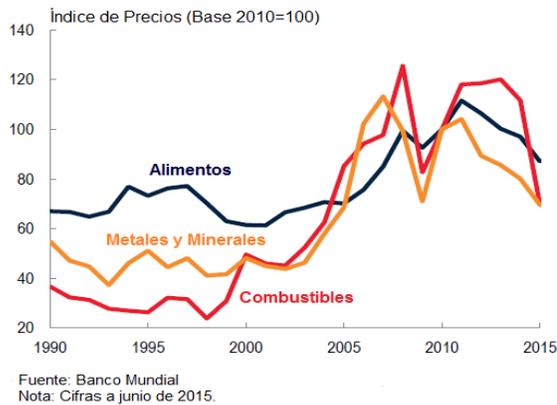
RECUADRO 6

¿QUÉ TAN IMPORTANTES SON LA REPÚBLICA POPULAR CHINA E INDIA EN EL CONSUMO GLOBAL DE MATERIAS PRIMAS?

El precio de las materias primas ha sufrido un excepcional incremento desde comienzos de los años 2000, el cual, de acuerdo con algunos analistas, ha sido considerado como un "súper-ciclo". No obstante, desde mediados de 2014, los precios de las materias primas registraron una importante disminución que ha hecho cuestionarse si se trata del final del súper-ciclo o únicamente de una interrupción temporal, como la ocurrida durante la Gran Recesión.

En ese contexto, el Banco Mundial considera que en el mediano y largo plazos, el ritmo de crecimiento del consumo de materias primas por parte de estos dos países dependerá fundamentalmente de dos factores: en primer lugar, del posible aumento del consumo per cápita de materias primas a niveles de las economías avanzadas; y, en segundo lugar, de la perspectiva del crecimiento de la actividad económica y de la población en ambas naciones. En la medida en que esto suceda, la demanda global de metales podría bajar, el consumo mundial de combustibles subiría y la demanda por alimentos permanecería estable.

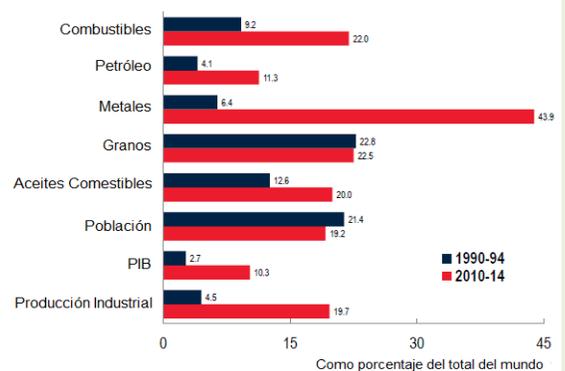
Índice de Precios de Materias Primas



El consenso entre los analistas del mercado de materias primas, es que el aumento en estos precios se ha debido al fuerte crecimiento de la actividad económica en los países emergentes. En efecto, en el período 2002-2012 los países emergentes crecieron a una tasa anual de 6%, la tasa de crecimiento más alta registrada en las últimas cuatro décadas. En este contexto, los países que más contribuyeron a este comportamiento fueron la República Popular China e India, los cuales registraron un crecimiento anual promedio de 10.3% y 7.4%, respectivamente.

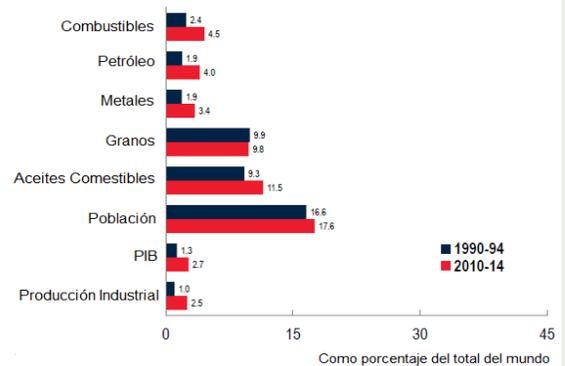
De acuerdo con el Banco Mundial, el consumo de materias primas por parte de estos países tiene algunas características que los destacan del resto. Por ejemplo, la demanda de metales y de combustibles, es mayor que su demanda por alimentos. El consumo de metales de la República Popular China se ubica en alrededor de 50% del consumo mundial, mientras que el de India representa cerca de 10%. En contraste, el consumo de granos por parte de estos países, ha crecido a tasas similares al consumo global. Por otra parte, el consumo de materias primas industriales, incluyendo los metales, tiende a responder al crecimiento económico (el cual se ha triplicado durante los últimos quince años), mientras que la demanda de alimentos tiende a responder más al crecimiento poblacional (estos países representan alrededor de 37% de la poblacional mundial). Como resultado, la demanda por materias primas que tiene una elasticidad-ingreso alta, como los combustibles y los metales, ha crecido más rápidamente que aquella con una elasticidad-ingreso más baja, como por ejemplo la de los granos.

China: Consumo de Materias Primas



Fuente: Banco Mundial, Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América y Oficina de Estadísticas de Metales.

India: Consumo de Materias Primas



Fuente: Banco Mundial, Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América y Oficina de Estadísticas de Metales.

Fuente: "How important are China and India in global commodity consumption". Commodity Markets Outlook. World Bank 2015.

6. Inflación y política monetaria

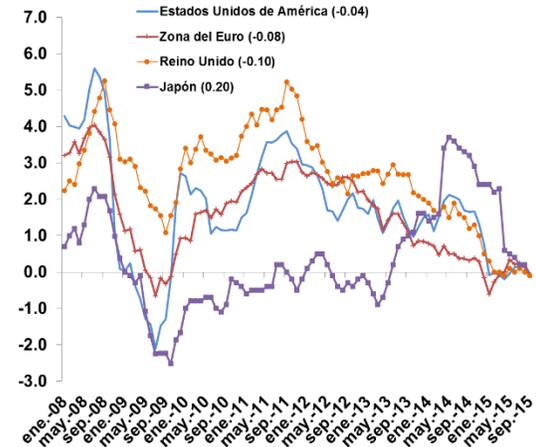
Durante el presente año, las presiones inflacionarias en la mayor parte del mundo han mostrado una tendencia a la baja, debido, fundamentalmente, a la reducción de los precios internacionales de las materias primas, en particular, el petróleo y sus derivados y otras materias primas importantes. Cabe mencionar que en algunas economías, la desaceleración de la inflación también se explica por la debilidad de la demanda interna. En las economías avanzadas el ritmo inflacionario se ubica en niveles por debajo de la meta establecida por los bancos centrales; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los resultados han sido mixtos, destacando el caso de algunas economías de América del Sur, en las que se comenzó a evidenciar una marcada tendencia al alza, derivado de las recientes depreciaciones de sus monedas y el efecto que estas tienen en los precios internos de los bienes transables (efecto traspaso).

En Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en -0.04% en septiembre, por debajo del objetivo de mediano plazo de la FED, explicada por la baja en los precios de la energía y de otros bienes importados. La FED había anticipado meses atrás que la menor inflación provocaría una mejora en el ingreso real disponible, lo que se traduciría en un incremento en el consumo. Dicha mejora en el nivel de consumo ha sido limitada por la mejora del ahorro, debido al efecto riqueza generado por los mayores precios de las acciones, lo cual contribuye a reparar los balances de los hogares que se habían deteriorado con la crisis económica y financiera de 2008-2009 y a generar presiones desinflacionarias. La FED indicó que el proceso de normalización de la política monetaria podría empezar este año de manera gradual y ordenada, en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y baja inflación. Luego de la reunión del FOMC de septiembre, el consenso en el mercado es que dicho proceso podría iniciar entre finales de 2015 y principios de 2016.

En la Zona del Euro, la inflación a septiembre se situó en -0.08% y se asocia tanto al moderado crecimiento económico de la Zona como a la reducción de los precios de la energía, debido a la caída del precio internacional del petróleo. Respecto de la tasa de interés de política monetaria, esta continúa en niveles muy bajos (0.05%). Por su parte, la postura de política monetaria del BCE es altamente acomodaticia, luego de que en marzo se ampliara el

Gráfica 10

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



(1) Datos a septiembre de 2015. Japón a agosto.
Fuente: Bancos centrales.

programa de compras de activos a un monto de €60.0 millardos mensuales. Dicho programa estaría vigente hasta septiembre de 2016, con la posibilidad de que se extienda, conforme el BCE lo considere prudente. El FMI, proyecta que la inflación se situará en 0.7% a finales de año; en tanto que, el BCE la proyecta en 0.1%, resultado de los bajos precios internacionales de la energía. No obstante, prevé que la inflación repunte en 2016 y 2017, principalmente, por las expectativas de recuperación económica y el impacto de la depreciación del euro frente al dólar estadounidense.

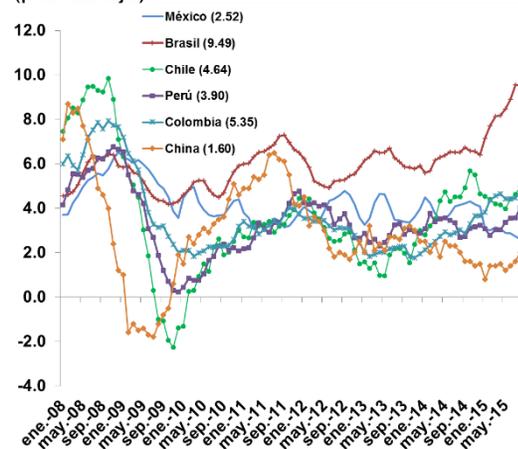
En Japón, la inflación a agosto se situó en 0.20%, resultado, entre otros factores, de la débil demanda interna y de los bajos precios internacionales de la energía. El Banco de Japón no ha variado su postura de política monetaria a lo largo del año, dado que continúa aplicando su programa de flexibilización monetaria, mediante una segunda fase del programa de expansión cuantitativa y cualitativa (QQE2, por sus siglas en inglés), cuyo propósito es estimular la actividad económica y alcanzar el objetivo de inflación de 2.0%.

En varias economías de mercados emergentes y en desarrollo la inflación también registró una disminución importante, provocada, en parte, por la reducción del precio internacional del petróleo, pero las respuestas de política monetaria han sido diferentes. En la República Popular China, la inflación a septiembre se situó en 1.60%, inferior al objetivo de mediano plazo del Banco Central (3.0%). Dicho banco, en lo que va de 2015, ha reducido su tasa de interés de política monetaria en cuatro ocasiones (100 puntos básicos en total), ubicándola en 4.60%, aprovechando la caída de la inflación y con el propósito de apoyar al crecimiento económico y, recientemente, para contener la caída de su mercado bursátil. Además los requerimientos de encaje de los bancos también fueron recortados por razones similares y se han introducido estímulos fiscales, particularmente mediante el aumento del gasto de los gobiernos locales, medidas que han aportado liquidez adicional a la economía.

En América Latina, la inflación en las principales economías que operan con esquemas de metas explícitas de inflación se encuentra por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, exceptuando México. En efecto, a septiembre la inflación en México se situó en 2.52% explicada, principalmente, por la

Gráfica 11

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



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

reducción en los precios de la energía; en tanto que en Chile, Colombia y Perú, se situó en 4.64%, 5.35% y 3.90%, respectivamente, debido a choques de oferta temporales y a la depreciación de sus monedas. Cabe indicar que, por un lado, en dichos países la inflación se encuentra por arriba de las metas de los bancos centrales y, por el otro, que no se han beneficiado de la reducción del precio internacional de las materias primas, dada su condición de exportadores netos. En Brasil, en un contexto de fuerte debilidad de la demanda interna, la inflación se ubicó en 9.49%, debido a las medidas de ajuste fiscal del gobierno, en particular, la disminución en los subsidios a la electricidad y los combustibles; y a factores climáticos adversos (sequías) que afectan al país y han provocado aumentos en los precios de los alimentos. En cuanto a las tasas de política monetaria a septiembre, en Brasil se situó en 14.25%, reflejando un incremento de 250 puntos básicos respecto de diciembre de 2014. En Chile y México, no se ha modificado en lo que va del año; en tanto que, en Perú y Colombia, se incrementó en 25 puntos básicos, ante el alza en las presiones inflacionarias.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada a la reducción en el precio de los combustibles. En ese contexto, en la mayoría de países de la región, la inflación se encuentra por debajo de límite inferior de la meta establecida por los bancos centrales. Cabe indicar que, en Costa Rica, Guatemala y la República Dominicana, las autoridades monetarias disminuyeron las tasas de interés de política monetaria en 225, 100 y 125 puntos básicos, respectivamente.

RECUADRO 7

PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS ALIMENTOS E INFLACIÓN INTERNA: EVIDENCIA A NIVEL DE PAÍSES

En términos generales, los economistas coinciden en que los choques de oferta externos son una de las causas más importantes de la variación de los precios internos en una economía; sin embargo, dependiendo del país de que se trate, la magnitud y persistencia del choque pudiera ser diferente. En ese contexto, los resultados del reciente estudio elaborado por Furceri, *et al* (2015) del Fondo Monetario Internacional (FMI), indican que incrementos en los precios internacionales de los alimentos afectan en mayor medida a la inflación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, que a la de las economías avanzadas.

De acuerdo con los autores, en el caso de las economías avanzadas, el aumento en los precios internacionales de los alimentos de los últimos años, ha afectado cada vez menos a los precios internos, comparado con lo que sucedía hace cincuenta años. En particular, en el caso de Estados Unidos de América, esto se asocia, fundamentalmente, a un cambio estructural de la economía estadounidense durante dicho período, lo que ha provocado que la participación de los alimentos dentro de la canasta de consumo disminuya y la flexibilidad salarial aumente, lo que en un contexto de mayor efectividad de la política monetaria ha permitido un anclaje más efectivo de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

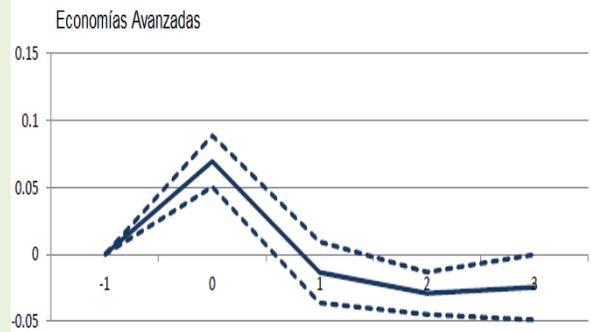
Para diferenciar los efectos entre países, los autores realizan un análisis con datos mensuales para el período 2000-2012, clasificando a los países de acuerdo con su nivel de ingreso. Los resultados obtenidos señalan que el efecto traspaso de los precios internacionales de los alimentos a los precios internos es superior en las economías de mercado emergentes que en las avanzadas (la mediana de largo plazo del efecto traspaso de un incremento de 1% en los precios internacionales de los alimentos es de 0.34% en las economías emergentes y de 0.18% en las avanzadas). Esto se debe, principalmente, a que la proporción de los alimentos en la canasta de consumo total en las economías avanzadas es 17%, mientras que en las economías de mercados emergentes es 31%. Es importante destacar que el traspaso en ambos casos es incompleto, debido entre otros factores, a que las perturbaciones climáticas locales afectan de distinta forma la producción de alimentos en cada país. Asimismo, los autores señalan que los subsidios a la producción de alimentos pueden limitar la transmisión de los efectos de estos choques externos, particularmente, en países en desarrollo.

En lo que respecta a las expectativas de inflación, el documento señala que el impacto de un incremento en los precios internacionales de los alimentos, dependerá de la credibilidad de la política monetaria. Una baja credibilidad se asocia a una sobre-reacción de los agentes económicos; en ese sentido, los resultados sugieren que, en términos generales, las expectativas de inflación se encuentran mejor ancladas en las economías avanzadas y en los países que han implementado un régimen de Metas Explícitas de Inflación.

Fuente: Furceri, Davide; Loungani, Prakash; Simon, John; and, Wachter, Susan. "Global Food Prices and Domestic Inflation: Some Cross-Country Evidence". Working Paper 15/133. International Monetary Fund 2015.

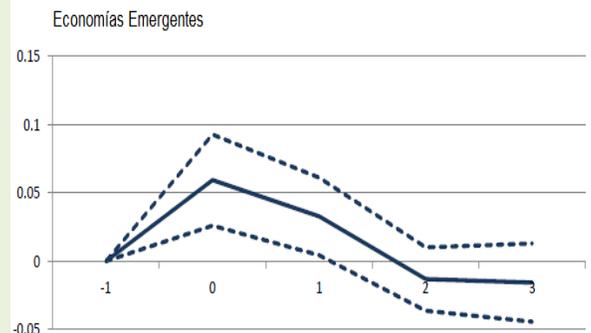
En el contexto descrito, y con base en la evidencia presentada en este documento, el reto más importante para las autoridades monetarias en economías de mercados emergentes y en desarrollo, cuya vulnerabilidad a choques de oferta externos sigue siendo alta, se centra en reforzar sus marcos de política monetaria que les permita incrementar la credibilidad de sus acciones para moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y de esta forma mitigar el impacto que tienen en las inflaciones internas, las fluctuaciones abruptas (tanto positivas como negativas) de los precios internacionales de las materias primas, principalmente de los alimentos.

Impacto del Precio Internacional de los Alimentos sobre la Inflación Interna (Porcentaje)



Fuente: Furceri et. al. (2015).

Impacto del Precio Internacional de los Alimentos sobre la Inflación Interna (Porcentaje)



Fuente: Furceri et. al. (2015).

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

El FMI, en su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial, sugiere que las condiciones económicas en las principales economías y regiones se mantendrían desiguales hasta finalizar el presente año. En efecto, respecto del año previo, el crecimiento en las economías avanzadas se recuperaría ligeramente, liderado por el desempeño económico en Estados Unidos de América; en tanto que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento se estaría reduciendo, debido al descenso en los precios de las materias primas, a la depreciación de las monedas de los mercados emergentes y al incremento de la volatilidad en los mercados financieros.

Para el próximo año, el FMI proyecta que la actividad económica mundial mejorará su ritmo de crecimiento (de 3.1% en 2015 a 3.6% en 2016), debido a la continuación del proceso de recuperación de las economías avanzadas que inició en 2013 y que se estaría consolidando el próximo año (de 2.0% en 2015 a 2.2% en 2016); pero también, por las mejores perspectivas de crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (de 4.0% en 2015 a 4.5% en 2016), en particular, en aquéllas que enfrentaron importantes dificultades en 2015 (incluyendo Brasil, Rusia, otros países de América Latina y algunos de Oriente Medio). Cabe indicar que aunque el crecimiento en algunas de estas economías se mantendría débil o con tasas negativas, los resultados serían mejores a los que se esperan para finales de año, al punto que estarían compensando la desaceleración esperada en la República Popular China.

En las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento de 2.5% en 2015 y 2.6% en 2016, apoyado por los bajos precios de la energía, el fortalecimiento de los balances generales de los bancos y las sociedades privadas no financieras y la mejora en el mercado inmobiliario; factores que estarían compensando la reducción del impulso fiscal y la disminución de las exportaciones netas, esta última

debido a la apreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas. No obstante, las perspectivas de largo plazo son débiles, reflejando un envejecimiento de la población y un bajo crecimiento de la productividad total de los factores.

En la Zona del Euro, se estima que el crecimiento del producto se sitúe en 1.4% en 2015 y en 1.6% en 2016, apoyado por los bajos precios del petróleo, la expansión monetaria y la depreciación del euro. Dicho crecimiento refleja la mejora en la actividad económica de Alemania, Francia, Italia y especialmente España; sin embargo, la situación de Grecia continúa siendo difícil, debido al prolongado periodo de incertidumbre que se extendió desde inicios de año y de las medidas de ajuste que se deben implementar como parte del tercer programa de rescate financiero. En el Reino Unido, el crecimiento continuaría apoyado por la recuperación del crecimiento de los salarios y los bajos precios del petróleo.

En Japón, luego de la caída de 0.1% en 2014, se proyecta un crecimiento del producto gradual, al pasar de 0.8% en 2015 a 1.4% en 2016, apoyado por un mayor ingreso real y por los altos precios de las acciones, derivado de que el Banco Central de Japón implementó una segunda fase de su programa de facilidad cuantitativa y cualitativa (QQE2); asimismo, por los bajos precios del petróleo y materias primas.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se espera que continúe la desaceleración del crecimiento en la República Popular China, que pasaría de 6.8% en 2015 a 6.5% en 2016, debido a que las medidas de política que buscan el reequilibrio de su modelo económico podrían continuar centrándose en reducir las vulnerabilidades derivadas del rápido crecimiento del crédito y de la inversión y no tratar de compensar la desaceleración esperada de la actividad económica. En ese contexto, la puesta en marcha de reformas estructurales, junto con los bajos precios del petróleo y otras materias primas, fomentaría el consumo.

En India, que actualmente es uno de los mayores importadores de materias primas, se espera que la

actividad económica registre un crecimiento de 7.3%, para 2015 y 7.5% para 2016, el cual se asocia a una recuperación en la inversión y de los bajos precios de las materias primas.

En América Latina, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja, tanto para 2015 (-0.3%) como para 2016 (0.8%). En efecto, el modesto crecimiento en Estados Unidos de América durante el primer semestre del año ha presionado ligeramente a la baja las perspectivas de crecimiento en México, mientras que el descenso en el precio de las materias primas continúa debilitando las perspectivas de desempeño económico en la mayoría de países de América del Sur.

En Brasil, la débil confianza empresarial y del consumidor, derivadas de las difíciles condiciones políticas y de la necesidad de restringir la postura de la política monetaria, deteriorarían la demanda interna, en particular, la inversión privada. Se prevé que la economía entre en recesión en 2015 (-3.0%), con efectos de contagio a nivel regional, y aunque la actividad económica se recuperaría levemente en 2016 (-1.0%), esta seguiría en recesión. Por su parte, Venezuela estaría experimentando una profunda recesión en 2015 y 2016 (-10.0% y -6.0%, respectivamente), debido a la caída en los precios del petróleo desde mediados de 2014, lo cual ha elevado los desbalances macroeconómicos internos y las presiones sobre la balanza de pagos.

En México, se prevé que la economía crezca 2.4% en 2015 y 2.9% en 2016, en congruencia con el crecimiento previsto para la economía estadounidense. Asimismo, se espera que la mayor debilidad en los precios de los metales modere la recuperación del crecimiento económico en Chile (2.3% en 2015 y 2.5% en 2016) y en Perú (2.4% en 2015 y 3.3% en 2016).

En Centroamérica, el crecimiento se mantendrá moderado (3.3% en 2015 y 3.6% en 2016) debido, en parte, al impacto neto positivo que podría generarse de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América y al incremento del ingreso en términos reales, derivado de la expectativa de que los precios

internacionales del petróleo podrían permanecer en niveles bajos en los próximos años.

Finalmente, el FMI señala que los riesgos que afectarían el crecimiento económico mundial y, por ende, las proyecciones antes citadas, incluyen: menor crecimiento en la República Popular China, ya sea por una desaceleración moderada, con políticas enfocadas en reducir vulnerabilidades más que a apoyar el crecimiento, o por un aterrizaje forzoso en el mediano plazo, que produciría efectos de contagio negativos en el comercio mundial; precios más bajos de las materias primas, que afectarían en forma negativa a los países exportadores netos de materias primas; mayor fortalecimiento del dólar estadounidense, que causaría tensiones en los balances generales y en el fondeo, contrarrestando los beneficios comerciales de la depreciación real en algunas economías; incremento del apalancamiento de las empresas; y mayor crecimiento del crédito bancario, particularmente en moneda extranjera. En ese contexto, el FMI estima que la distribución de riesgos está sesgada a la baja y que una materialización simultánea de algunos de estos riesgos podría implicar perspectivas menos favorables en las economías avanzadas. En el corto plazo, los riesgos a la baja para las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúan, dados los efectos provenientes del reequilibrio en el modelo de crecimiento de la República Popular China.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Principales socios						
Estados Unidos	2.4	2.5	2.6	0.6	0.9	1.4
El Salvador	2.0	2.3	2.5	0.5	-1.0	2.0
Honduras	3.1	3.5	3.6	5.8	4.7	5.2
Zona del Euro	0.9	1.4	1.6	-0.2	0.7	1.1
México	2.1	2.4	2.9	4.1	2.6	3.0
Otros socios						
Colombia	4.6	2.5	2.8	3.7	4.2	3.3
Japón	-0.1	0.8	1.4	2.6	0.1	0.6
Brasil	0.1	-3.0	-1.0	6.4	9.3	5.5
Chile	1.9	2.3	2.5	4.6	4.2	3.5
Perú	2.4	2.4	3.3	3.2	3.3	2.5
Reino Unido	3.0	2.6	2.4	0.9	0.3	1.7
China	7.3	6.8	6.5	1.5	1.8	1.8
Mundial	3.4	3.1	3.6			
-Economías avanzadas	1.8	2.0	2.2	0.7	0.8	1.4
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.6	4.0	4.5	5.1	5.7	5.0
-América Latina y el Caribe (1)	1.3	-0.3	0.8	8.2	12.0	10.5
-América Central	3.5	3.3	3.6	4.2	2.9	4.2
Principales socios (2)	2.2	2.4	2.6	1.3	1.2	1.9

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015 y consultas de Artículo IV. *Consensus Forecasts* a septiembre de 2015 y reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a septiembre de 2015. (1) En la inflación se excluye a Argentina y se refiere al promedio simple de la inflación observada al final del período y de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

(2) Corresponde al promedio de: Estados Unidos de América, México, Zona del Euro, El Salvador y Honduras, que en conjunto representan alrededor de 65% del total del comercio exterior del país.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

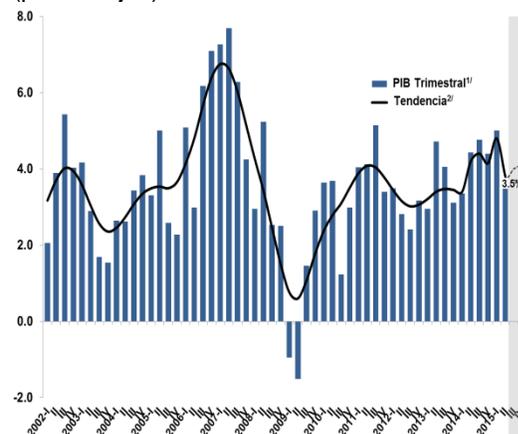
El Producto Interno Bruto del segundo trimestre de 2015 registró una tasa de crecimiento interanual de 3.5% (ver detalle en Anexo 1). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; comercio al por mayor y al por menor; industria manufacturera; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explicarían alrededor de 83% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo del gasto de consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, así como el desempeño positivo de las exportaciones de bienes y servicios.

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2015 fue menor al registrado en el primer trimestre del año (5.0%), pero consistente con las previsiones de crecimiento económico para 2015 (de entre 3.6% y 4.2%). Las expectativas sobre la actividad económica continúan siendo favorables; en efecto, a agosto el IMAE registró un crecimiento de 3.9%⁵, resultado de la incidencia positiva de los sectores de comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Adicionalmente, el crecimiento interanual de la tendencia-ciclo de dicho indicador fue de 4.3% (gráfica 13).

El Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a septiembre se situó en 46.67 puntos, por arriba del nivel observado el mismo mes del año anterior (42.71 puntos) y en agosto de 2015 (21.67 puntos); aunque se ubicó en zona de contracción, por debajo de 50 puntos (ver gráfica 14).

Gráfica 12

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



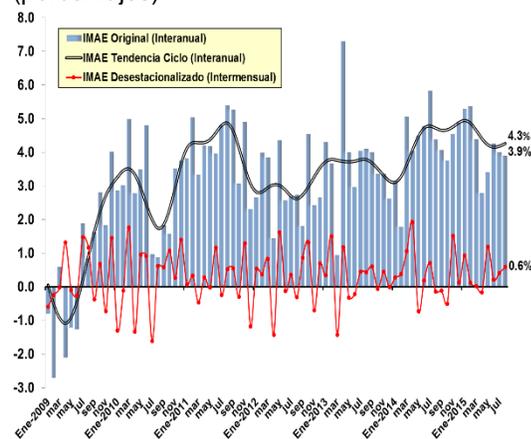
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a junio de 2015.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 13

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



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a agosto de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁵ Variación interanual de la serie original del IMAE.

RECUADRO 8

GUATEMALA: PRONUNCIAMIENTOS DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS DE RIESGO RESPECTO DE LOS EFECTOS ECONÓMICOS DE LA CRISIS POLÍTICA INTERNA

Las principales empresas calificadoras de riesgo en comunicados recientes se han pronunciado respecto de los posibles efectos que la reciente crisis política interna pudiera tener sobre el desempeño económico del país y de su calificación de riesgo soberano.

Al respecto, *Fitch Ratings*, en su comunicado del 19 de junio de 2015, confirmó la calificación de riesgo soberano de Guatemala, situándola en BB con perspectiva estable. La empresa calificadora destacó las perspectivas de crecimiento económico (4.0%) para el período 2015-2017, las expectativas de inflación dentro de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual); un sistema bancario con una adecuada capitalización, calidad de activos y liquidez; un crecimiento robusto del crédito al sector privado; expectativas de un bajo déficit en cuenta corriente; un alto índice de liquidez externa; y un adecuado nivel de reservas monetarias internacionales, ello en medio de la crisis política e institucional interna, ante la cual, en opinión de dicha empresa, la respuesta de la sociedad y del sector político ha sido pacífica, lo que ha coadyuvado, en adición a la disciplina monetaria y fiscal, a mantener la estabilidad macroeconómica.

Moody's Investors Service, en su comunicado del 26 de mayo de 2015, confirmó la calificación de riesgo soberano de Guatemala en moneda extranjera en Ba1, pero modificó la perspectiva de estable a negativa. El mantenimiento de la calificación se fundamentó en un balance entre aspectos positivos y negativos. Entre los aspectos positivos subrayó el firme compromiso del gobierno con políticas fiscal y monetaria prudentes, bajos déficits en cuenta corriente, flexibilidad cambiaria, déficits fiscales moderados y una carga de deuda manejable. Entre los aspectos negativos mencionó, bajos niveles de ingreso, altos índices de pobreza, perspectivas de crecimiento económico moderado en el mediano plazo e instituciones muy débiles.

El deterioro de la perspectiva se debió, en opinión de *Moody's*, al hecho de que si bien los eventos políticos no causarían un deterioro macroeconómico, existe la posibilidad de que su prolongación aumente la incertidumbre.

En su boletín informativo del 24 de septiembre de 2015, dicha empresa calificadora reconoce que existe una baja probabilidad de que la crisis política interna pueda influir negativamente en la estabilidad macroeconómica y en la fortaleza financiera del gobierno en el mediano plazo. No obstante, señaló que en su próximo comunicado pudiera regresar la perspectiva a estable, siempre y cuando la estabilidad macroeconómica del país y el compromiso de una gestión fiscal prudente, se mantengan.

Por su parte, *Standard & Poor's*, el 24 de octubre de 2014, confirmó la calificación de riesgo soberano para Guatemala en BB con perspectiva estable y manifestó que la misma está respaldada por la expectativa de que la economía guatemalteca mantendrá un desempeño estable durante los próximos tres años, con déficits fiscal y externo moderados; bajos niveles de deuda respecto al producto interno bruto; una inflación anual que se ubicaría dentro de la meta de 4.0% +/- 1 punto porcentual; y adecuados niveles de reservas monetarias internacionales.

En su boletín informativo del 3 de septiembre de 2015, dicha empresa fue de la opinión que la crisis política interna no tiene impacto negativo en el corto plazo sobre las calificaciones soberanas de largo plazo tanto en moneda extranjera como en moneda local, indicando que considera positivo que se descubra y persiga la corrupción en todos los niveles del gobierno. Sin embargo, subrayó que más adelante podría bajar la calificación de Guatemala si persiste la inestabilidad política por un periodo prolongado, ya que esto podría evitar la llegada de inversionistas al país. En este caso bajaría la evaluación de la efectividad institucional y del gobierno de "neutral" a "débil". Asimismo, sugirió que podrían bajar la calificación solo si se observa un deterioro importante en los déficits fiscal o externo que amenacen la estabilidad macroeconómica alcanzada durante los últimos años.

En resumen, en opinión de las empresas calificadoras de riesgo, la situación política e institucional interna no ha deteriorado el desempeño macroeconómico del país, por lo que en la medida que la incertidumbre derivada de dicha crisis vaya menguando y se mantenga la disciplina de las políticas macroeconómicas, no se observaría un deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del país.

Fuente: Comunicados de las empresas calificadoras de riesgo.

B. SECTOR EXTERNO

A agosto, el comercio exterior de Guatemala, con base en la información de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), muestra que el valor FOB de las exportaciones de bienes se incrementó 2.6% respecto a similar período de 2014, resultado de un aumento importante en el volumen, que contrarrestó la disminución en el precio medio de exportación. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 3.2%, fundamentalmente, por la reducción del precio medio de las importaciones, asociado en buena medida a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes; no obstante, el volumen importado muestra un dinamismo significativo. La balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$4,236.8 millones, aunque inferior en US\$580.0 millones al observado en el mismo período de 2014 (US\$4,816.8 millones). Vale indicar que como consecuencia de los bajos precios internacionales de los combustibles y lubricantes, la relación de términos de intercambio mejoró respecto del año anterior.

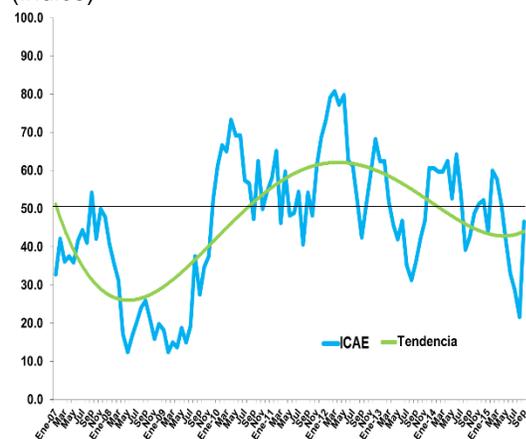
El valor de las exportaciones FOB estuvo influenciado por el incremento en el volumen (15.3%), ante la mayor demanda externa y por la disminución registrada en el precio medio (11.8%). Entre los principales productos exportados destacan: hierro y acero, banano, azúcar y artículos de vestuario. En contraste, se registraron disminuciones en el valor exportado de petróleo, plomo y bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$91.2 millones respecto a lo acumulado a agosto de 2014, al situarse en US\$169.1 millones (117.0%), explicado tanto por un mayor volumen exportado (35.2%), como por un incremento en el precio medio (59.8%). Este comportamiento obedece, en buena medida, al inicio de las operaciones de extracción de ferróniquel por parte de la Compañía Procesadora de Níquel de Izabal, S. A., a partir del segundo semestre de 2014.

El valor de las exportaciones de banano aumentó US\$68.8 millones (16.4%), explicado por el aumento, tanto en el volumen exportado (14.3%), como en el precio medio por quintal (1.9%), al pasar de US\$14.94 a US\$15.22. El incremento en las ventas de la fruta se asocia a la mayor demanda externa, lo que motivó un incremento en las áreas de cultivo; mientras que el aumento en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países

Gráfica 14

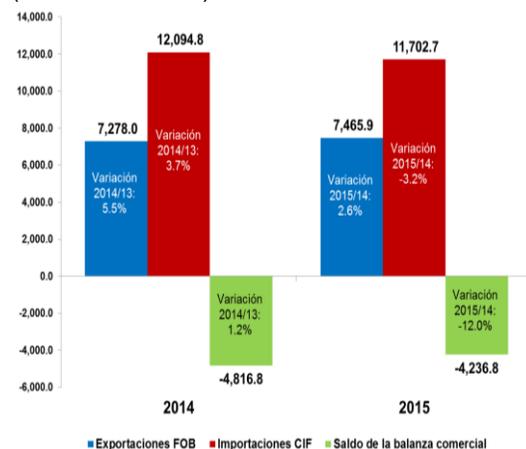
Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) (1)
(Índice)



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

Gráfica 15

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



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

productores, como Filipinas, Costa Rica y Colombia. Cabe indicar que el 93.9% de las exportaciones de dicho producto se destinaron a Estados Unidos de América.

El valor exportado de azúcar aumentó US\$46.2 millones (7.2%), como resultado de un mayor volumen exportado (20.7%) contrarrestado, parcialmente, por la disminución del precio medio de exportación (11.1%), al pasar de US\$20.59 a US\$18.31 por quintal. Dicha reducción se asocia a las perspectivas de una mayor producción mundial de caña de azúcar, fundamentalmente por una zafra superior a la prevista en Brasil, principal productor y exportador mundial del edulcorante; al fortalecimiento del dólar estadounidense; a los elevados niveles de inventarios, particularmente en Tailandia e India; así como a la reducción en las compras de caña de azúcar destinadas a la producción de etanol, debido a la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados. Respecto al volumen exportado, según el Centro Guatemalteco de Investigación y Capacitación de la Caña (CENGICAÑA), la cosecha 2014-2015 fue apoyada por la mayor eficiencia productiva y por la diversificación de países compradores del producto guatemalteco.

Las ventas al exterior de artículos de vestuario aumentaron US\$41.6 millones (4.9%), resultado del incremento en el volumen exportado (7.6%), contrarrestado, en parte, por la disminución en el precio medio de exportación (2.6%). El aumento en el volumen exportado se asocia a una mayor demanda por parte de Estados Unidos de América, país que compra más del 90.0% de estos bienes.

El valor de las exportaciones de petróleo se redujo 47.7% (US\$85.1 millones), explicado por la caída en el precio medio por barril (50.2%), al pasar de US\$89.30 a US\$44.48; por su parte, el volumen exportado aumentó 4.2%. La disminución en el precio medio de exportación es reflejo de la caída en el precio internacional del crudo; en tanto que el incremento en el volumen exportado se asocia, fundamentalmente, a los trabajos de

reacondicionamiento realizados a finales de 2014 (limpieza de pozos y cambio de bombas) en el área Xan.

En cuanto al valor exportado de plomo, se registró una disminución de 20.7% (US\$51.6 millones), debido a la reducción, tanto en el precio medio (15.0%) como en el volumen exportado (6.7%). El comportamiento a la baja del precio medio de exportación estuvo influenciado, entre otros factores, por la relación de su cotización con otros metales y materias primas que han sido afectados por la fortaleza del dólar estadounidense; mientras que la disminución del volumen exportado es consecuencia de la reducción en la producción de la Minera San Rafael.

El valor de las ventas al exterior del rubro de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró una reducción de 15.1% (US\$37.9 millones), como resultado de la disminución, tanto en el precio medio (6.9%), como en el volumen exportado (8.4%). Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por la reducción en las ventas de etanol como consecuencia de la caída en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, que afectó las condiciones de competitividad del referido producto.

En lo que respecta a las importaciones, la disminución de su valor CIF (3.2%), estuvo determinada por la reducción de 15.5% en el precio medio, efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento de 14.0% en el volumen importado. El referido comportamiento se explica, principalmente, por la considerable reducción en el valor importado de combustibles y lubricantes (29.2%), asociado a la caída de 37.9% en el precio medio y compensado, parcialmente, por un aumento del volumen importado de 15.0%; mientras que otros rubros registraron una mayor demanda, destacando bienes de consumo (7.8%), materiales de construcción (6.9%) y materias primas y productos intermedios (1.3%).

Dada la significativa caída en el precio internacional del crudo, se ha generado un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes. En efecto, con cifras acumuladas a agosto, este rubro

registró una reducción de US\$722.0 millones, al pasar de US\$2,475.3 millones en 2014 a US\$1,753.3 millones en 2015.

El ingreso de divisas por remesas familiares a septiembre, alcanzó US\$4,594.4 millones, superior en US\$445.1 millones (10.7%) respecto a igual período de 2014, principalmente, por la recuperación en el mercado laboral de Estados Unidos de América.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó al 30 de septiembre de 2015 en US\$7,536.1 millones, monto superior en US\$202.7 millones al registrado a diciembre de 2014 y equivalente a cinco meses de importación de bienes que, conforme a estándares internacionales continúa reflejando la sólida posición externa del país.

En un Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como su ancla nominal. En ese contexto, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y plenamente conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas únicamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia. En lo que va del año el tipo de cambio nominal, en términos generales, ha mantenido un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad; registrando, al 30 de septiembre, una depreciación de 0.06% en términos interanuales, resultado, de la combinación de una menor demanda de divisas para importaciones y de una mayor oferta de divisas en el mercado, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares. A esa fecha, el Banco de Guatemala, realizó compras netas por US\$193.8 millones (compras por US\$228.3 millones y ventas por US\$34.5 millones), equivalente a 0.67% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas.

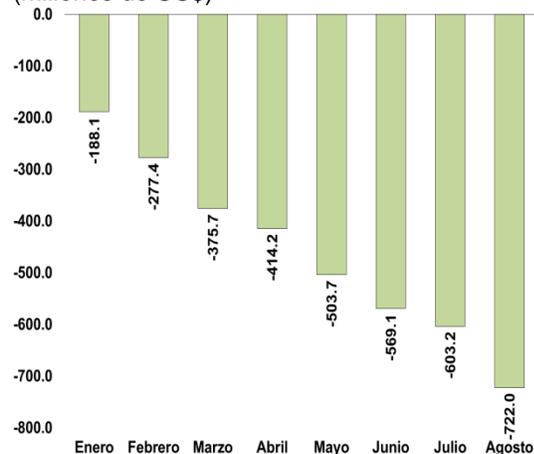
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

A septiembre, el ritmo inflacionario continuó la desaceleración iniciada desde noviembre de 2014, al situarse en 1.88%, por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la

Gráfica 16

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



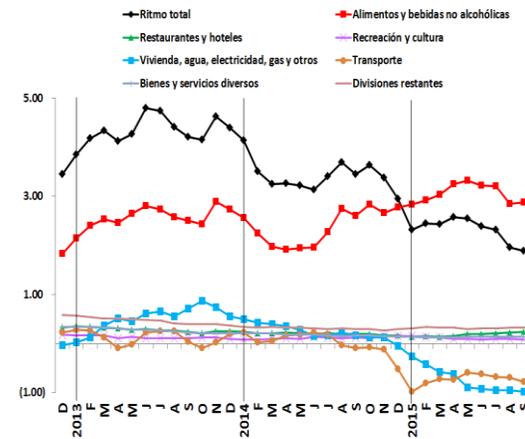
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) debido, fundamentalmente, a la considerable caída del precio internacional del petróleo y sus derivados. A septiembre, el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) refleja, principalmente, las alzas en las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; y *Prendas de vestir y calzado*. Dichas alzas fueron compensadas, parcialmente, por las bajas en las divisiones *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Transporte*. Las divisiones mencionadas explican en conjunto 84.04% de la inflación total observada (gráfica 17).

El alza en la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) continúa ejerciendo el mayor impacto dentro del IPC. A septiembre su variación interanual fue 8.57%, equivalente a 4.6 veces el ritmo de inflación total (1.88%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: Hortalizas, legumbres y tubérculos; Carnes; Pan y cereales; y Frutas. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza responde, principalmente, a los incrementos en el precio medio del culantro, otras legumbres y hortalizas, lechuga, güisquil, cebolla, chile pimiento, ejotes, repollo, elote, tomate, papa y frijol, que, de acuerdo al Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA) y análisis del Banco Central, obedece a la menor oferta de algunos productos en el mercado interno asociada a factores estacionales y al incremento en la demanda tanto local (dada la evolución de los salarios y las remesas familiares) como externa, especialmente de El Salvador y Honduras. Con relación al grupo de gasto Carnes, el aumento en el precio medio, en buena medida, se asocia al comportamiento del precio de la Carne de res que, según el MAGA, refleja la disminución de la oferta en el mercado interno por el trasiego de ganado en pie a México y la reducción en el hato ganadero derivado de la sustitución de crianza de ganado por siembra de caña de azúcar y palma africana. Es importante mencionar que factores climáticos adversos (canícula prolongada) afectaron las áreas de pastoreo, principalmente en la zona denominada Corredor Seco⁶.

Gráfica 17

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



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

⁶ Área integrada por Zacapa, El Progreso, Chiquimula, Jutiapa, Jalapa y Baja Verapaz.

En el grupo de gasto Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicho grupo registraron alzas, principalmente, el aguacate, las naranjas, las frutas de estación, el plátano y el banano. En el caso de las Frutas de estación, se observó un aumento en el precio medio, principalmente, del mango, el melón, el jocote y la papaya, debido a factores estacionales en su ciclo de producción.

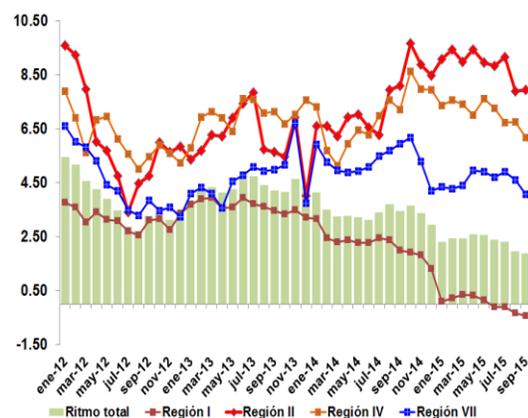
El grupo de gasto Pan y cereales registró un incremento asociado al aumento en el precio medio de Productos de tortillería, Pan y Maíz. En el caso de las tortillas, el alza observada obedece en buena medida a que el precio del maíz, su principal materia prima, registró alzas en su precio medio debido a que las cosechas se vieron afectadas por condiciones climáticas adversas, es decir, inviernos menos copiosos aunado a una canícula que, de acuerdo al Instituto Nacional de Sismología, Vulcanología, Meteorología e Hidrología (INSIVUMEH), se extendió hasta finales de agosto. Respecto del Pan, el comportamiento observado se asocia, principalmente, al incremento del precio internacional del trigo, el cual, de acuerdo con el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), se ha visto influenciado tanto por factores climáticos como por incrementos en la demanda externa de cereal estadounidense, particularmente por parte de Japón y Egipto.

En la división de gasto *Restaurantes y hoteles*, la variación interanual de 2.59% ha sido influenciada por el incremento en el precio medio de los gastos básicos siguientes: Almuerzo consumido fuera del hogar, Otras comidas consumidas fuera del hogar, y Desayuno consumido fuera del hogar, en congruencia con los aumentos registrados en algunos de sus componentes, principalmente, las carnes, los productos de tortillería y algunas verduras y hortalizas.

La división de gasto *Bienes y servicios diversos*, cuya variación interanual fue de 2.01%, registró alzas en los gastos básicos siguientes: Jabón, Desodorantes y antitranspirantes Colonias y perfumes, Papel higiénico y Champú. Asimismo, el incremento interanual de 1.38% observado en la división de gasto *Prendas de vestir y calzado* respondió al aumento en el precio medio de los Zapatos varios para mujer, Blusa para mujer, Pantalón para hombre y Zapatos para hombre.

Gráfica 18

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



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

Por su parte, la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual de -8.23%, asociada, principalmente, a la reducción del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad. En el caso del Gas propano, la disminución se asocia, por un lado, a la baja del precio internacional del gas natural, derivada de niveles de inventarios en el hemisferio norte superiores al promedio de los últimos cinco años y, por el otro, a los bajos precios de los derivados del petróleo. Por su parte, el Servicio de electricidad registró una disminución asociada a la reducción del pliego tarifario, tanto para la tarifa social como la tarifa no social.

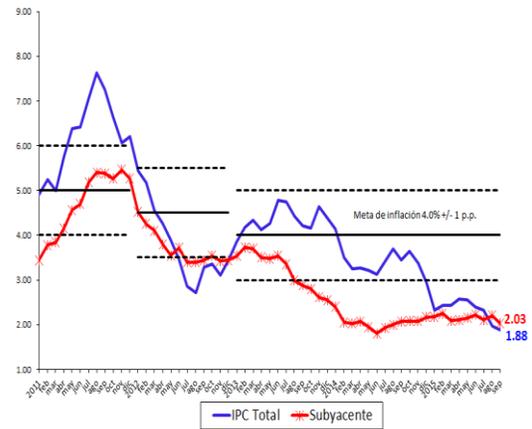
La división de gasto *Transporte*, mostró una variación interanual de -8.00%, la cual se explica por la disminución del precio interno del Diésel, la Gasolina regular y la Gasolina superior, ante la reducción del precio internacional de dichos derivados del crudo respecto del año anterior.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁷, con excepción de la Región I (Metropolitana), a septiembre se observan alzas, destacando, según su impacto, las siguientes: Región II, Región IV, Región VII y Región VI (gráfica 18). Al analizar las ocho regiones, en conjunto, se observa que cinco de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total y tuvieron una incidencia de 86.20% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el incremento que registró la división de gasto de Alimentos y bebidas no alcohólicas.

El ritmo de la inflación subyacente, a septiembre fue de 2.03%, manteniendo la leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014 (gráfica 19). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación subyacente por la alta volatilidad que presentan (por ejemplo, legumbres y hortalizas). También suelen excluirse algunos gastos básicos que integran el rubro de

Gráfica 19

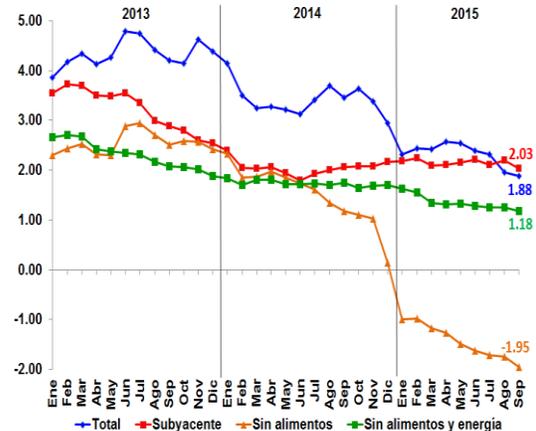
Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 20

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



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

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

combustibles (como las gasolinas superior y regular, el diésel y el gas propano) y el servicio de electricidad (que ha registrado reducciones importantes en el pliego tarifario), que en algunas ocasiones también presentan una marcada volatilidad. Por ello, el comportamiento de esta inflación subyacente suele evidenciar el origen de los choques que afectan la inflación total, dado que al excluir los bienes y servicios más volátiles, ofrece una medida que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total.

En ese sentido, se considera que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, al tercer trimestre, aunque son positivas, están contenidas, lo que sería indicativo de que la evolución del ritmo inflacionario total ha estado fuertemente influenciada por factores de oferta, destacando la significativa reducción del precio de los productos derivados del petróleo (gráfica 20).

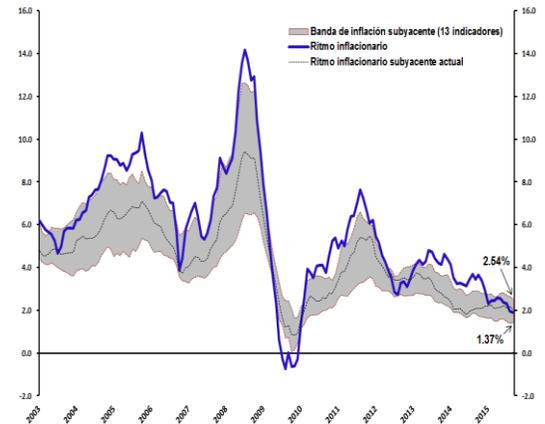
El Banco Central elabora 13 diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial⁸, es un indicador que, por lo general, se encuentra alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 21).

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a septiembre, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.37% y 2.54%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan la inflación al alza, aunque de una forma moderada.

La inflación importada continuó registrando la disminución iniciada desde julio del año anterior, asociada, principalmente, a la evolución del precio internacional del petróleo y sus derivados y a la disminución del precio de otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo (gráfica 22). A septiembre, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.89% y -2.01%, respectivamente.

Gráfica 21

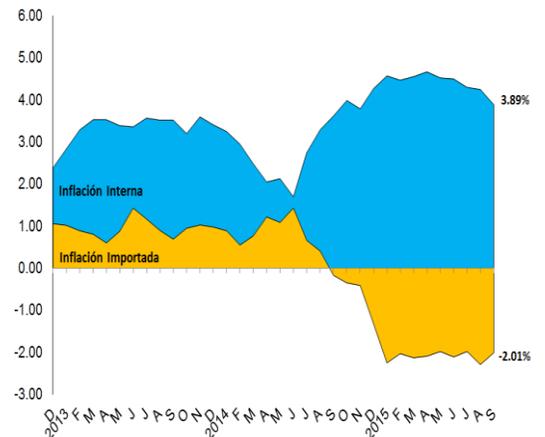
Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 22

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



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

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

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

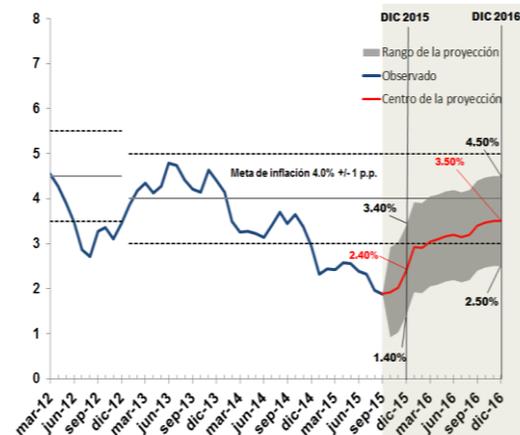
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 1.40% y 3.40% y entre 2.50% y 4.50% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, respectivamente; en ambos casos se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación (4% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 1.25% y 3.25% y entre 2.00% y 4.00% para diciembre de 2015 y diciembre de 2016, en su orden; en ambos casos se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

Los pronósticos de inflación toman en consideración que las presiones por factores de demanda (división de Alimentos y bebidas no alcohólicas, especialmente), aunque se han venido desacelerando en los últimos meses, son aún importantes y continúan siendo compensadas por los beneficios del choque de oferta relacionado con la caída del precio internacional de petróleo y sus derivados; aunque este efecto se estaría diluyendo en el horizonte de pronóstico, dando lugar a que las presiones de demanda se hagan más evidentes. De este modo, la trayectoria esperada de la inflación mostraría una leve tendencia al alza en los meses subsiguientes, ubicándose por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación en 2015, para luego ubicarse dentro del margen en 2016. El pronóstico considera, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas en el precio de las gasolinas y el diésel en lo que resta de 2015; ii) incrementos en el precio interno del gas propano en el segundo semestre de 2015; iii) reducciones en la tarifa del servicio de electricidad en 2015 y estabilidad en 2016; iv) comportamiento estacional de los productos agrícolas; v) incrementos en el precio de la carne de res, tanto en 2015 como en 2016; y vi) leves alzas en el precio medio del pan en 2015 y en 2016. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes: i) progresiva reducción de la brecha del producto; ii) consumo privado dinámico; iii) desaceleración del gasto del gobierno respecto del año anterior; iv) crédito bancario empresarial y al consumo en aumento; y v) impulso moderado de la demanda externa.

Gráfica 23

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

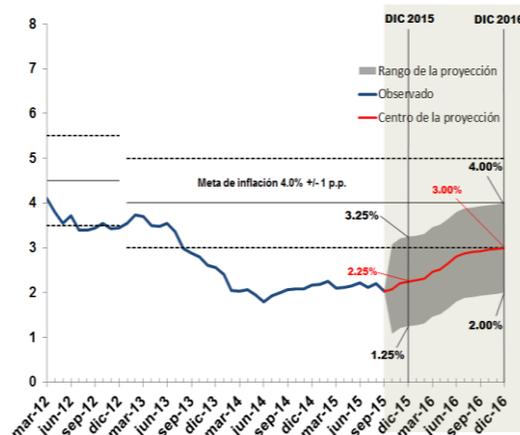


(1) Información observada a septiembre de 2015 y proyectada a diciembre 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 24

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

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

b) Pronósticos de mediano plazo

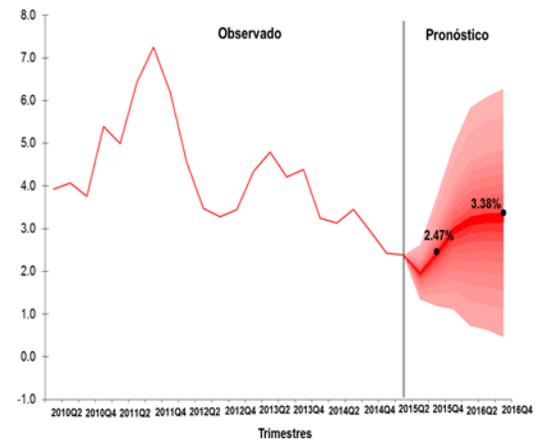
Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y del Modelo Macroeconómico Estructural (MME). Dichos modelos, en el escenario base, incorporan medidas futuras de política monetaria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

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

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos (con datos a agosto), anticipan una trayectoria de inflación con valores por debajo del valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría para finales de 2015 y de 2016 en 2.47% y en 3.38%, respectivamente. Como se indicó, dichos pronósticos son consistentes con una trayectoria proyectada para la tasa de interés líder de política monetaria congruente con mantener el nivel de inflación alrededor del valor central de la meta de inflación, lo cual ha permitido reducciones en la tasa de interés, situándola en 3.00% en septiembre, aunque podría incrementarse a 3.25% durante el tercer trimestre de 2016, en virtud de la tendencia inflacionaria que esperaría registrarse a partir del próximo año, particularmente de origen externo.

Gráfica 25

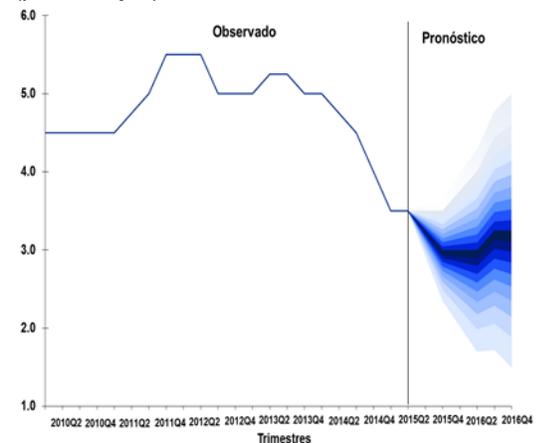
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)



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

Gráfica 26

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



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

c) Expectativas de inflación

En septiembre, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se ubicaron en un rango de entre 1.99% y 3.99% para diciembre de 2015 y entre 2.56% y 4.56% para diciembre de 2016. En ambos casos, los límites de las expectativas se ubican por debajo de los límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráficas 27 y 28). Dichas expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo la evolución del precio del petróleo y sus derivados, el desempeño de la política monetaria, la evolución de los precios internacionales de las materias primas, el desempeño de la política fiscal y la estacionalidad de los productos agrícolas, entre otros, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

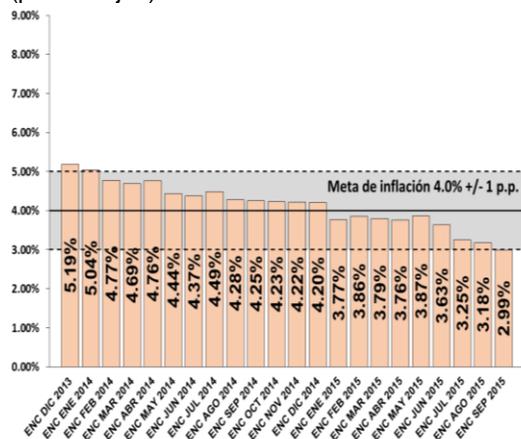
En el transcurso de 2015 los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento dinámico, homogéneo y congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo.

i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación, de un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo y de un componente aleatorio, que recoge eventos no esperados. Al 1 de octubre, la demanda de emisión monetaria, en términos generales, ha sido congruente con su tendencia de largo plazo y con su estacionalidad; sin embargo, a partir de la segunda semana de mayo el saldo de la emisión monetaria evidenció una expansión atípica resultado, principalmente, de la demanda adicional de efectivo que por motivo precaución adoptaron algunos agentes económicos, ante rumores acerca de un banco del sistema. Dicha situación ocasionó un aumento considerable en esta variable, al pasar de 10.2% a 21.5% entre el 7 y el 14 de mayo; dado su origen, en su momento se consideró que ese comportamiento no provocaría presiones

Gráfica 27

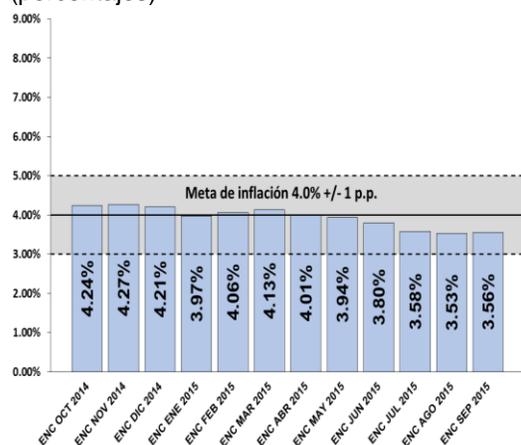
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2015 (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 28

Expectativas de Inflación para Diciembre de 2016 (1)
(porcentajes)



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

inflacionarias. Al analizar los componentes de la emisión monetaria, a octubre se observa que la caja de los bancos ha retornado a sus valores normales (es decir, a los valores previos al fenómeno descrito). El numerario en circulación⁹ se ha mantenido relativamente estable, aunque en niveles superiores a los registrados en el primer cuatrimestre del año, reflejando que el factor que generó la mayor preferencia por liquidez aún no ha desaparecido completamente; sin embargo, ha venido disminuyendo de manera gradual y progresiva.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 1 de octubre, registraron un crecimiento interanual de 10.4% (8.7% en diciembre de 2014), asociado al dinamismo de las captaciones bancarias, particularmente, en moneda nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 40.0%.

iii) Crédito bancario al sector privado

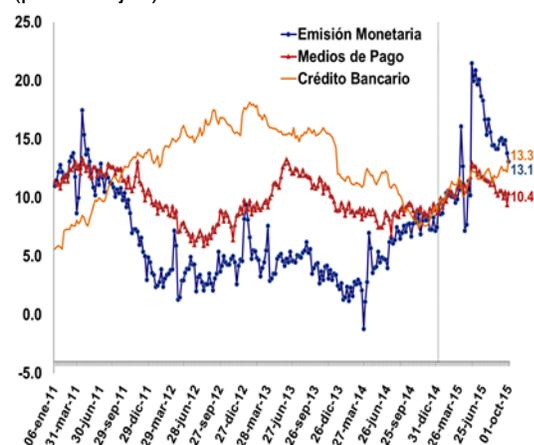
El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 1 de octubre, registró un crecimiento interanual de 13.3%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (22.3%) como en moneda nacional (8.6%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y por encima del crecimiento del PIB nominal.

El crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada, principalmente, al dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo. La referida aceleración en dicho crédito ha sido financiada, por una parte, con captaciones en moneda extranjera, las cuales, al 1 de octubre, registran una variación interanual de 6.4% y, por la otra, con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior. Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional, desde el segundo trimestre de 2015, ha mantenido una tendencia positiva en el ritmo de crecimiento, resultado del mayor dinamismo que a lo largo del presente año ha registrado el crédito destinado al consumo. Con dicho comportamiento, el crédito bancario continuó creciendo por arriba del crecimiento del PIB nominal (7.6%) y su peso relativo con relación al PIB también siguió aumentando.

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

Gráfica 29

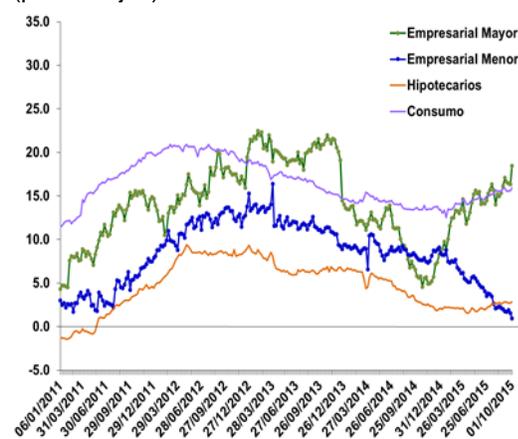
Emisión Monetaria, Medios de Pago y Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 30

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



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

El comportamiento de la cartera crediticia por tipo de deudor (gráfica 30), evidencia que el crédito empresarial mayor y al consumo (componentes que en conjunto representan alrededor de 83.0% de la cartera crediticia total) registran una tendencia al alza desde el último trimestre de 2014. Por su parte, el crédito hipotecario (que representa alrededor de 5.0%) evidencia un crecimiento moderado; mientras que el crédito empresarial menor continúa desacelerándose.

La variación interanual del crédito al sector privado, refleja que los mayores crecimientos se concentran en los sectores siguientes: Electricidad, gas y agua (62.4%), Consumo (15.0%), Industria manufacturera (12.9%) y Comercio (8.5%).

b) Tasas de interés

i) De corto plazo

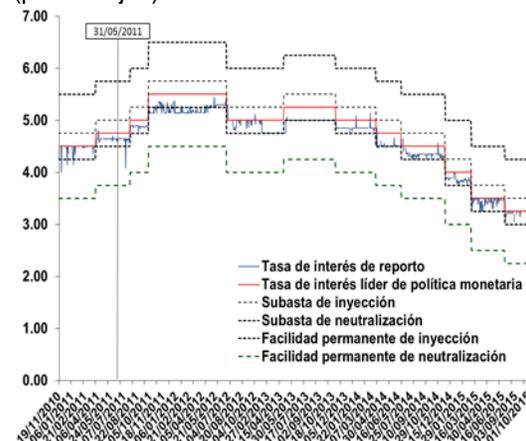
La tasa de interés de operaciones de reporte, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente se ha ubicado consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (7 puntos básicos en promedio), pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de las amplias condiciones de liquidez en el mercado de dinero. 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 31).

ii) De largo plazo

La tasa de interés representativa del largo plazo es la tasa de interés activa, en moneda nacional, del mercado bancario, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.50%, significativamente inferior a los niveles registrados en el lustro anterior (gráfica 32). Al 1 de octubre, la tasa de interés activa en moneda nacional se redujo 53 puntos respecto de diciembre de 2014, pasando de 13.64% a 13.11%, reflejo de la disminución en las tasas de interés para todos los destinos crediticios (consumo, microcrédito, hipotecario, empresarial menor y empresarial mayor; en su orden de reducción).

Gráfica 31

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

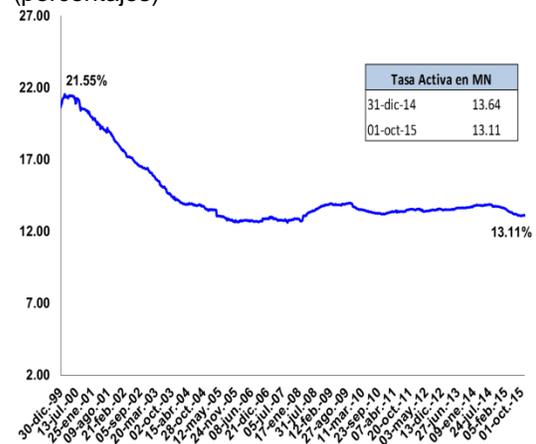


(1) Con información al 1 de octubre de 2015.

Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 32

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 1 de octubre de 2015.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

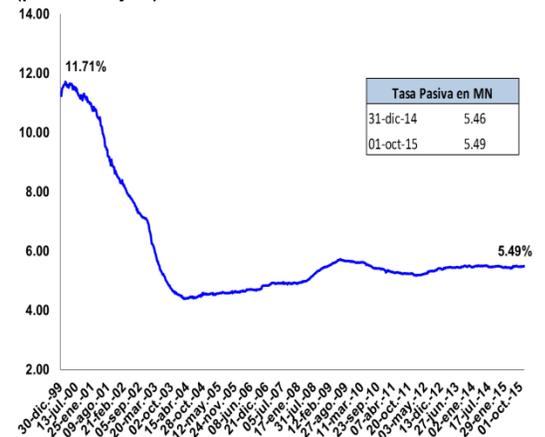
En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.49% (gráfica 33), tres puntos básicos por arriba de su valor en diciembre de 2014 (5.46%).

c) Tipo de cambio real de Equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2015, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2¹⁰ estiman una leve sobreapreciación de entre 1.83% y 3.79% (gráfica 36), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra un leve sobredepreciación de 1.08% (gráfica 37).

Gráfica 33

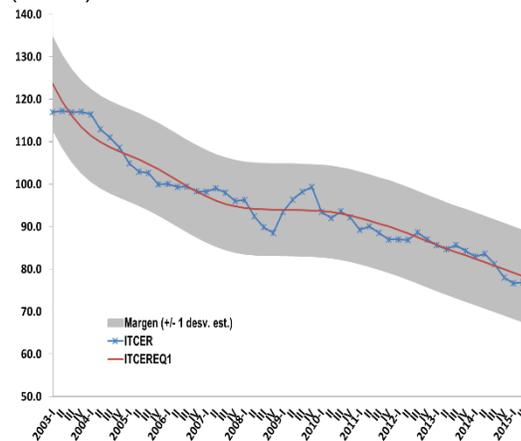
Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 34

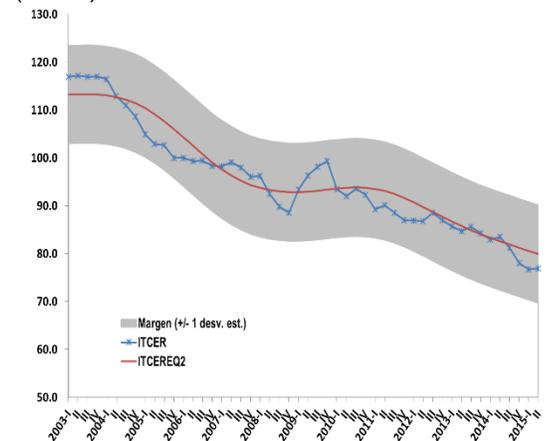
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(índice)



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

Gráfica 35

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

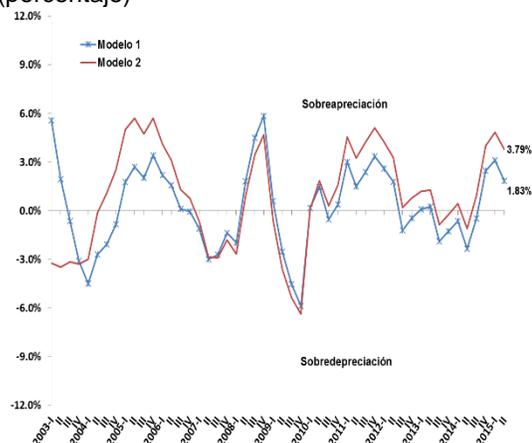


(1) Con información a junio de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

¹⁰ El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

Gráfica 36

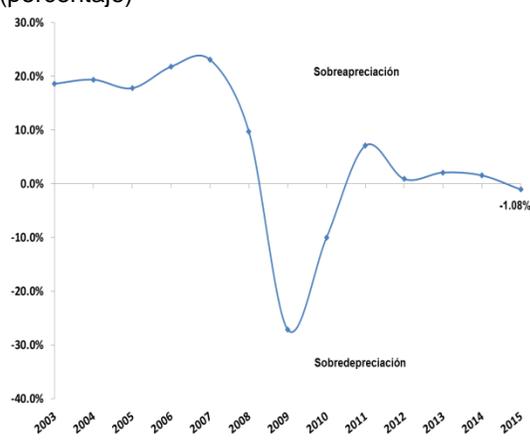
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(porcentaje)



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

Gráfica 37

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



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

D. FINANZAS PÚBLICAS

Al tercer trimestre, las finanzas públicas fueron afectadas por el continuo deterioro de los ingresos fiscales, lo que conllevó a una significativa contención del gasto público, obligando a las autoridades a priorizar la asignación de recursos que permitieran el cumplimiento de los compromisos ineludibles de gasto del Estado. Entre los principales factores que debilitaron la recaudación tributaria destacan: i) la caída en el valor de las importaciones como resultado de menores precios internacionales, principalmente, de combustibles y lubricantes; ii) la disminución en la recaudación del Impuesto Sobre la Renta (ISR), por la reducción de la tasa impositiva de 31% en 2013 a 25% en 2015; iii) la caída de las regalías petroleras, como consecuencia de la referida reducción del precio del petróleo; y iv) la crisis institucional de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), que ha dificultado la implementación de las medidas administrativas.

En el contexto anterior, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) estima cerrar el año con un crecimiento interanual de los ingresos y gastos totales de 2.4%, una carga tributaria de 10.3%, un gasto público equivalente al 12.7% del PIB y un déficit fiscal de 1.8% del PIB. Tanto la carga tributaria como el gasto público como porcentaje del PIB, alcanzarían los niveles más bajos de los últimos 17 años.

La situación anterior, aunada a la crisis política e institucional que ha vivido el país durante los últimos meses y que podrían retrasar la gestión del financiamiento externo con los organismos financieros internacionales, sugiere que mientras no se logre recuperar la recaudación tributaria, el mayor desafío para las autoridades fiscales será administrar eficientemente el gasto público, para que refleje calidad, ya que el esfuerzo para adaptarse a un contexto de menores ingresos ha evitado un desequilibrio fiscal, pues como se indicó, cerraría en un déficit por debajo del 2.0% del PIB.

1. Ingresos

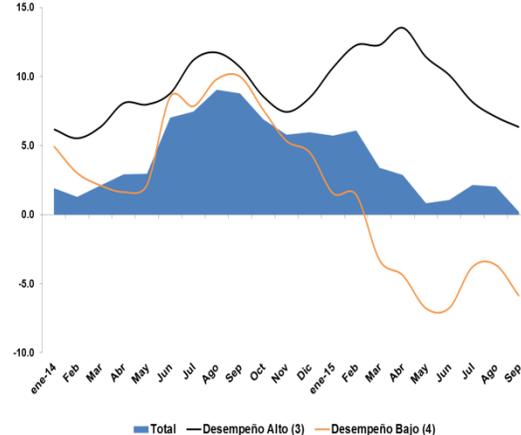
Al 30 de septiembre de 2015, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 1.3%, respecto al mismo período del año anterior, resultado del incremento de 1.5% que registraron los ingresos tributarios (94.3% de los ingresos totales) y de la disminución de 2.6% para el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos disminuyeron 1.5%, afectados por la baja de 4.2% en la recaudación del ISR, resultado de la migración de contribuyentes del régimen opcional simplificado (esquema progresivo con tasas marginales de 5% y 7% sobre ingresos) hacia el régimen sobre utilidades, derivado de la reducción gradual de la tasa impositiva de 31% en 2013 a 25% en 2015; como consecuencia, el Impuesto de Solidaridad (ISO) aumentó 9.8%. Por su parte, los impuestos indirectos aumentaron 3.2%, de los cuales el Impuesto al Valor Agregado (IVA) doméstico creció 6.9% y el impuesto sobre la distribución de petróleo 20.5%, ambos congruentes con el dinamismo del consumo privado; mientras que el IVA sobre importaciones disminuyó 3.8%, influenciado por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, de combustibles y lubricantes.

De acuerdo con el MFP, los ingresos tributarios al 30 de septiembre de 2015 alcanzaron un monto de Q37,238.0 millones, equivalente a 91.1% de la meta de recaudación para dicho período (Q40,858.6 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q3,620.6 millones (8.9%)¹¹.

¹¹ Entre los factores que han afectado el cumplimiento de la meta de recaudación se pueden mencionar: i) la resolución de la Corte de Constitucionalidad de suspender el impuesto a la telefonía; ii) la crisis institucional de la SAT que ha dificultado la implementación de las medidas administrativas; y iii) la caída en la recaudación del ISR, del IVA importaciones y de las regalías petroleras.

Gráfica 38

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



(1) Variación interanual, media móvil de tres meses.
(2) Cifras preliminares a septiembre de 2015.
(3) Desempeño alto: IVA doméstico, ISO y distribución de petróleo.
(4) Desempeño bajo: IVA importaciones, ISR y regalías petroleras.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

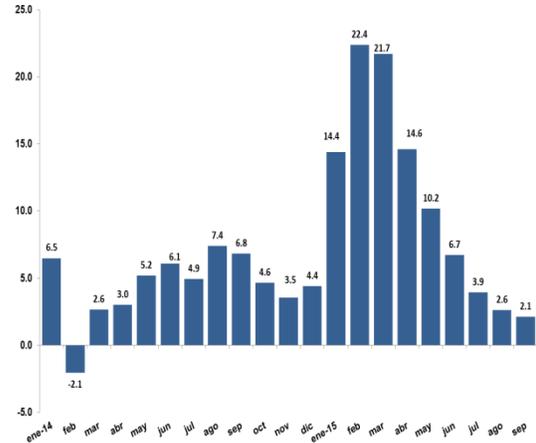
2. Gastos

Durante el primer trimestre del año, el gasto público evidenció un comportamiento dinámico, reflejo del aumento en la disponibilidad de caja del Gobierno Central, resultado de la pronta colocación de bonos del tesoro en el mercado local (Q7,021.7 millones) y de los desembolsos de préstamos de apoyo presupuestario provenientes de organismos financieros internacionales (Q3,520.6 millones). Sin embargo, el continuo debilitamiento de la recaudación tributaria, así como el agotamiento de los recursos provenientes del endeudamiento público durante los últimos meses (gráfica 40), obligó a adoptar medidas de contención del gasto público, mediante la limitación de la ejecución de gasto no prioritario y la aprobación mensual de una cuota financiera sobre la base de la liquidez del gobierno; así como de privilegiar aquellos gastos esenciales, como las nóminas salariales, el servicio de la deuda pública, aportes institucionales y el gasto social, asociado a los pactos salariales del gobierno. En ese contexto, al 30 de septiembre, el gasto público creció 2.1%, respecto a similar período del año anterior. En lo que respecta a la distribución del gasto, los de funcionamiento aumentaron 6.2%, mientras que los de capital disminuyeron 13.3%. El resultado en el gasto de funcionamiento se asocia, principalmente, al incremento en la nómina de algunos ministerios como el de Educación; al incremento en el pago de intereses de la deuda pública; al aporte ordinario y extraordinario al Tribunal Supremo Electoral; a los aportes a las entidades descentralizadas y autónomas; y a la priorización del gasto social (incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y seguridad interna). El gasto de capital refleja la caída de 49.4% en la inversión directa, principalmente, por la baja ejecución del gasto de infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 66.3%, levemente inferior al registrado en 2014 (66.6%), principalmente por la atención del Servicio de la Deuda Pública (83.7%). Entre las entidades que tuvieron mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (73.4%) y el Ministerio de Gobernación (65.3%); en tanto que las que registran menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Desarrollo Social (43.1%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (40.2%).

Gráfica 39

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



(1) Cifras preliminares a septiembre 2015.

(2) Variación interanual acumulada.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

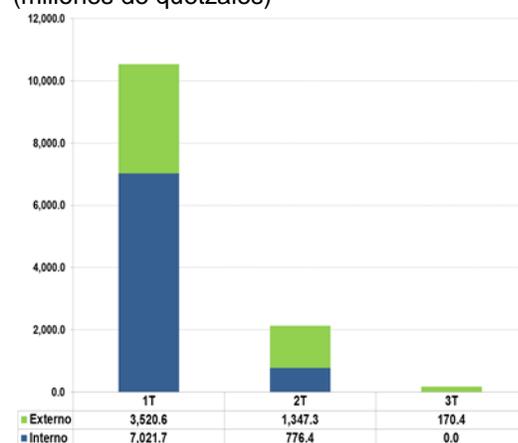
3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de septiembre, resultó en un déficit fiscal de Q5,263.6 millones (1.1% del PIB), superior al registrado en el mismo período del año anterior (Q4,838.2 millones equivalente a 1.1% del PIB), el cual deviene del modesto dinamismo en el gasto público (gráfica 39). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento interno neto fue positivo en Q3,668.5 millones, resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q7,798.1 millones¹², vencimientos por Q4,126.5 millones y amortización neta de primas de deuda interna por Q3.1 millones. En lo que respecta al financiamiento externo neto, este se ubicó en Q2,925.2 millones, derivado de desembolsos por Q5,038.3 millones y amortizaciones por Q2,113.1 millones. El resultado de las operaciones anteriores generó un aumento de caja del Gobierno Central por Q1,330.1 millones.

Al 30 de septiembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q61,294.9 millones (12.5% del PIB), el que si bien es mayor en Q3,671.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2014 (Q57,623.3 millones), es menor al 12.7% del PIB de 2014. El saldo de la deuda pública externa se situó en US\$7,403.5 millones, mayor en US\$364.2 millones respecto al 31 de diciembre de 2014, aunque como porcentaje del PIB también se redujo, pues pasó de 12.0% del PIB a diciembre de 2014 a 11.7% al 30 de septiembre de 2015.

Gráfica 40

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)
Año: 2015
(millones de quetzales)



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

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

Cuadro 5

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

Concepto	2014	2015	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	38,985.1	39,483.1	498.0	1.3
A. Ingresos (1+2)	38,876.6	39,420.0	543.4	1.4
1. Ingresos Corrientes	38,871.0	39,415.3	544.3	1.4
a. Tributarios	36,681.2	37,238.0	556.8	1.5
b. No Tributarios	2,189.8	2,177.3	-12.5	-0.6
2. Ingresos de Capital	5.6	4.7	-0.9	-16.1
B. Donaciones	108.5	63.1	-45.4	-41.8
II. Total de Gastos	43,823.3	44,746.7	923.4	2.1
A. De Funcionamiento	34,653.6	36,798.7	2,145.1	6.2
B. De Capital	9,169.7	7,948.0	-1,221.7	-13.3
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-4,838.2	-5,263.6	-425.4	8.8
IV. Financiamiento Total	4,838.2	5,263.6	425.4	8.8
A. Interno	6,152.2	3,668.5	-2,483.7	-40.4
B. Externo	-476.5	2,925.2	3,401.7	-713.9
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-837.5	-1,330.1	-492.6	58.8
Carga tributaria	8.1	7.6		
Superávit ó Déficit / PIB	-1.1	-1.1		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el segundo trimestre de 2015, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en la mayoría de las actividades económicas, destacando intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; comercio al por mayor y al por menor; industria manufacturera; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 83% de dicho resultado.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2014			2015	
		II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.7	4.9	2.5	3.7	4.7	3.1
Explotación de Minas y Canteras	0.6	57.3	72.5	27.1	26.7	-1.5
Industria Manufacturera	17.9	2.0	4.1	3.9	4.2	3.2
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	5.8	2.7	4.5	4.3	2.0
Construcción	2.8	4.5	5.3	4.3	3.8	3.5
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	3.6	4.0	4.4	5.4	5.6
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.5	3.4	2.8	3.9	3.7	3.4
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.1	8.6	5.7	14.4	13.2	13.5
Alquiler de Vivienda	10.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
Servicios Privados	16.0	3.4	2.5	3.8	4.7	3.3
Administración Pública y Defensa	8.0	4.5	4.4	1.9	4.9	1.0
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.4	4.8	4.4	5.0	3.5

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

El comportamiento observado en la Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se asoció, principalmente, al crecimiento de la actividad de bancos y sociedades financieras y a la recuperación observada en las actividades auxiliares de intermediación financiera, particularmente, las relacionadas con tarjetas de crédito, así como al dinamismo registrado en las actividades de seguros.

El resultado del comercio al por mayor y al por menor estuvo influenciado por el incremento del volumen de bienes comercializados en la economía durante el segundo trimestre, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan alimentos, bebidas y tabaco; enseres domésticos; vehículos automotores; repuestos y accesorios para vehículos; maquinaria y equipo; materias primas y/o productos intermedios; artículos de ferretería y combustibles y lubricantes.

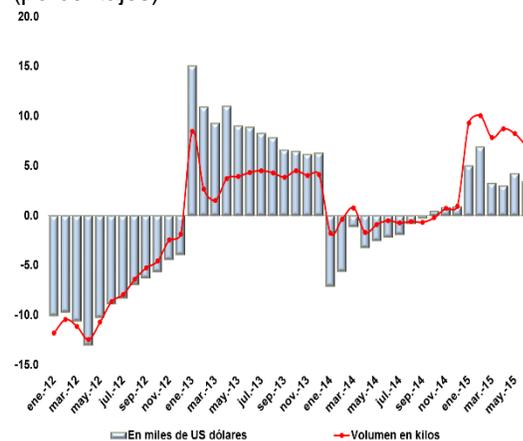
En el desempeño de la industria manufacturera incidió positivamente el incremento registrado en las actividades de alimentos, bebidas y tabaco; entre las cuales destaca la elaboración de azúcar, alimentos preparados para animales, productos lácteos, otros productos alimenticios, bebidas malteadas y de malta; matanza de aves y matanza de ganado porcino, como resultado de una mayor demanda interna y externa de dichos productos. Asimismo, las actividades dedicadas a la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, registraron aumentos como resultado de una mayor demanda externa de tejidos y prendas de vestir, principalmente por parte de Estados Unidos de América.

En la evolución positiva de los servicios privados, influyó el dinamismo de las actividades de hoteles y restaurantes, debido al incremento observado en la demanda y apertura de nuevos restaurantes. Por su parte, se evidenció un crecimiento en las actividades de mantenimiento y reparación de vehículos automotores, asociado al incremento en la demanda final e intermedia, como consecuencia del crecimiento del parque vehicular. Las otras actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, registraron un aumento en este trimestre, derivado de una mayor demanda de servicios informáticos, jurídicos y de contabilidad y publicidad, entre otros.

Finalmente, el crecimiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo asociado, principalmente, a un mayor volumen de producción de los cultivos tradicionales, en particular, el banano, como resultado de las condiciones climáticas favorables, lo cual se ve reflejado en el volumen exportado de este producto. En el caso de los cultivos no tradicionales, su comportamiento estuvo asociado al incremento de los cultivos de tubérculos, raíces, hortalizas y legumbres (ejote francés, repollo, arveja china) y por el cultivo de frutas (plátano y

Gráfica A1.1

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



(1) Incluye prendas de vestir y artículos de cuero.
(2) Variación interanual acumulada de las exportaciones de productos textiles en kilogramos y en US dólares.
(3) Con cifras a junio de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

papaya), como consecuencia de una mayor demanda en el mercado externo.

II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al segundo trimestre de 2015, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 5.5%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento del número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares, de los salarios medios y del crédito bancario al sector privado, principalmente, el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró una disminución de 1.9%, explicado, fundamentalmente, por la caída en la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central.

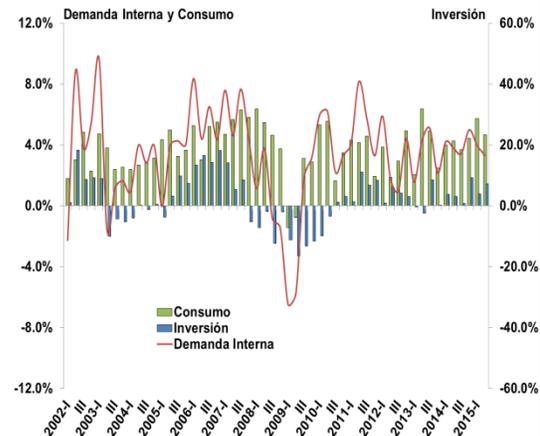
En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 7.2%, principalmente por la mayor inversión en construcción de edificaciones residenciales y no residenciales privadas y por el aumento, en términos de volumen, en las importaciones de bienes de capital, especialmente las destinadas a la agricultura, la industria, el transporte y las telecomunicaciones.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 3.5% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de café, banano, aceite vegetal, azúcar de caña sin refinar, tejidos de punto o ganchillo, productos farmacéuticos, productos básicos de hierro y acero, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 7.1%, derivado del incremento que registró el volumen de importación de bienes de consumo, de bienes de capital, de materias primas y productos intermedios, de combustibles y lubricantes y de materiales de construcción.

Gráfica A1.2

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



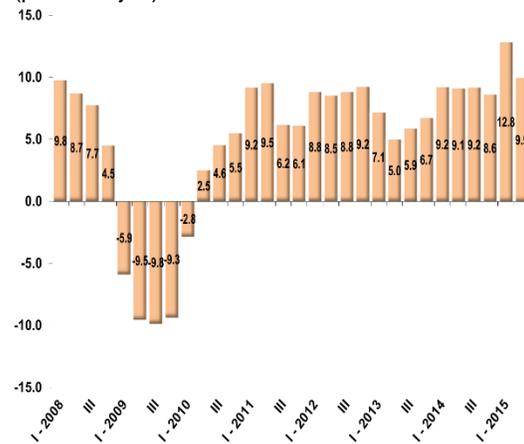
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a junio de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

Cuadro A1.2Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2)
(porcentajes)

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2014			2015	
		II	III	IV	I	II
Demanda Interna		3.8	3.4	5.0	4.0	3.3
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.6	4.2	3.4	4.2	5.4	5.5
Gasto de Gobierno Central	11.4	4.6	6.2	6.5	8.2	-1.9
Formación Bruta de Capital Fijo	14.5	3.1	0.7	9.2	4.0	7.2
Exportaciones de bienes y servicios	26.2	5.1	14.8	8.3	3.1	3.5
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.9	4.2	7.7	4.2	5.0	7.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.4	4.8	4.4	5.0	3.5

(1) Medido por el destino del gasto.

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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXO 2

EL CICLO ECONÓMICO EN GUATEMALA¹³

I. INTRODUCCIÓN

Los ciclos económicos son secuencias de expansiones y contracciones de la economía. Las primeras, caracterizadas por un mayor dinamismo y crecimiento y las segundas, por caídas en la producción y deterioro del entorno económico. El punto más alto de la expansión se conoce como cima y, a partir de ese punto, comienza la fase de contracción cuyo punto más bajo se conoce como valle y marca el inicio de la fase de expansión (Alfonso *et al*, 2013).

El análisis del ciclo económico permite caracterizar la coincidencia de los puntos de inflexión, la sincronía entre las actividades económicas y el Producto Interno Bruto (PIB), así como la duración de las recesiones y expansiones económicas. Por otra parte, permite determinar la existencia de regularidades en la precedencia en el comportamiento cíclico de la actividad económica y determinar las asimetrías cíclicas entre sectores de la economía. Estos elementos contribuyen a entender la naturaleza de los patrones cíclicos y a comprender de mejor forma la interacción entre las principales variables macroeconómicas.

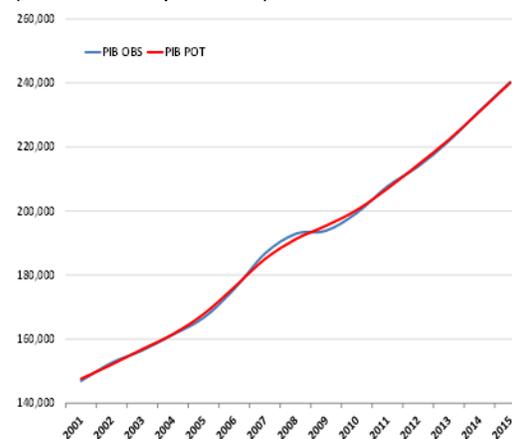
En este contexto, el objetivo de este apartado es analizar el componente cíclico de la actividad económica del país con base en las cifras trimestrales del PIB durante el período 2001-2015. Para el efecto, en la sección II se describe la metodología utilizada y, en la sección III, se identifican las principales características del ciclo económico de Guatemala. Finalmente, en la sección IV se presentan algunas conclusiones.

II. METODOLOGÍA

Las series trimestrales del PIB y de la brecha del producto son utilizadas para estimar la cronología del ciclo económico de Guatemala. Esta última es el resultado de un promedio de varias metodologías que incluye funciones de producción y filtros estadísticos, como el filtro *Hodrick-Prescott*, entre otros; y se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el potencial, como porcentaje del potencial.

Gráfica A2.1

PIB Observado (1) y Potencial
Período 2012-2015
(millones de quetzales)

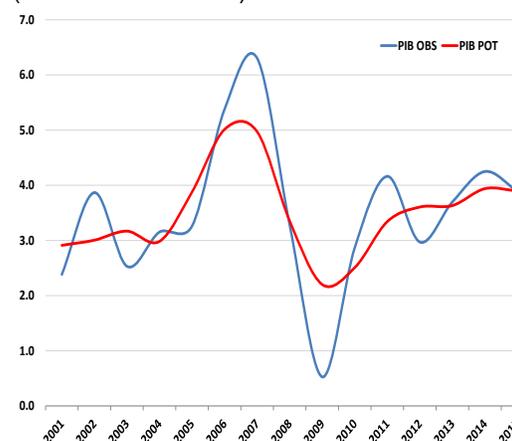


(1) Cifras preliminares para 2014 y cifras proyectadas para 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A2.2

PIB Observado (1) y Potencial
Período 2001-2015
(variación interanual)



(1) Cifras preliminares para 2014 y cifras proyectadas para 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

¹³ Fuente: Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Septiembre de 2015.

Con el objetivo de identificar el ciclo económico de Guatemala se utilizó el criterio propuesto por el *National Bureau of Economic Research* (NBER) de Estados Unidos de América, que define una contracción como el período entre una cima y un valle y una recuperación como aquel entre un valle y una cima. Durante la contracción, se evidencia una significativa caída de la actividad económica, la cual puede durar desde algunos meses hasta varios años. En esta fase existen períodos de moderación y desaceleración. De igual forma, durante una recuperación la actividad económica crece significativamente por varios meses o años. En esta fase existen períodos de aceleración y expansión. La fase denominada caída se da cuando la diferencia entre la serie del PIB observado y el potencial resulta en un signo negativo por dos o más trimestres consecutivos; sin embargo, vale aclarar que durante esta fase el término “caída” no significa necesariamente un crecimiento negativo del producto interno bruto; pues una economía puede estar creciendo a tasas positivas y aun así entrar en esta fase del ciclo, dado que el término se refiere a su comparación relativa con el PIB potencial. En contraste, los auges son el resultado de una diferencia positiva entre la serie observada del PIB y la tendencia por dos o más trimestres consecutivos.

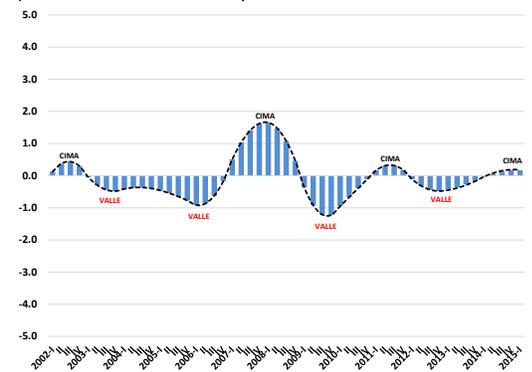
En términos generales, puede decirse que el ciclo completo de Guatemala dura, en promedio, 4 años y que es aproximadamente simétrico; es decir, la contracción y la recuperación duran 2 años, respectivamente, con una intensidad de 1.6%; y el auge y la caída duran 2 años, respectivamente, con una intensidad máxima promedio de 0.8%. Con base en estos resultados, puede inferirse que en el segundo trimestre de 2015 la actividad económica del país estaría comenzando su fase de moderación, la cual se extendería hasta principios de 2016, cuando iniciaría la fase de desaceleración; es decir un comportamiento por debajo de su nivel potencial. Ello es congruente con las proyecciones del PIB anual del Banco de Guatemala, lo que implicaría que las presiones inflacionarias, por el lado de la demanda, se mantendrían contenidas en lo que resta del presente año y durante 2016.

III. CARACTERIZACIÓN

La dinámica de los componentes de la demanda agregada, de las actividades económicas, de los agregados monetarios, así

Gráfica A2.3

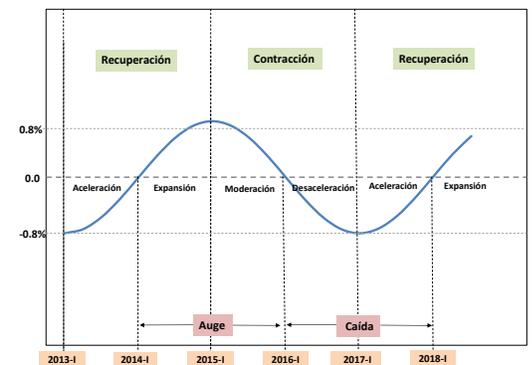
Brecha del Producto
2001-2015
(variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A2.4

Fases del Ciclo Económico
(como porcentaje del PIB potencial)



Fuente: Banco de Guatemala.

como de algunos indicadores laborales, pueden ayudar a comprender de mejor forma las oscilaciones de la actividad económica alrededor de su tendencia durante el período 2001-2015.

En este contexto, a continuación se describen los principales hallazgos respecto de los movimientos similares (grado de correlación) que se encontró entre el ciclo económico y dichas variables.

El consumo total está correlacionado positivamente con el ciclo de la actividad económica; es decir, sus movimientos ocurren en la misma dirección (procíclico). Cabe indicar, que en el caso del consumo privado, la correlación es más alta durante la fase de recuperación que durante la fase de contracción y que el consumo del gobierno resulta ser anticíclico, una característica que, por lo general, es usual en esta variable.

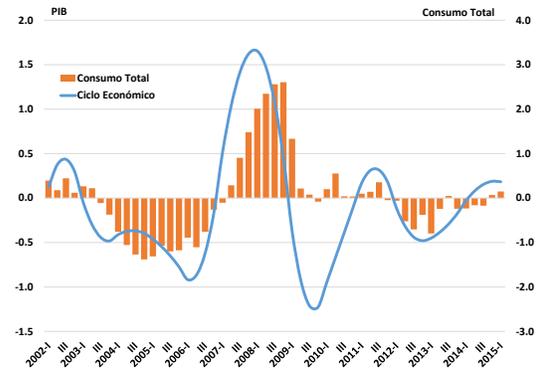
En línea con el consumo de gobierno, el impulso fiscal, que puede aproximarse como el cambio porcentual del déficit fiscal, también resulta ser anticíclico en la mayoría de trimestres de la muestra. Por su parte, los ingresos tributarios, en particular, aquellos que provienen de la recaudación del impuesto al valor agregado, son procíclicos y, en general, suelen anticipar el desempeño de la actividad económica entre 1 y 3 trimestres.

Por su parte, el análisis de las fluctuaciones de los componentes del PIB por el lado de la demanda muestra que, en la fase recesiva, la disminución en la inversión es significativamente superior a la de los demás componentes. Además, la inversión presenta un claro comportamiento asimétrico, ya que cae más intensamente en la fase recesiva del ciclo, que lo que aumenta en la fase de aceleración. Cabe señalar que de acuerdo con las desviaciones estándar de cada uno de los componentes del PIB por el lado del gasto, la inversión total resulta ser el componente más volátil y el consumo total el de menor volatilidad.

Las exportaciones son procíclicas; no obstante, las mismas dependen principalmente de la actividad económica de Estados Unidos de América; en tanto que la evolución de las importaciones se determina, fundamentalmente, por el nivel de actividad económica y la competitividad de los bienes comercializados internamente, además de un comportamiento inercial relevante, lo que sería indicativo de la prociclicidad de las importaciones.

Gráfica A2.5

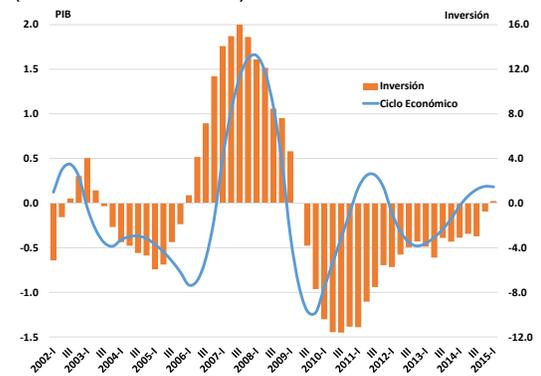
Brechas: Actividad Económica y Consumo Total
Período 2001-2015
(variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A2.6

Brechas: Actividad Económica e Inversión
2001-2015
(variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala.

Por el lado de la oferta, destaca el comportamiento del empleo formal, ya que este tiende a subir (bajar) durante las recuperaciones (contracciones) menos que proporcionalmente que lo hace el producto. La contracción de la inversión tiene efectos de corto plazo en el empleo formal e influye también en la trayectoria del ciclo económico, pues implica un menor crecimiento del acervo de capital, que merma la capacidad de la economía de generar empleos.

El comportamiento de los salarios reales a lo largo del ciclo económico es, en términos generales, flexible. La coexistencia de un mercado laboral con rigideces (sector público) y uno con salarios flexibles (sector privado) hace que los choques a la oferta de trabajo reduzcan la prociclicidad de los salarios.

Las actividades económicas que muestran mayor correlación con el ciclo económico son: agricultura, industria manufacturera, comercio al por mayor y al por menor y la construcción. Estas actividades tienden a bajar más intensamente en la fase de desaceleración del ciclo, respecto de lo que aumentan en la fase de recuperación.

Dentro de los agregados monetarios, destaca la correlación que tiene el ciclo económico con el crédito bancario al sector privado. El hecho de que la actividad económica es apoyada por las expansiones crediticias, ayuda a explicar las diferentes fases del ciclo económico en el país. La recuperación económica inicia por un aumento de la inversión que incentiva la demanda interna y con ello al ingreso y al consumo. Posteriormente, el auge inducido por la inversión se transforma en crecimiento económico, apoyado por la expansión del consumo asociada al aumento del crédito.

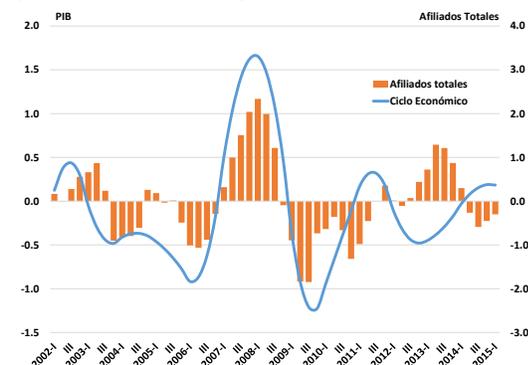
IV. CONCLUSIONES

La apropiada identificación y caracterización de las fases del ciclo económico de Guatemala, permite fortalecer el análisis que realizan los encargados de formular e implementar las políticas monetaria y fiscal del país. En este contexto, esta primera aproximación ofrece resultados, no sólo acerca de la duración y magnitud de las fases del ciclo económico, sino también el grado de correlación que existe entre las principales variables macroeconómicas y la brecha del producto.

Con base en estos resultados, puede inferirse que en el segundo trimestre de 2015 la actividad económica del país estaría comenzando su fase de moderación, la cual se extendería hasta

Gráfica A2.7

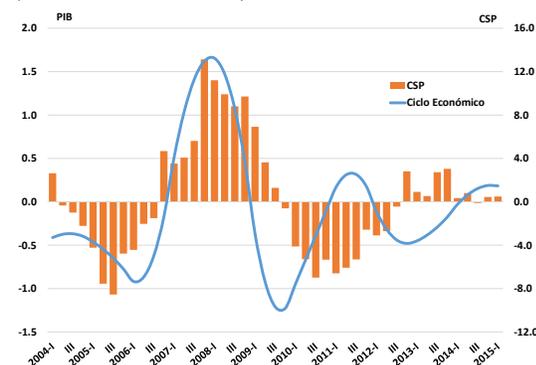
Brechas: Actividad Económica y Empleo Formal
Período 2001-2015
(variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Guatemalteco de Seguridad Social.

Gráfica A2.8

Brechas: Actividad Económica y Crédito Bancario al Sector Privado
2001-2015
(variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala.

principios de 2016, cuando iniciaría la fase de desaceleración con crecimientos del PIB observado positivos, pero que se ubicarían levemente por debajo de su valor potencial, ello ayudaría a mantener contenidas las presiones inflacionarias provenientes de la demanda interna.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Alfonso, L, Arias, G y Pulido, J. (2013): "Ciclos de negocios en Colombia: 1975-2011". Lecturas de Economía, No.78, Universidad de Antioquia.
2. Arslanalp, Serkan; y Botman, Dennis (2015): "Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing". Working Paper 15/186. International Monetary Fund.
3. Ávila, Juliana y Pinzón, Álvaro (2015): "¿Están sincronizados los ciclos económicos en América Latina?" Borradores de Economía. No.864. Banco de la República de Colombia.
4. Balakrishnan, Ravi; Dao, Mai; Solé, Juan; y Zook, Jeremy (2015): "Trabajadores perdidos". Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre.
5. Druck, Pablo; Magud, Nicolas; y Mariscal, Rodrigo (2015): "Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth". Working Paper 15/179. International Monetary Fund. July.
6. Furceri, Davide; Loungani, Prakash; Simon, John; y Wachter, Susan (2015): "Global Food Prices and Domestic Inflation: Some Cross-Country Evidence". Working Paper 15/133. International Monetary Fund.
7. International Monetary Fund (2015): "Euro Area". Article IV Consultation. Concluding Statement of the IMF Mission. June.
8. International Monetary Fund (2015): "People's Republic of China". Article IV Consultation. August.
9. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices". October.
10. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook, Update: Slower Growth in Emerging Markets, a Gradual Pickup in Advanced Economies". July.
11. World Bank (2015): "How important are China and India in global commodity consumption". Commodity Markets Outlook.