



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DEL PRESIDENTE DEL
BANCO DE GUATEMALA ANTE EL
HONORABLE CONGRESO DE LA
REPÚBLICA**

ENERO DE 2016

ÍNDICE¹
INFORME DEL PRESIDENTE DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO
DE LA REPÚBLICA

PRIMERA PARTE
RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2015

I.	INTRODUCCIÓN.....	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
	A. PANORAMA GENERAL	1
	B. ENTORNO EXTERNO	1
	C. ENTORNO INTERNO.....	4
III.	PANORAMA ECONÓMICO.....	6
	A. MUNDIAL.....	6
	1. Actividad económica	6
	2. Mercados financieros internacionales.....	13
	3. Precios internacionales de algunas materias primas.....	16
	4. Inflación y política monetaria.....	20
	B. INTERNO.....	22
	1. La actividad económica.....	22
	2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria.....	23
	3. Variables del sector externo.....	31
	4. Finanzas públicas	32
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2015.....	34
	1. Tasa de interés líder de política monetaria	34
	2. Operaciones de estabilización monetaria	35
	3. Tipo de cambio nominal	35

SEGUNDA PARTE
POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I.	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2016.....	36
	A. DEL ENTORNO EXTERNO	36
	1. Crecimiento económico.....	36
	2. Inflación mundial	37
	B. DEL ENTORNO INTERNO.....	39

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 19 de enero de 2016.

1. Balanza de pagos	39
2. Actividad económica.....	41
3. Sector fiscal	44
4. Sector monetario	47
II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	50

ANEXOS

ANEXO 1	53
ANEXO 2	61
ANEXO 3	64
ANEXO 4	65
ANEXO 5	66
ANEXO 6	67
ANEXO 7	68

PRIMERA PARTE

RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2015

I. INTRODUCCIÓN

Para dar cumplimiento al mandato legal dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, el Presidente en Funciones del Banco de Guatemala, en esta ocasión se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente. Se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso de la República que el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de este objetivo.

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

A. PANORAMA GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011 y sus modificaciones contenidas en las resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014 y JM-120-2015, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, la cual tiene una vigencia indefinida y establece, entre otros aspectos, una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

B. ENTORNO EXTERNO

La economía mundial continuó con su proceso de recuperación, aunque de una manera moderada y heterogénea.

En las economías avanzadas el ritmo de recuperación se mantuvo moderado, por debajo de lo esperado a inicios de 2015, debido, en parte, a la débil demanda externa y a la desaceleración de la demanda interna, particularmente por el bajo crecimiento de la inversión. El crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo ha venido desacelerándose desde hace cinco años y, aunque continúan siendo el principal motor del crecimiento mundial, siguen privando los riesgos a la baja.

De conformidad con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la actividad económica mundial mejorará su crecimiento de 3.1% en 2015 a 3.4% en 2016, debido al proceso de recuperación de las economías avanzadas que inició en 2013 y que se estaría consolidando en 2015 y en 2016, al registrar crecimientos de 1.9% y de 2.1%, respectivamente,

impulsado por el desempeño de Estados Unidos de América. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo aumentarían su crecimiento de 4.0% en 2015 a 4.3% en 2016. Si bien el crecimiento en algunas de estas economías permanecería débil o con tasas negativas en 2016, debido, principalmente, a la disminución en los precios de las materias primas, a la depreciación de sus monedas y al aumento de la volatilidad en los mercados financieros, los resultados serían mejores a los de 2015 y estarían compensando, en parte, la desaceleración esperada para la República Popular China. Ese mejor desempeño también se espera para economías que enfrentaron importantes dificultades, como Brasil y otros países de América Latina, Rusia y algunos de Oriente Medio.

Con relación a las economías avanzadas, en Estados Unidos de América, luego de un resultado desfavorable en el primer trimestre de 2015, en el segundo y tercer trimestres la actividad económica registró una mejora significativa. El crecimiento económico ha sido apoyado por los bajos precios de la energía, un menor ritmo de consolidación fiscal, la mayor fortaleza patrimonial de los bancos, las empresas y los hogares, las mejoras en el mercado de vivienda y una mayor demanda interna, respaldada por un mercado laboral robusto que ha compensado la debilidad de la demanda externa; ello, en un entorno en donde la tasa de desempleo continuó reduciéndose de una manera gradual y progresiva, ubicándose en 5.0% a diciembre, cerca del nivel de pleno empleo. De esa cuenta, se estima que esta economía registre un crecimiento de 2.5% tanto en 2015 como en 2016. Cabe indicar que en diciembre la Reserva Federal (FED) inició el proceso de normalización de su política monetaria ante las mejores perspectivas en la actividad económica, el mercado laboral y la inflación, en congruencia con su objetivo dual de máximo empleo y estabilidad de precios.

Luego de salir de la recesión, la Zona del Euro ha registrado más de cinco trimestres consecutivos de crecimiento, aunque moderado, respaldado por la política monetaria aún más acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE), luego de la extensión de su programa de compra de activos hasta marzo de 2017, la depreciación del euro respecto del dólar estadounidense y los bajos precios de la energía. En 2015, la región continuó con una recuperación gradual, aunque con resultados mixtos, debido a que el crecimiento fue más fuerte de lo esperado en Italia,

Irlanda y España y menor al previsto en Alemania. En el caso de Grecia, si bien la agudización de la situación generó un contagio, aunque limitado y de corta duración principalmente en algunos países de la periferia, los riesgos han disminuido debido a la negociación de un nuevo programa de rescate. No obstante, la región aún enfrenta algunos retos, como la volatilidad en los mercados financieros, asociada a que las políticas monetarias en los principales países avanzados han sido disímiles; así como la menor perspectiva de crecimiento a mediano plazo, en adición a la posible intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en el área de influencia de Rusia, que afectan las relaciones tanto comerciales como financieras en Europa. Por otra parte, el efecto de los atentados terroristas ocurridos en París en noviembre, según algunos expertos, tendría un impacto limitado en el corto plazo; no obstante, sugieren mantener el seguimiento a los acontecimientos que podrían derivarse, no solo por los efectos que dicho evento podrían tener sobre la economía de Francia, sino también en la actividad económica de la región. En ese contexto, se espera un crecimiento de 1.5% en 2015 y de 1.7% en 2016, debido a la mejora esperada en la actividad económica de Alemania, Francia, Italia y, especialmente, España.

En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose moderadamente, aunque el nivel de las exportaciones y de la producción ha sido afectado por la desaceleración de las economías emergentes, especialmente de la República Popular China, su principal socio comercial. Luego del estancamiento de 2014 (0.0%), se considera que el crecimiento de la economía sería gradual, al pasar de 0.6% en 2015 a 1.1% en 2016, apoyado por un mayor ingreso real y por el incremento en los precios de las acciones, derivado de que el Banco Central de Japón implementó la segunda fase de su programa de facilidad cuantitativa y cualitativa (QQE2); además, por los bajos precios del petróleo y otras materias primas. Sin embargo, la contracción de la actividad económica registrada en el segundo trimestre de 2015 y el leve crecimiento en el tercer trimestre de ese año, ha puesto en tela de juicio la efectividad de las denominadas políticas Abenómicas, que incluyen la referida expansión monetaria.

El crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se ubicaría en 4.0% en 2015, superior al crecimiento de las economías avanzadas (1.9%), pero inferior al registrado en 2014 (4.6%); mientras que en 2016 se proyecta una mejora en el crecimiento al ubicarse en 4.3%. Según el FMI, dicha moderación en 2015 se asocia a factores coyunturales y estructurales, que incluyen una

corrección luego de años de un excepcional y rápido crecimiento económico.

En la República Popular China, en 2015 las autoridades se enfocaron en continuar la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible a efecto de evitar un aterrizaje forzoso y avanzar en reformas estructurales hacia el nuevo modelo enfocado en el consumo. El reequilibrio derivado de dicho modelo implica efectos negativos que podrían afectar no solo a las economías de mercados emergentes con vínculos con la República Popular China, sino también a varias economías avanzadas, lo que podría incidir en el debilitamiento del comercio mundial, con un mayor impacto en los precios de las materias primas y una reversión en la confianza de los empresarios y consumidores. La desaceleración de la inversión en vivienda, desde principios de 2010, ha implicado una importante caída en la demanda de acero y otros materiales de construcción, disminuyendo el crecimiento de la industria en su totalidad en los últimos cinco años, constituyéndose el sector servicios en el principal compensador para el crecimiento económico en años recientes. En cuanto al mercado accionario, las autoridades han tomado diversas medidas para estabilizar los mercados, como bajar las tasas de interés y los encajes a los depósitos, propiciando una postura monetaria más acomodaticia, en adición a la depreciación de su moneda. Se prevé que el crecimiento económico de la República Popular China se sitúe en 6.9% en 2015 y en 6.4% en 2016.

En América Latina, el crecimiento continuó desacelerándose en el último año, evidenciando debilidad tanto en la inversión como en el consumo, particularmente por la fuerte recesión en Brasil. Por otra parte, la disminución de precios de las materias primas, en conjunto con una menor demanda externa, mayores niveles de inflación y, en algunos casos, altos déficits fiscales y de cuenta corriente, han deteriorado las expectativas para la región en un contexto en que las políticas monetarias y fiscales tienen poco espacio de maniobra. En ese sentido, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja tanto para 2015 como para 2016 (-0.3% en ambos años). En Brasil se registraría una contracción de 3.8% en 2015, en medio de un complejo escenario económico y político, así como el deterioro de su mercado laboral. Los datos preliminares apuntan a un entorno económico adverso, sumado a una inflación que permanece elevada, por lo que, aunque la actividad económica se recuperaría levemente en 2016 (-3.5%), esta seguiría en recesión. En México, la actividad económica continúa creciendo moderadamente, debido al menor dinamismo del valor de las exportaciones, resultado de la caída de los precios de las materias primas, principalmente el petróleo; y la desaceleración en los niveles de

producción industrial. El crecimiento económico esperado es de 2.5% para 2015 y 2.7% para 2016, congruente con el crecimiento previsto para la economía estadounidense. En Chile, la actividad económica continúa ajustándose a un deterioro del entorno externo, asociado a los menores precios de los metales y a que la demanda interna se ha mantenido débil, a pesar del impulso proveniente del apoyo fiscal. Bajo esa consideración, se proyecta un crecimiento de 2.3% en 2015 y de 2.5% en 2016. En el caso de Perú y Colombia, se estiman crecimientos de 2.4% y 3.3% y de 2.5% y 2.8% en 2015 y en 2016, respectivamente.

En Centroamérica, a diferencia de la mayoría de países de América Latina, las perspectivas continúan siendo favorables, debido al sólido desempeño económico de Estados Unidos de América, la persistencia de los bajos precios del petróleo y sus derivados, el crecimiento de los flujos de divisas por remesas familiares y el impacto limitado que la volatilidad financiera internacional ha tenido sobre los tipos de cambio nominales en la región. El crecimiento se elevaría de 3.3% en 2015 a 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. La coyuntura en Centroamérica se ha visto fortalecida por 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.

En 2015, los mercados financieros internacionales mostraron episodios de alta volatilidad, debido, entre otros factores, a la incertidumbre derivada de expectativas de moderación en la actividad económica mundial; la divergencia de las políticas monetarias en los países avanzados; la caída en el precio internacional del petróleo; el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América; la reducción en los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo; y presiones cambiarias. Además, las prolongadas negociaciones de deuda entre Grecia y sus acreedores provocaron aumentos temporales de volatilidad, así como las tensiones registradas en el mercado accionario chino. Por otra parte, las condiciones financieras se endurecieron para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, ante las expectativas de aumento de la tasa de interés objetivo de fondos federales en Estados Unidos de América, lo que, como se indicó, se materializó en diciembre. De esa cuenta, en algunas de estas economías 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. Por su parte, en las economías avanzadas la estabilidad financiera se ha fortalecido, reflejo de que la recuperación económica ha reafirmado la confianza en las políticas monetarias y los riesgos de deflación se han reducido, particularmente en la Zona del Euro.

Los precios internacionales de las materias primas, principalmente maíz amarillo y trigo, mostraron una tendencia a la baja, comportamiento que cambió a partir de la segunda quincena de junio de 2015, cuando se registraron importantes alzas, asociadas a expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos, estabilizándose en la segunda parte del año, aunque en niveles superiores a los que privaban a inicios del referido mes. Sin embargo, los factores climáticos continúan siendo un importante factor de riesgo que podría elevar el precio internacional de dichos granos. En el caso del precio internacional de petróleo, este continuó siendo influenciado por una oferta mundial mayor a la esperada proveniente de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Estados Unidos de América y Rusia, así como por el debilitamiento en la demanda global (especialmente de la República Popular China). Según el FMI, la mayor oferta, incluida la de Norteamérica, y el debilitamiento de la actividad mundial, probablemente sean los principales factores que han impulsado el precio del petróleo a la baja desde mediados de 2014. Luego de la importante reducción en el precio del crudo que se observó entre julio y diciembre de 2014, este registró un incremento durante el primer semestre de 2015, asociado a las expectativas de una reducción en la oferta en combinación con una mejora en la demanda. Sin embargo, dichas expectativas no se materializaron y la referida tendencia se revirtió, resultado de nuevas previsiones sobre el nivel de oferta más altas y que se registraría un deterioro en la demanda mundial por la desaceleración de las economías emergentes, principalmente de la República Popular China. A noviembre de 2015, el balance entre la oferta y la demanda mundial de petróleo es superavitario, situación que anticiparía que el precio internacional podría permanecer en niveles bajos. Sin embargo, una posible intensificación de los conflictos geopolíticos continúa latente (un ejemplo reciente es la suspensión de relaciones diplomáticas entre Arabia Saudita e Irán), lo que, eventualmente, podría interrumpir la producción en el Medio Oriente, presionando el precio internacional al alza.

En lo relativo a la inflación mundial, durante 2015 mostró una tendencia a la baja en la mayoría de

regiones, debido, fundamentalmente, a la significativa reducción en el precio del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas importantes. En algunas economías, la desaceleración de la inflación también se explicó por la debilidad de la demanda interna y en varios casos, por la apreciación de sus monedas. En las economías avanzadas la inflación se ubicó en niveles por debajo de 2.0%, en particular, en Estados Unidos de América, Zona del Euro y Japón; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo los resultados fueron mixtos, debido a los menores precios de los energéticos, los altos niveles de capacidad ociosa y de ahorro interno, en un entorno de débiles demandas internas y externas. En América Latina, la inflación en las principales economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) se ubicó por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de México. Por su parte, en Centroamérica y República Dominicana, la inflación continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada a la reducción en el precio de los combustibles, razón por la que en la mayoría de estos países (exceptuando a Guatemala) la inflación se situó por debajo de límite inferior de la meta establecida por sus bancos centrales. De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.6% en 2015 y 3.5% en 2016. En las economías avanzadas sería de 0.8% y 1.4% para 2015 y para 2016, mientras que para las economías de mercados emergentes y países en desarrollo se situaría en 5.7% y en 5.0%, en su orden.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, durante 2015 la mayoría de economías avanzadas no presentaron cambios respecto del año anterior y continúan ubicándose en niveles históricamente bajos. No obstante, en Estados Unidos de América, en el marco del proceso de normalización de su política monetaria, la FED inició en diciembre pasado el ciclo de aumentos graduales de la tasa de fondos federales, en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y estabilidad de precios. En efecto, luego de la reunión del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2015, la FED decidió elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales a 0.25%-0.50%. Por su parte, algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo decidieron reducir el nivel en sus tasas de interés de política monetaria, especialmente, la República Popular China; mientras que otros países como Brasil, Colombia y Chile la aumentaron. En Centroamérica, se registraron reducciones de las tasas de política en Guatemala, Costa Rica y República Dominicana.

C. ENTORNO INTERNO

Las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables. El PIB real en 2015 crecería 4.1%, por encima del PIB potencial (3.5%). Dicho resultado se explica, fundamentalmente, por el mayor dinamismo de la demanda interna, que crecería 5.0% (4.1% en 2014), derivado, principalmente, de la evolución del consumo privado, cuyo crecimiento sería de 5.1%. Por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas.

A noviembre de 2015, el valor FOB de las exportaciones de bienes se incrementó 0.6% respecto a similar período de 2014, resultado de un aumento importante en el volumen (11.4%), que contrarrestó la disminución en el precio medio de exportación (9.6%). Entre los principales productos exportados destacaron, en su orden, el banano, el hierro y acero, artículos de vestuario y los productos farmacéuticos. En lo que respecta a las importaciones, el valor CIF disminuyó 3.1%, ante la reducción de 15.5% en el precio medio, principalmente, por la considerable reducción en el valor importado de combustibles y lubricantes, asociado a la caída en el precio medio, compensado, parcialmente, por el incremento en el volumen de bienes importados de 14.7%. Entre los rubros que registraron una mayor demanda, destacan los bienes de consumo, bienes de capital y materiales de construcción. Dada la significativa caída en el precio internacional del crudo, a noviembre de 2015 se generó un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes (alrededor de US\$919.8 millones).

A diciembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó US\$6,285.0 millones, monto superior en US\$740.9 millones (13.4%) respecto a igual período de 2014, principalmente, por la mejora en el mercado laboral de Estados Unidos de América.

El resultado de la balanza comercial y de las remesas familiares, anticipa que el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos podría situarse en alrededor de 0.5% del PIB en 2015 (2.1% en 2014).

El tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, mantuvo un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando al 31 de diciembre de 2015 un nivel de Q7.63237 por US\$1.00 que representa una ligera depreciación, respecto del año anterior, de 0.47%. El tipo de cambio del dólar, a lo largo de 2015 se vio influenciado por una menor demanda de divisas para importaciones respecto del año anterior y por una mayor oferta de dólares, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) a diciembre de 2015 se situó en 3.07%, dentro de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), evidenciando la tendencia a la desaceleración que inició en noviembre de 2014, resultado que estuvo relacionado, en buena medida, al efecto del choque de oferta externo relativo a los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados, lo cual compensó, en parte, el aumento de la inflación de alimentos. La inflación subyacente, se ubicó en 1.67%, moderando la leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014. Los pronósticos de inflación total apuntan a que esta se ubicaría dentro de la meta de inflación en 2016. Por su parte, las expectativas de inflación de los agentes económicos continúan moderadas para 2016, lo que es indicativo de un anclaje más eficiente de las mismas a la meta de inflación.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo, estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario, continuaron estables.

Los principales agregados monetarios y de crédito, evidenciaron durante 2015 un comportamiento dinámico, superior al previsto a finales de 2014. En efecto, aunque la demanda de emisión monetaria mantuvo congruencia con el comportamiento de sus fundamentos macroeconómicos y con su estacionalidad, a partir de la segunda semana de mayo comenzó a expandirse (con una variación interanual de 21.5%), resultado, principalmente, de una demanda adicional de efectivo, por motivo precaución por parte de los agentes económicos, debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema. Al finalizar 2015, la emisión monetaria creció 14.2% y los medios de pago totales 9.4%. El crédito bancario al sector privado aumentó 12.8%, asociado a un incremento en la demanda, dado el dinamismo de la actividad económica. Es importante indicar que el crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada, principalmente, al aumento observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo, aunque con alguna desaceleración en los dos últimos meses de 2015. La expansión del crédito en moneda extranjera durante 2015 fue financiada con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior y, en menor medida, con captaciones en moneda extranjera.

Conforme el calendario previsto para 2015, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de

política monetaria. En febrero, la Junta Monetaria decidió reducir la referida tasa de interés a 3.50%, permaneciendo en ese nivel en marzo, abril y mayo. Posteriormente, la Junta Monetaria dispuso en junio disminuir el nivel a 3.25%, manteniéndolo en la decisión de agosto; mientras que en septiembre lo redujo a 3.00%, el cual se mantuvo en su reunión de noviembre. En todas las decisiones se tomó en cuenta el balance de riesgos de inflación.

Al 31 de diciembre, las operaciones de estabilización monetaria (OEM) registraron una disminución de Q17.2 millones. De ese monto, el 75.3% corresponde al sector privado y el 24.7% a entidades públicas. El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual al del año previo.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, según cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas a diciembre de 2015, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 1.0% respecto del mismo periodo del año anterior, mientras que los gastos totales disminuyeron 1.5%, como resultado, el déficit fiscal se ubicó en Q7,158.8 millones (1.5% del PIB). El saldo de la deuda pública interna se situó en Q61,623.3 millones al 31 de diciembre de 2015 y el de la deuda pública externa en US\$7,489.9 millones. Cabe resaltar que el continuo deterioro de los ingresos fiscales durante 2015 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.

Vale destacar que en diciembre de 2015 el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) colocó en el mercado local el saldo de bonos del tesoro (Q361.4 millones) que estaba previsto para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala correspondientes al ejercicio contable 2013. Los recursos de la referida colocación se orientaron al gasto público.

En síntesis, la actividad económica mundial, luego de registrar una leve desaceleración en 2015, continuaría en una senda de recuperación en 2016, impulsada por el mejor desempeño, tanto de las economías avanzadas como de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con riesgos a la baja.

Por su parte, los precios internacionales de algunas materias primas que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo), se ubicaron a lo largo de 2015, en general, en niveles inferiores a los observados el año anterior, particularmente el petróleo y sus derivados, lo cual ejerció presiones a la baja en la inflación interna.

En el entorno interno, 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 como la inflación, el tipo de cambio nominal y las tasas de interés, permanezcan estables.

En ese contexto, tomando en cuenta los moderados niveles de inflación tanto observados como pronosticados para el horizonte de política relevante, la postura de la política monetaria tuvo un sesgo ligeramente acomodaticio, reflejado en una reducción de 100 puntos básicos en la tasa de interés líder durante 2015.

III. PANORAMA ECONÓMICO

A. MUNDIAL

1. Actividad económica

En 2015 la recuperación económica mundial continuó, aunque de una manera moderada y heterogénea. Si bien destaca el mejor desempeño de las economías avanzadas, el mismo fue menor a lo que se esperaba a inicios de ese año, en parte por la débil demanda externa y, en varios casos, por la desaceleración de la demanda interna, particularmente, por un bajo crecimiento de la inversión. En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, su ritmo de crecimiento se viene desacelerando desde hace cinco años y continúan privando los riesgos a la baja. Dicha situación se asocia, entre otros factores, al endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial, la disminución en el precio de las materias primas respecto de 2014, la reducción en los niveles de inversión y de crédito, el cambio en el modelo de crecimiento de la economía china y las tensiones geopolíticas, principalmente en Oriente Medio.

En ese escenario, el promedio de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, indica que el crecimiento económico mundial se situaría en 3.1% en 2015 y en 3.4% en 2016. Las economías avanzadas crecerían 1.9% en 2015 y 2.1% en 2016; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, 4.0% y 4.3%, respectivamente.

En Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por su siglas en

inglés), tras registrar un crecimiento inesperadamente débil durante el primer trimestre de 2015 (0.6%) y luego un fuerte repunte en el segundo trimestre (3.9%), la actividad económica se desaceleró en el tercer trimestre hasta ubicarse en 2.0%, aunque en congruencia con las previsiones del mercado. El resultado del primer trimestre se asocia a una reducción de las exportaciones, a la menor inversión fija no residencial y estatal y al menor gasto de los gobiernos locales. También se observó una contribución positiva, pero moderada del gasto del consumidor, de la inversión en inventarios y de la inversión fija residencial.

El mayor dinamismo en el segundo trimestre se atribuyó al comportamiento positivo del gasto del consumidor, impulsado por mejores condiciones laborales y crediticias; los bajos precios de la energía; y el mejor desempeño de la actividad industrial. Por su parte, la desaceleración del tercer trimestre se debe a una leve reducción del consumo privado, pero principalmente a la disminución en el crecimiento de la inversión privada, así como a la reducción de las utilidades empresariales. La desaceleración en la inversión se puede atribuir, por un lado, a la disminución de inventarios y, por el otro, a la mayor cautela por parte de inversionistas, dada la percepción de que la política fiscal tendría una postura neutral. En cuanto al consumo de los hogares, este presentó un comportamiento favorable que se asocia a la creación sostenida de empleo (las contrataciones ascendieron, en promedio, a más de 200,000 personas al mes, un ritmo alto de acuerdo con estándares históricos), al incremento en el ingreso personal disponible y a un nivel bajo de tasas de interés que ha estimulado el gasto de las familias y la inversión residencial, aunado a una menor inflación importada que se asocia con precios internacionales de petróleo más bajos y a una mayor confianza del consumidor. La tasa de desempleo descendió de 5.6% en diciembre de 2014 a 5.0% en diciembre de 2015, este último nivel cerca del considerado de largo plazo por la Reserva Federal (FED). Por su parte, el crecimiento de las exportaciones ha sido menor al esperado, debido, en parte, a la fortaleza del dólar estadounidense. En cuanto a la política fiscal estadounidense, el moderado ritmo de consolidación fiscal ha sido decisivo para la recuperación económica. Recientemente, el congreso estadounidense levantó el techo sobre la deuda pública, medida que estaría vigente hasta el 15 de marzo de 2017, lo que se constituye en una fuente de certeza fiscal, que podría contribuir a aminorar la volatilidad en los mercados financieros internacionales y mejorar las expectativas de crecimiento económico, dado que permitiría elevar los presupuestos de gasto para los ejercicios fiscales tanto de 2016 como de 2017.

En cuanto a la política monetaria, la FED tomó la decisión de iniciar su normalización en diciembre pasado y se espera que sea un proceso gradual y ordenado de aumento de la tasa de interés objetivo de fondos federales. Ello, si bien ha reducido la incertidumbre que existía antes del inicio de la normalización, no ha reducido la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

En ese sentido, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en sus reuniones del 15 y 16 de diciembre pasado, ante la expansión moderada de la actividad económica, explicada por el aumento del gasto de los hogares y la inversión fija de las empresas, las condiciones más favorables en el sector inmobiliario y la mejora sustancial en el mercado laboral, estimó conveniente elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales a 0.25%-0.50%, en congruencia con su objetivo dual de máximo empleo y estabilidad de precios. No obstante, enfatizó que aún persiste la debilidad de la demanda externa, una inflación que continúa por debajo de su objetivo de largo plazo (2%), debido a la reducción en los precios de la energía y los precios de las importaciones no energéticas. A pesar del inicio de la referida normalización, la postura de la política monetaria aún se mantiene altamente acomodaticia ayudando a fortalecer el mercado laboral y alcanzar la meta de inflación. De acuerdo con proyecciones de la FED, el ciclo de incrementos llevaría la tasa de fondos federales a un nivel alrededor de 3.50% en el largo plazo.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia de estadísticas *Eurostat*, durante el tercer trimestre de 2015, la actividad económica registró un crecimiento interanual igual al del segundo trimestre (1.6%) y mayor al del primer trimestre (1.3%), debido al dinamismo del consumo privado, que al igual que en los cuatro trimestres anteriores, ha ocurrido en el contexto de una reducción en los precios de la energía, que genera un efecto ingreso y condiciones crediticias más favorables, en un entorno en que el desempleo continuó disminuyendo, especialmente en España y Portugal. Asimismo, contribuyó el alza en las exportaciones, como resultado, principalmente, de la significativa depreciación real del euro. Dichos factores fueron moderados, en parte, por una caída en la inversión. En 2015, la región continuó con una recuperación gradual, aunque con resultados mixtos al interior de la misma, debido a que el crecimiento fue más fuerte de lo esperado en Italia, Irlanda y España, y menor al previsto en Alemania, debido a que en este país, a diferencia de los otros citados, la demanda interna se desaceleró. No obstante, indicadores de actividad económica de corto plazo, apuntan a que la debilidad del euro está teniendo un efecto favorable en las exportaciones netas de

Alemania y de Francia, las cuales estarían contribuyendo a su crecimiento económico. Vale indicar que, mientras 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, incluso, la autoridad monetaria extendió su programa de compras de activos hasta marzo de 2017 para reforzar los resultados macroeconómicos y detener la disminución en las expectativas de inflación. Entre los riesgos a la baja que podrían afectar el desempeño de la Zona del Euro, 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 (un socio comercial importante). Por otra parte, si bien la agudización de la situación de Grecia tuvo un contagio limitado y de corta duración, principalmente en algunos países de la periferia, donde se observó un aumento temporal de los *spreads* de los bonos de largo plazo, los riesgos de contagio han disminuido debido a la negociación del programa de rescate dentro del Mecanismo de Estabilidad Europea. Los acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en buena medida, las preocupaciones en torno a Grecia, en parte, porque las exposiciones del sector privado de dicho país han sido absorbidas por el sector público, lo cual ha reducido la volatilidad en los mercados; además, la economía griega contribuye únicamente con 2.0% de PIB de la Zona del Euro y 0.3% en el PIB mundial, por lo que indistintamente de cuál 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. Adicionalmente, los recientes ataques terroristas a la capital de Francia, podrían incrementar los niveles de incertidumbre respecto del desempeño económico de la región.

En Japón, la actividad económica continuó recuperándose moderadamente, aunque el nivel de las exportaciones y de la producción ha sido afectado por la desaceleración de las economías emergentes, destaca el caso de la República Popular China que es uno de sus principales socios comerciales. En ese sentido, el mantenimiento de una política monetaria altamente acomodaticia, los bajos precios del petróleo y sus derivados, el efecto riqueza resultante de los altos precios de las acciones y la depreciación del yen, no fueron suficientes para evitar un crecimiento bajo del PIB en el tercer trimestre de 2015 (1.0%), tras la reducción de 0.5% en el segundo trimestre, luego del fuerte crecimiento del primer trimestre (4.4%). La inversión perdió dinamismo

durante ese trimestre y la menor demanda externa se reflejó en una disminución adicional en la producción industrial, aunada al bajo crecimiento de los salarios.

Cabe indicar que la contracción en el segundo trimestre de 2015 y el moderado crecimiento en el tercer trimestre, ha puesto en tela de juicio la efectividad de las políticas Abenómicas, que incluyen la continuación de la expansión monetaria aplicada por el Banco de Japón desde 2012. En efecto, a pesar de la implementación de la segunda fase del programa de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (QQE2), el Banco Central no ha logrado que las expectativas de inflación se anclen al objetivo de 2.0% y que el consumo privado repunte de una manera sostenida.

RECUADRO 1

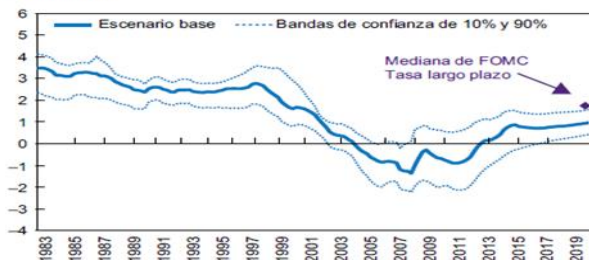
¿CUÁN ACOMODATICA ES LA POLÍTICA MONETARIA DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA?

Al fortalecerse las perspectivas económicas en Estados Unidos de América, la Reserva Federal (FED), en su reunión de diciembre de 2015, decidió aumentar el rango de la tasa de interés de política monetaria por primera vez en siete años, luego de que esta se mantuviera en un rango entre 0.0%-0.25%. No obstante, aún prevalece la inquietud entre muchos analistas del mercado acerca de la posible trayectoria que dicha tasa de interés pudiera tener en el mediano plazo. Ciertamente, esa trayectoria dependerá de cuán acomodaticia es la política monetaria de la FED en la actualidad.

Al respecto, las tasas de interés reales en los Estados Unidos de América se han ido reduciendo desde hace algún tiempo; sin embargo, de acuerdo con el FMI, lo que determina la orientación de la política monetaria es la desviación con respecto a la tasa de interés neutral, es decir, la tasa de interés que es coherente con el objetivo de alcanzar el pleno empleo y la estabilidad de precios a mediano plazo en la economía. Efectivamente, aunque la tasa de interés real de los fondos federales se mantuvo en niveles negativos en los últimos siete años, esto por sí solo no puede determinar la medida y la fuerza con la que la economía se ha visto impulsada hacia una situación que podría generar presiones de sobrecalentamiento y un aumento de la inflación, o viceversa. Para determinar en qué medida la política monetaria es acomodaticia, es preciso examinar la diferencia entre la tasa de interés efectiva y la tasa de interés neutral, es decir, la “brecha de tasas de interés”.

Según Pescatori y Turunen (2015), economistas del FMI, la tasa de interés real neutral se redujo con el tiempo y muy probablemente fue negativa durante la crisis económica y financiera. Los autores señalan que la tendencia a la baja de la tasa de interés real neutral pareciera estar impulsada por una disminución gradual del crecimiento potencial de Estados Unidos de América, el significativo aumento de la demanda de activos seguros (como reflejo de los sustanciales aumentos de los superávits en cuenta corriente de economías de mercados emergentes y en desarrollo) y una mayor aversión al riesgo durante la crisis.

Estimaciones de las tasas neutrales (Porcentaje)

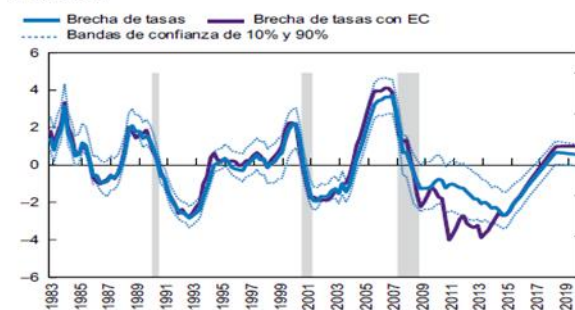


Fuente: Proyecciones del personal técnico del FMI.
Nota: FOMC = Comité Federal de Mercado Abierto.

En contraste, el aumento proyectado de las tasas neutrales para los siguientes años estaría impulsado en gran medida por la reducción de superávits en la cuenta corriente de las economías de mercados emergentes y en desarrollo y la disminución de los vientos en contra generados por la crisis financiera mundial, incluso el regreso a niveles más normales de aversión al riesgo. El leve repunte del crecimiento potencial también ayudaría a elevar la tasa de interés neutral, por tanto, el análisis del FMI parece indicar que la tasa de interés neutral probablemente aumentará de manera gradual y se mantendrá por debajo de la mediana de la tasa real de política monetaria de largo plazo (1.75%) proyectada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

En el contexto anterior, la brecha de tasas de interés apunta a que la política monetaria ha sido acomodaticia desde que comenzó la crisis económica y financiera. Las políticas monetarias no convencionales probablemente han proporcionado un grado de acomodación adicional, del orden de 1 a 3 puntos porcentuales, aunque sus efectos se han ido diluyendo. En términos generales, dado el reciente aumento de la tasa de interés neutral, la política monetaria sigue proporcionando un importante estímulo económico. El FMI estima que la Reserva Federal continuará aumentando la tasa de política monetaria de manera gradual, lo que implica que la brecha de tasas de interés seguirá siendo negativa durante algunos años en la medida que la tasa de interés (real) neutral se incremente paulatinamente por arriba de 1.00%. Esa trayectoria sugiere que la política monetaria probablemente seguirá siendo bastante acomodaticia durante algún tiempo, lo que coadyuvaría a la recuperación económica.

Brechas de tasas de interés (Porcentaje)



Fuente: Proyecciones del personal técnico del FMI.
Nota: EC = expansión cuantitativa.

Fuente: Pescatori, Andrea y Jarkko Turunen. “¿Cuán acomodaticia es la política monetaria de Estados Unidos?” Perspectivas Económicas de Las Américas. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2015; y comunicado de prensa del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal del 16 de diciembre 2015.

Por otra parte, aunque las economías de mercados emergentes y en desarrollo 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 el impacto negativo de la caída de los precios internacionales de las materias primas tanto petroleras como no petroleras en varios países exportadores. La drástica reducción observada en el precio del petróleo desde el segundo semestre de 2014 ha contribuido a dinamizar la actividad económica en los países importadores netos del crudo, aunque 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, un reducido espacio para adoptar políticas anticíclicas y, por el otro, un nivel poco adecuado de reservas monetarias internacionales para hacer frente a las vulnerabilidades externas y rigideces en sus sistemas cambiarios.

El crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo cerraría en 2015 en 4.0%, el cual sería inferior al de 2014 (4.6%). Según 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, en particular petróleo, tienen el desafío de implementar políticas anticíclicas para disminuir 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 prepararse para enfrentar los retos relativos al inicio de la normalización de la política monetaria estadounidense.

Ante las perspectivas de crecimiento menos dinámicas, la mayoría de economías emergentes orientaron su política monetaria a apoyar la demanda interna, lo cual tuvo efectos en las tasas de interés reales, los tipos de cambio nominales y los flujos de capital, cuyo impacto difiere entre países. Dichas decisiones fueron coherentes con mayores niveles de incertidumbre a nivel mundial, la evolución de la actividad económica, la inflación y la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

En la República Popular China, durante el tercer trimestre de 2015, el crecimiento se situó en 6.9%, levemente inferior al del primer y segundo trimestres, cuando se ubicó en 7.0%, explicado por la menor inversión, en particular, en el sector inmobiliario. La desaceleración de la inversión en vivienda desde principios de 2010, ha implicado una importante caída en la demanda de acero y otros materiales de construcción, disminuyendo el

crecimiento de la industria en su totalidad en los últimos cinco años. El sector servicios se ha convertido en el principal balanceador del crecimiento en años recientes, lo que se explica por un crecimiento de los salarios mayor al del producto, en parte, explicado por factores demográficos, lo que ha impulsado el consumo privado. El valor agregado del sector servicios, que representa alrededor de 50% del PIB chino, ha implicado un mayor crecimiento del empleo urbano, lo que refuerza la tendencia al alza de los salarios. En cuanto al mercado accionario, las autoridades económicas adoptaron diversas medidas para estabilizar sus mercados, entre las que destacan: la reducción de las tasas de interés y los encajes a los depósitos, indicativo de una postura monetaria laxa, aunada a la depreciación de su moneda. Cabe indicar que en los primeros días de 2016, se observaron nuevamente caídas en los índices accionarios chinos, obligando al gobierno a comprar acciones, como una medida estabilizadora que también se utilizó durante la crisis bursátil de mediados de 2015. El crecimiento del crédito se ha desacelerado de forma significativa y ha migrado de la banca sombra hacia la banca convencional, producto de la supervisión más estricta. La política fiscal ha sido expansiva y continúa siendo impulsada por las actividades fuera de presupuesto (gasto de los gobiernos locales).

En Rusia, el crecimiento se contrajo debido a las tensiones económicas que se reflejan en la interacción de la caída en los precios del petróleo, las sanciones internacionales y la fuerte depreciación del rublo respecto al dólar estadounidense. Asimismo, la exacerbada incertidumbre geopolítica derivada de las tensiones con Ucrania, Siria y Turquía, podría generar efectos derrame mediante rupturas en las transacciones comerciales y financieras. Para el cierre de 2015 se registraría una contracción económica de 3.8% y para 2016 otra de 0.6%.

En América Latina, ante el continuo deterioro de la actividad económica, se volvieron a reducir las perspectivas de crecimiento, lo cual se tornaría en una contracción de 0.3% para 2015, debido, principalmente, a que la caída del producto en Brasil sería más profunda de lo esperado, lo que aunado a la disminución en los precios de las materias primas, continúa debilitando a los países exportadores netos de materias primas de la región, resultando en mayores déficits en cuenta corriente y en la depreciación de las monedas de estos. Además, algunos factores internos se han sumado a las dificultades de carácter externo, induciendo un debilitamiento de la confianza de las empresas y de los consumidores y, por ende, reduciendo la demanda privada y provocando salidas de capital. De igual manera, la moderación de los precios de las materias primas implica que la inversión seguiría

siendo débil durante un período prolongado. Asimismo, la reciente subida de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América, genera la posibilidad de una mayor salida de capitales de la región o un incremento en el costo del financiamiento externo.

En Brasil, se registró una contracción de 3.8%, asociada a un complejo escenario económico y político, así como al deterioro de su mercado laboral y una inflación 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 que ha sido influenciada, en parte, por las tensiones políticas generadas por los señalamientos de corrupción a varias instituciones públicas y a la compañía de capital mixto Petróleo Brasileiro, S.A. (Petrobras).

En México, la actividad económica continuó creciendo moderadamente, debido al menor dinamismo de las exportaciones, ante la desaceleración de la demanda externa; los bajos precios del petróleo; y la desaceleración en los niveles de producción industrial. El crecimiento de 2.5% en 2015, se atribuye, en buena medida, a una menor demanda tanto externa como interna, respecto de la prevista a principios de ese año. En el caso de la demanda interna, los crecimientos del consumo privado y la inversión han sido bajos; aunque, las perspectivas siguen siendo más favorables que las de América del Sur, pues el efecto neto entre un mayor crecimiento en Estados Unidos de América (su principal socio comercial) y el incremento en la tasa de política monetaria en ese mismo país, podría ser positivo.

En Chile, la actividad económica se está ajustando al deterioro del entorno externo y la demanda privada se ha mantenido débil a pesar del impulso proveniente del apoyo fiscal, por lo que se observaría un crecimiento de 2.3% en 2015, en parte por el menor crecimiento de la actividad económica de la República Popular China y por la caída en los precios del cobre que han afectado la inversión y la confianza de las empresas privadas, asimismo han elevado los costos del programa de reforma estructural, en el corto plazo. Aunado a lo anterior, la confianza de los consumidores también se deterioró, debido a la desaceleración del empleo y los salarios del sector privado.

En Colombia, el crecimiento de 2.5% para 2015, refleja una desaceleración respecto a 2014, que se explica, principalmente, por la caída de los precios del petróleo y por la desaceleración más

profunda del comercio exterior y de la inversión en sectores diferentes a la construcción.

En Perú, se registraría un crecimiento de 2.4% en 2015, asociado, fundamentalmente, a la caída de precios de las materias primas.

En Centroamérica, al contrario de la mayoría de países de América Latina, las perspectivas de crecimiento económico continúan siendo positivas, dado que la recuperación de la economía estadounidense ha significado un impulso a las exportaciones de la región, así como de las remesas familiares, en un contexto en que persiste la debilidad de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, considerando que la región es un importador neto de hidrocarburos, además que el precio más bajo del petróleo ha reducido la factura petrolera y ha impulsado el poder de compra a lo interno de los países. Por el lado del canal financiero, no se anticipan efectos relevantes, dado el limitado grado de integración financiera de la región a los mercados internacionales. El crecimiento estimado para el cierre de 2015 es de 3.3%, ligeramente inferior al registrado en 2014 (3.5%). La coyuntura en Centroamérica se ve fortalecida por una combinación de factores que, según el FMI, genera un “círculo virtuoso” que consiste en una demanda más sólida, un menor nivel de inflación y una mejor posición externa.

RECUADRO 2 SUBIR O NO LA TASA: ¿PUEDE ELEGIR AMÉRICA LATINA? EVALUANDO LA AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Existe consenso entre los analistas internacionales que el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos de América reflejaría, principalmente, el mejor desempeño de la actividad económica de ese país. Sin embargo, dicha normalización podría generar perturbaciones repentinas en los mercados financieros globales, en por lo menos, dos vías. En la primera, el movimiento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal (FED) puede inducir a que los agentes económicos revisen al alza sus expectativas acerca de la trayectoria futura de las tasas de interés a corto plazo, elevando a su vez los rendimientos a largo plazo. En la segunda, el alza de las tasas de interés podría estar acompañada tanto de una alta incertidumbre acerca de la trayectoria futura de dichas tasas, como de una mayor aversión al riesgo (ambos factores regularmente afectan las primas por plazo a nivel mundial).

Según Caceres *et al.* (2015), ese cambio prospectivo de las condiciones mundiales encuentra a América Latina experimentando una fuerte desaceleración económica y un creciente desempleo. Aunque parte de esa desaceleración responde a factores estructurales, se estima que muchas economías de la región están funcionando por debajo de su potencial; por esa razón, en la medida en que las expectativas inflacionarias estén debidamente ancladas, parecería apropiado mantener las condiciones monetarias en un nivel neutral o expansivo. Ante esa coyuntura, varios bancos centrales de la región, en recientes reuniones, se han planteado la posibilidad de subir la tasa de interés de política monetaria. Ello plantea la interrogante de que si en un sistema financiero altamente globalizado, las autoridades monetarias de los distintos países cuentan con plena autonomía para adaptar sus tasas de política a las condiciones macroeconómicas internas y de cómo se transmiten los cambios en las condiciones financieras mundiales a las tasas de interés de sus diferentes economías.

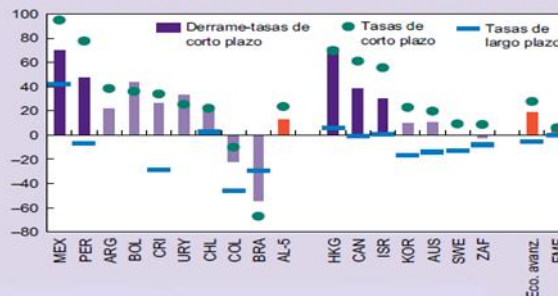
Al respecto, los autores encuentran que, dependiendo del país, las tasas interés de corto plazo¹ reaccionan de manera heterogénea a los movimientos de la tasa de los fondos federales. Por ejemplo, un alza de 100 puntos básicos en la tasa de los fondos federales incide en un aumento de 95 y 80 puntos básicos en las tasas de interés a corto plazo de México y Perú, respectivamente. La respuesta al mismo choque en Canadá e Israel es de alrededor de 60 puntos básicos, y de entre 20 y 40 puntos básicos en Argentina, Bolivia, Chile, Costa Rica y Uruguay. Las tasas de corto plazo en Colombia, a su vez, muestran respuestas cercanas a cero, y la respuesta es negativa en el caso de Brasil. Por otra parte, los movimientos de los rendimientos de los bonos de Estados Unidos de América a 10 años sí tienen un mayor impacto sobre las correspondientes tasas de interés internas que los cambios de la tasa de interés de fondos federales. Los autores también buscan cuantificar en qué medida los movimientos residuales de las tasas de interés internas se pueden explicar por los cambios en las condiciones financieras mundiales; es decir, aquellos cambios en las tasas de interés internas que no responden a cambios en los fundamentales, son denominados efectos derrame (o *spillovers*) y se espera que sean bajos cuando la autonomía monetaria es alta.

¹ Corresponde a las tasas de interés de los bonos públicos a corto plazo con vencimiento de alrededor de tres meses.
Fuente: Caceres, Carlos, Yan Carrière-Swallow y Bertrand Gruss. Subir o no la tasa: ¿Puede elegir América Latina? Evaluando la autonomía de la política monetaria. Perspectivas Económicas de Las Américas. Fondo Monetario Internacional, Octubre de 2015.

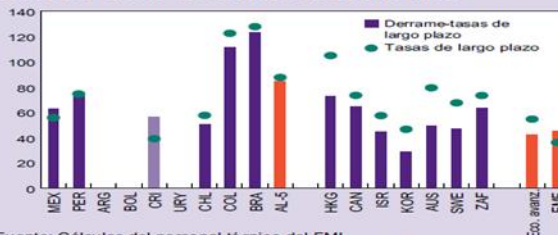
Impacto de los movimientos de las tasas de interés de Estados Unidos

(Respuesta acumulada de las tasas de interés internas a un aumento permanente de 100 puntos básicos en las tasas de Estados Unidos; puntos básicos)

1. Respuesta a un aumento de la tasa de los fondos federales



2. Respuesta a un aumento del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los gráficos muestran la respuesta acumulada después de 12 meses a un shock que eleva la tasa de los fondos federales (gráfico superior) o el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (gráfico inferior) 100 puntos básicos al cabo de 12 meses. "Derrame-tasas de corto plazo" y "Derrame-tasas de largo plazo" denotan las respuestas de las tasas de interés internas una vez que ha sido depurado el efecto del ciclo económico interno (véase el anexo 3.1). Las barras sólidas denotan que la respuesta es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de 5 por ciento. Eco. avanz. y EME denotan los promedios para el grupo de países enumerados bajo Economías avanzadas y Mercados emergentes fuera de AL, respectivamente, en el cuadro del anexo 3.1.

Los resultados para América Latina indican que la respuesta de derrame hacia las tasas de interés de corto plazo es significativa para el caso de México y de Perú (alrededor de 70 y de 50 puntos básicos, en su orden); mientras que no es estadísticamente significativa en el resto de países. Ello no es del todo sorprendente dado la fuerte integración financiera de México con Estados Unidos y del alto grado de dolarización de Perú.

En general, la intensidad de los efectos derrame financieros depende, en buena medida, de la naturaleza del choque global. Los efectos derrame particularmente grandes son causados por variaciones de las tasas de interés mundiales que no van acompañados de cambios en las perspectivas económicas, o que se vinculan con fluctuaciones en la prima por plazo.

Los autores indican que el impacto de la decisión de política que adopte la FED será probablemente diferente si responde a una mejora de las perspectivas económicas, o bien, refleja solo condiciones monetarias más restrictivas. En ese sentido, las variaciones de las tasas de interés internacionales a largo plazo, que obedecen a una contracción monetaria inesperada, explican en mayor medida la variabilidad en las tasas de interés internas que las variaciones impulsadas por una mejora en las perspectivas económicas.

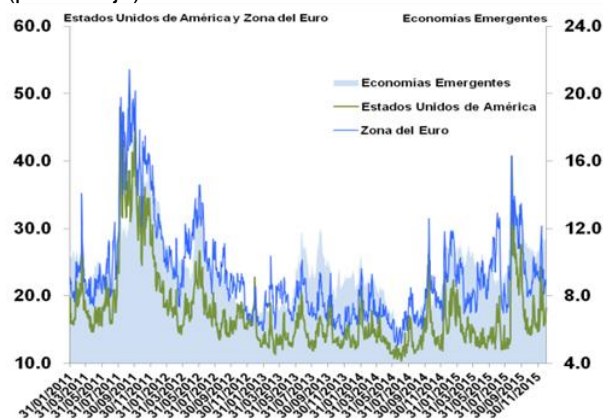
2. Mercados financieros internacionales

Durante 2015, los mercados financieros internacionales continuaron mostrando episodios de alta volatilidad, debido, entre otros factores, a la incertidumbre generada por las expectativas de una moderación en la actividad económica mundial; la divergencia de políticas monetarias en los países avanzados; la caída del precio internacional del petróleo; el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América; la reducción en los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo; las presiones cambiarias; y la elevada volatilidad en los índices accionarios. Recientemente, la volatilidad en los mercados financieros repuntó, luego de la depreciación del yuan, el incremento en la aversión al riesgo, el debilitamiento de las monedas en varios mercados emergentes y la marcada corrección en los precios de las acciones a nivel mundial. Además, 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 y la absorción de las exposiciones del sector privado por el sector público. Por su parte, la caída de los mercados accionarios en la República Popular China fue otro de los factores que elevaron la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Cabe agregar que si bien las implicaciones sistémicas para el sector financiero chino parecen ser limitadas, la significativa intervención de las autoridades para mitigar la caída parece haber elevado la incertidumbre de los inversionistas sobre el desempeño económico chino.

Ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial, las salidas de capital y la volatilidad marcada en los mercados financieros internacionales, las condiciones financieras se han endurecido para las economías de mercados emergentes. Algunas de estas economías han tratado de prepararse ante dichas condiciones, flexibilizando el tipo de cambio, aumentado el nivel de sus reservas internacionales y afianzado, en general, el marco de sus políticas económicas. En algunas de estas economías con presiones inflacionarias o vulnerabilidades externas relevantes, los bancos centrales han elevado sus tasas de interés de política, provocando que el crecimiento del crédito en términos reales se haya desacelerado respecto de la expansión crediticia que se registró en los años posteriores a la crisis económica y financiera internacional de 2008-2009.

Gráfica 1

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
2011-2015
(porcentaje)



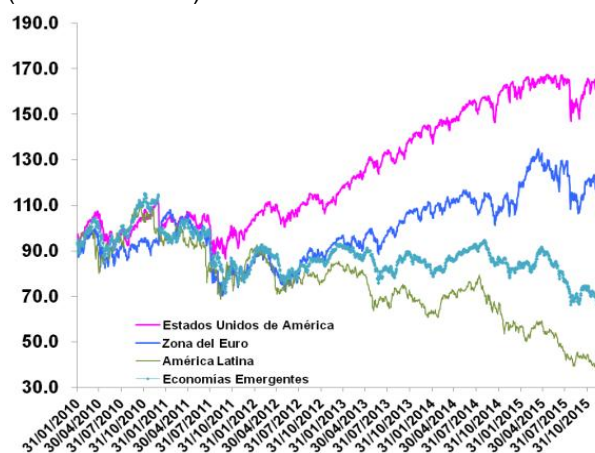
(1) Al 31 de diciembre de 2015.

(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 2

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



(1) Al 31 de diciembre 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.

En las economías avanzadas la estabilidad financiera se ha fortalecido, reflejo de que la recuperación económica ha reafirmado la confianza en las políticas monetarias y los riesgos de deflación se han reducido, particularmente en la Zona del Euro. Asimismo, el fortalecimiento de la situación patrimonial del sector privado y la permanencia de condiciones monetarias y financieras acomodaticias han apoyado la referida recuperación; sin embargo, la brecha del producto sigue siendo negativa en varias economías avanzadas. En ese sentido, las condiciones financieras siguen siendo favorables y las tasas de interés reales continúan bajas.

**RECUADRO 3
POLÍTICA MONETARIA Y DERRAMES FINANCIEROS: ¿SE HA PERDIDO TRACCIÓN?**

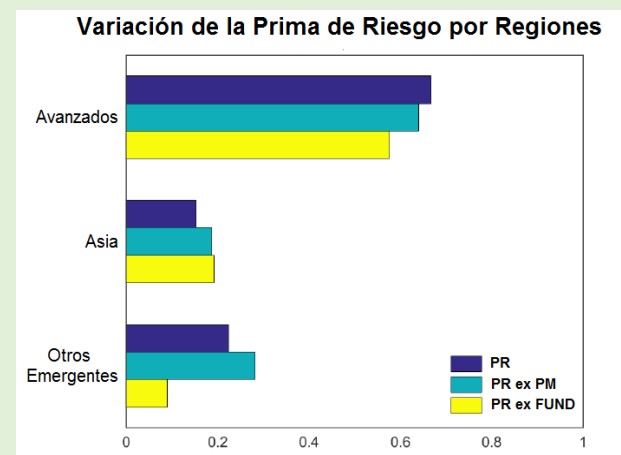
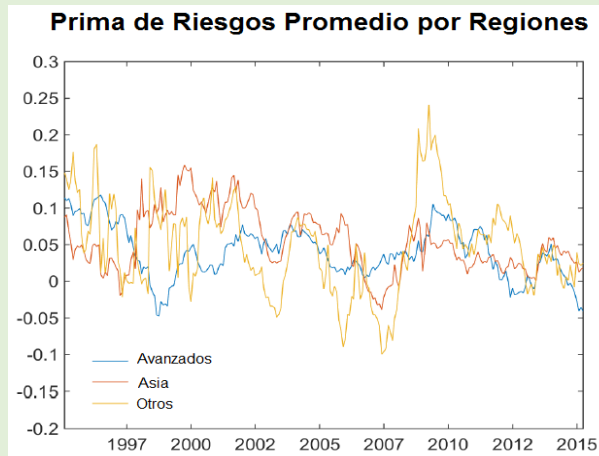
El desarrollo de la globalización financiera y el incremento de los flujos de capital a nivel mundial, ha renovado el debate acerca de la apropiada conducción de la política monetaria en economías abiertas. La alta sensibilidad tanto del crédito bancario al sector privado como del precio de los activos financieros con respecto a los choques externos, ha generado cuestionamientos sobre la habilidad que tienen los bancos centrales para manejar sus condiciones financieras internas. Al respecto, los economistas del Banco de Pagos Internacionales (BIS), Disyati y Rungcharoenkitkul (2015), abordan dicha interrogante mediante el análisis de la dinámica del rendimiento de los bonos soberanos en un grupo de 31 países, que incluye a las economías avanzadas y de mercados emergentes y en desarrollo.

A efecto de medir el grado en que las condiciones financieras externas complican la conducción de la política monetaria, los autores aíslan lo que denominan un componente de contagio, concentrándose en las variaciones de las primas de riesgo de los bonos soberanos que no están relacionados con los fundamentos económicos de cada país. Esta medida de contagio, que se aproxima con el componente principal de las series de prima de riesgo soberano, está diseñada para capturar con mayor precisión los efectos derrame que son impulsados por los cambios exógenos en la preferencias de riesgo y que, consecuentemente, disminuyen la tracción de la política monetaria.

Como se observa, la correlación de las series de primas de riesgo promedio de los tres grupos de países es más fuerte a partir de 2008, particularmente en 2009, 2010 y 2014.

Según los autores, esta correlación específica y no sistémica, pudiera estar asociada a las políticas de flexibilización cuantitativa, a la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) y al anuncio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. En general, la correlación de estas series parece ser débil, por lo que sugieren modelar la volatilidad de las primas de riesgos mediante la descomposición de los factores que explican las variaciones en las primas de riesgo (PR), controlando por los fundamentos macroeconómicos (PR ex FUND) y por la política monetaria (PR ex FUND) de cada país.

Los resultados de la descomposición de la varianza señalan que las economías de Asia y el resto de economías de mercados emergentes parecen ser menos susceptibles al contagio mundial en relación con las economías avanzadas. Aun cuando se controla por los fundamentales, los resultados muestran una sensibilidad menor al contagio en el resto de economías de mercados emergentes, comparado con el leve impacto que sufren las economías avanzadas. Por otra parte, cuando se controla por la política monetaria, la exposición al contagio aumenta en las economías asiáticas y el resto de economías de mercados emergentes. Vale indicar que ello no implica que las economías emergentes estén menos sujetas a choques externos o que tengan más tracción de política monetaria en comparación con las avanzadas, simplemente evidencia que estos choques son más idiosincráticos. Esto pudiera explicarse, en parte, a que dichas economías reciben choques de liquidez más fuertes, como consecuencia del menor grado de desarrollo de sus sistemas financieros. Otra explicación se podría asociar a que las economías avanzadas son más abiertas e integradas financieramente comparadas con las economías de mercados emergentes.



Fuente: Disyatat, Piti y Phurichai Rungcharoenkitkul. "Monetary Policy and Financial Spillovers: Losing Traction?" BIS Working Papers. Banco de Pagos Internacionales. Octubre de 2015.

3. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante 2015, los precios internacionales de las principales materias primas que afectan a la inflación en Guatemala, en especial maíz amarillo y trigo, mostraron una tendencia a la baja, comportamiento que se modificó a partir de la segunda quincena de junio, cuando se registraron alzas, asociadas a expectativas de posibles daños a la producción, derivado de factores climáticos adversos. No obstante, dichas expectativas se disiparon y la tendencia se revirtió a la baja.

En el caso del precio del petróleo, luego de la importante reducción que se observó entre julio y diciembre de 2014, este registró un incremento durante el primer semestre de 2015, asociado a las expectativas de una reducción en la oferta en combinación con una mayor demanda. Dichas expectativas no se materializaron y la referida tendencia se revirtió, derivado de que la oferta permaneció elevada y disminuyó la demanda mundial debido a la desaceleración de las economías emergentes, principalmente de la República Popular China. A diciembre de 2015, el precio del petróleo registró una reducción acumulada de 30.5%; mientras que el precio del maíz amarillo y del trigo registraron una disminución acumulada de 9.6% y de 20.3%, respectivamente.

a) Petróleo

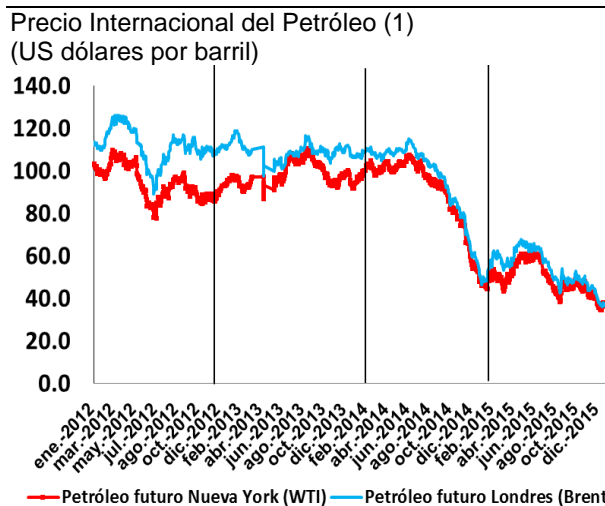
El precio del petróleo durante 2015 registró en el primer semestre una tendencia al alza, la cual se revirtió en el segundo semestre, por factores de oferta y demanda. El alza durante el primer semestre se explicó por las perspectivas de una posible reducción en la producción de crudo, luego de que las principales compañías petroleras estadounidenses redujeran sus planes de inversión y aceleraran el cierre de pozos y plataformas petroleras ineficientes.

En lo que se refiere a la demanda mundial, la expectativa de un incremento, ante mejores perspectivas económicas, contribuyó a incrementar el precio. Sin embargo, desde finales de junio, los factores antes indicados se moderaron, provocando nuevamente una caída del precio de la variedad WTI, el cual se situó a finales de 2015 en US\$37.04 por barril.

Por el lado de la oferta, destacó el elevado nivel de producción de Estados Unidos de América, país que contribuyó a elevar el superávit en el mercado de petróleo por la implementación de nuevas tecnologías de extracción, situación que permitió alcanzar niveles récord. Según el FMI, la

mayor resiliencia de la oferta, incluida la de Norteamérica, y el debilitamiento de la actividad mundial fueron los principales factores que impulsaron el precio del crudo a la baja.

Gráfica 3



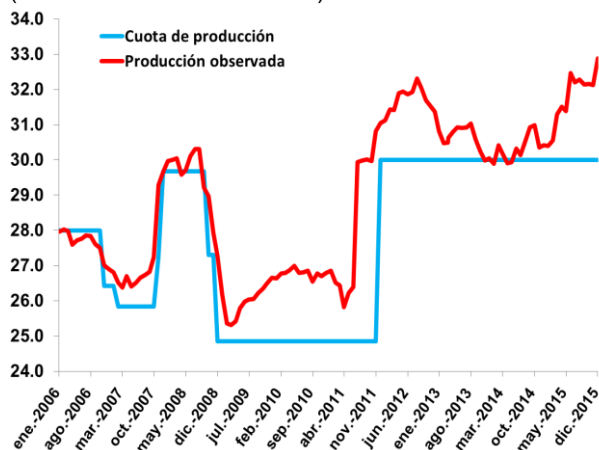
(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2015.
Fuente: Bloomberg.

En lo relativo a la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), durante 2015, la misma registró un incremento y su nivel fue significativamente superior a la cuota establecida por dicha organización en diciembre de 2011, derivado del aumento en la extracción de Arabia Saudita e Irak. En el caso de Arabia Saudita, el aumento se debió a la política de dicho país de mantener su cuota de participación en el mercado, principalmente en la región de Asia y, en el caso de Irak, a la normalización de las actividades extractivas y de exportación, luego de enfrentar importantes problemas en su infraestructura petrolera por conflictos internos. Cabe mencionar que además del incremento de la cuota respecto de 2011, la OPEP mantuvo el nivel efectivo de producción significativamente por arriba de la cuota establecida, lo que contribuyó a mantener bajo el precio internacional. Asimismo, la OPEP modificó su política de producción de petróleo al decidir mantener su participación en el mercado internacional en lugar de reducir su volumen de producción ante los bajos precios del petróleo, con el propósito de no incentivar la producción de otros productores no miembros de la organización. No obstante, algunos analistas del mercado de petróleo, entre los que destaca IHS

*Energy*², prevén que ante los bajos precios internacionales del crudo, la OPEP podría verse obligada a realizar un recorte en su cuota de producción a partir de 2016, ante la presión de los productores más pequeños, cuyo desempeño económico ha sido afectado por dicha baja, en particular en la caída en los ingresos para las finanzas públicas, perspectiva que no se materializó, al menos, en la reunión que dicho cartel efectuó el 4 de diciembre de 2015. Dicha firma estima (con información a noviembre) que la oferta mundial de petróleo en 2015 se situaría en 95.7 mbd, superior a la observada en 2014 (93.2 mbd). Las interrupciones en la producción de petróleo a nivel mundial registraron niveles elevados; no obstante, ello no tuvo un efecto importante en el precio, debido a la importante oferta, traduciéndose en niveles históricamente altos en los inventarios de crudo.

Gráfica 4

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

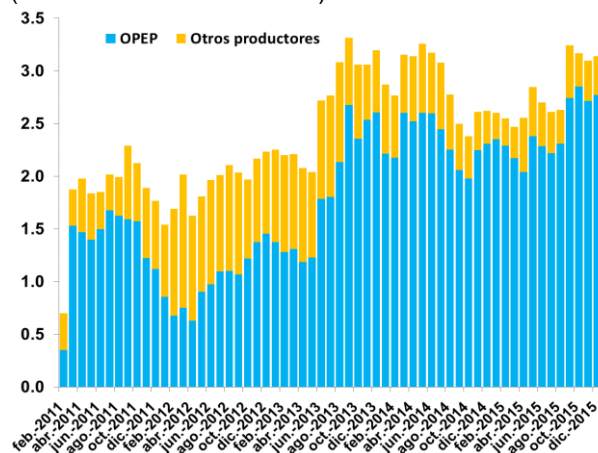


(1) Con información preliminar a diciembre de 2015.
Fuente: Bloomberg.

² *Information Handling Services Energy*, empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energético a nivel mundial y regional.

Gráfica 5

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



(1) Con información preliminar a diciembre de 2015.
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

Por el lado de la demanda mundial, IHS *Energy* prevé que esta se sitúe en 94.2 mbd, superior en 1.7 mbd a la de 2014. Aun cuando refleja un incremento, ese nivel es inferior a la oferta disponible, por lo que se prevé un superávit de 1.5 mbd.

En resumen, el balance entre la oferta y la demanda mundial de petróleo en 2015 sería superavitario, situación que explica que el precio internacional haya permanecido en niveles bajos, respecto de 2014. Sin embargo, los factores de riesgo asociados a los conflictos geopolíticos continúan latentes (recientemente, por el aumento de la tensión entre Arabia Saudita e Irán) y eventualmente podrían interrumpir la producción en el Medio Oriente, lo que podría afectar el precio en 2016.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2014 - 2016
(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de noviembre de 2015				
	2014(a)	2015(b)	2016(b)	Variación 2015/2014	Variación 2016/2015
Oferta	93.2	95.7	95.9	2.5	0.2
Demanda	92.5	94.2	95.4	1.7	1.2
Balance (oferta - demanda)	0.7	1.5	0.5	-----	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS Energy.

b) Gasolinas

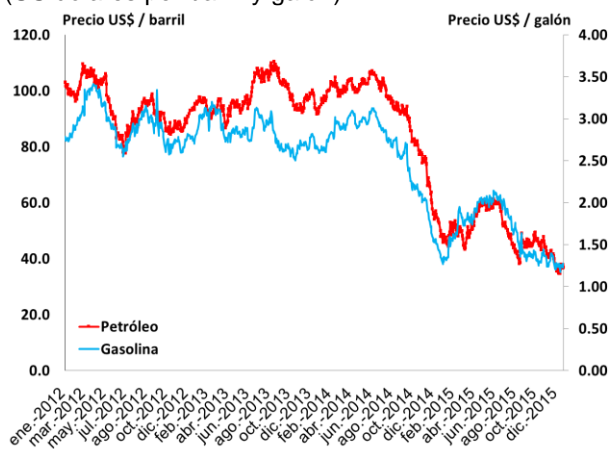
En la primera parte de 2015, el precio de la gasolina en Estados Unidos de América registró una tendencia al alza, explicada por el mantenimiento de algunas de las refinerías, que provocó una reducción en el volumen de los inventarios, en adición la huelga de trabajadores en algunas de las principales refinerías afectó los precios. Dicha tendencia se revirtió durante el segundo semestre, principalmente, por la caída del precio del petróleo.

oferta del grano a nivel mundial (producción e inventarios) para la cosecha 2015-2016, en combinación con una menor demanda global, con excepción del mes de julio cuando el precio subió ante la expectativa de posibles daños a la producción por factores climáticos en las áreas de siembra de Estados Unidos de América, situación que no se materializó.

El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), estima que la producción de maíz amarillo, para la cosecha 2015-2016 se ubicaría en 973.9 millones de toneladas métricas (mtm), cifra menor en 3.5% respecto de la registrada en la cosecha 2014-2015 (1,008.8 mtm). Dicha disminución se explica por la reducción en las cosechas de la Unión Europea, de Estados Unidos de América, Ucrania, Brasil, India y México, resultado de la disminución de áreas de siembra y de la sustitución de cultivos.

Gráfica 6

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



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

Fuente: Bloomberg.

c) Maíz amarillo

Durante 2015, el precio internacional del maíz amarillo registró una moderada tendencia a la baja, asociada a las perspectivas de una adecuada

Gráfica 7

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



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

Fuente: Bloomberg.

Con relación a la demanda mundial, esta se estima en 970.2 mtm, inferior en 0.5% respecto de la cosecha anterior (975.5 mtm), resultado, principalmente, de la disminución prevista en el consumo de la Unión Europea, Ucrania, India y México. A pesar de dicha reducción, el nivel de la demanda continuó alto, explicado por la mayor utilización del grano para la elaboración de concentrado para alimentación de ganado y para la producción de etanol, principalmente durante el primer semestre del año. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se situó en 211.9 mtm, superior

en 1.8% respecto de la cosecha anterior (208.2 mtm). Vale indicar que el USDA realizó una corrección al alza en el nivel de inventarios de la República Popular China, lo que implica que el nivel de inventarios mundiales continúa siendo uno de los más altos registrados en los últimos años, por lo que, mientras no ocurran cambios importantes en el mercado, el precio se mantendría estable. El principal riesgo al alza en el precio de este grano sería un deterioro en las condiciones climáticas en los principales países productores.

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	991.4	1,008.8	973.9	1.8	-3.5
Consumo	865.2	949.4	975.5	970.2	2.8	-0.5
Déficit / Superávit	5.1	42.0	33.3	3.7	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

d) Trigo

El precio internacional del trigo durante 2015 continuó con la reducción iniciada desde 2014, tendencia que se explica por las previsiones de una producción récord a nivel mundial para la cosecha 2015-2016. Al igual que en el caso del maíz, en julio se observó un alza que respondió a las expectativas de posibles daños a la producción del cereal debido a un deterioro climático (sequías en algunas de las principales zonas productoras, especialmente en Estados Unidos). Sin embargo, el daño ocasionado resultó ser mínimo, por lo que las alzas en el precio se revirtieron y el precio continuó con su tendencia decreciente. En el último trimestre se observó un incremento en la volatilidad del precio, pero siempre en niveles inferiores a los del año anterior.

Gráfica 8

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



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

Fuente: Bloomberg.

Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2015-2016 se situaría en 734.9 mtm, superior en 1.3% respecto de la cosecha anterior (725.3 mtm), reflejo del incremento en la producción de Turquía, República Popular China, Marruecos, Australia, Ucrania, Rusia y la Unión Europea.

El consumo mundial se estima en 717.1 mtm, superior en 1.4% al del año previo (707.0 mtm), asociado al incremento en el consumo de la Unión

Europea, Estados Unidos de América, Rusia y la India. En cuanto al nivel de inventarios, se proyecta que este se sitúe en 229.9 mtm, superior en 8.4% respecto del registrado en la cosecha previa (212.1 mtm). El incremento en la demanda de trigo sería cubierto por la producción proyectada y el nivel de inventarios, por lo que se anticipa un balance positivo que mantendría estable el precio. El principal riesgo al alza proviene de un deterioro climático en los principales productores a nivel mundial.

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	715.3	725.3	734.9	1.4	1.3
Consumo	679.2	698.6	707.0	717.1	1.2	1.4
Déficit / Superávit	-20.5	16.7	18.3	17.8	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

4. Inflación y política monetaria

La inflación a nivel mundial mostró durante 2015 una tendencia a la baja en la mayoría de regiones, debido, fundamentalmente, a la significativa reducción de los precios internacionales de las materias primas, en particular el petróleo y sus derivados. En algunas economías, esta desaceleración de la inflación también se explicó por la debilidad de la demanda interna. En las economías avanzadas la inflación se ubicó en niveles por debajo de 2.0%; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo los resultados fueron mixtos. En algunos países la inflación mostró una tendencia decreciente, mientras que en otros fue creciente, especialmente en algunos países de América del Sur, particularmente en Brasil, resultado de las recientes depreciaciones de su moneda y el efecto que estas tienen en los precios internos de los bienes transables (efecto traspaso).

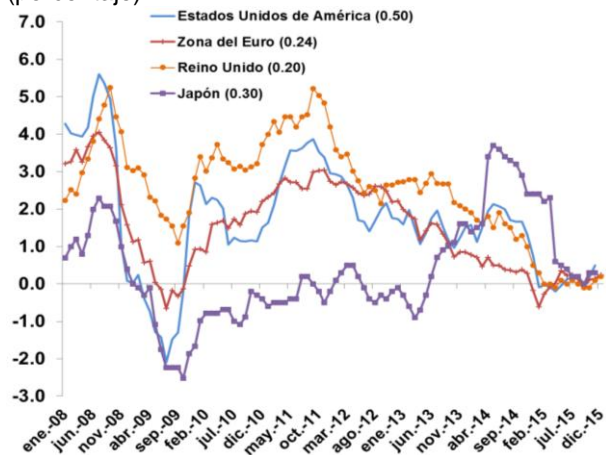
En Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en 0.5% a noviembre, por debajo del objetivo de mediano plazo de la FED, reflejo de los bajos precios de la energía y de otros bienes importados no energéticos y del fortalecimiento del dólar respecto de la principales monedas mundiales. En cuanto al proceso de normalización de la política monetaria estadounidense, la FED había anticipado que este empezaría de manera gradual y ordenada en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y

baja inflación. En efecto, tras la reunión del FOMC de diciembre de 2015, dicho proceso se inició con un alza de 25 puntos básicos en la tasa de fondos federales la cual se ubicó en un rango de 0.25%-0.50%.

En la Zona del Euro, aunque la inflación se ubicó en niveles positivos, esta se mantuvo por debajo de la meta del BCE, pues a diciembre de 2015 se situó en 0.24%, debido tanto al moderado crecimiento económico de la Zona, como a la reducción de los precios de la energía. Respecto de la tasa de interés de política monetaria, esta continuó en niveles históricamente bajos y cercanos a cero desde septiembre de 2014 (0.05%). La postura de política monetaria altamente acomodaticia del BCE se consolidó a partir de marzo de 2015, cuando se amplió el programa de compras de activos a un monto de €60.0 millardos mensuales, superior al programado en octubre de 2014. Inicialmente dicho programa estaría vigente hasta septiembre de 2016; sin embargo, en la reunión de política monetaria de diciembre de 2015, la vigencia se extendió hasta marzo de 2017, la que podría extenderse si el BCE lo considerara prudente. Para 2016 se prevé que la inflación repuntaría a 1.0%, principalmente, por las expectativas de una mayor recuperación económica y el efecto traspaso de las depreciaciones del euro frente al dólar estadounidense.

Gráfica 9

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



(1) Datos a diciembre de 2015. Estados Unidos de América y Japón a noviembre.

Fuente: Bancos centrales.

En Japón, la inflación se situó en 0.30% a noviembre de 2015, resultado, entre otros factores, de la débil demanda interna y la disminución del precio internacional del petróleo. El Banco Central de Japón mantuvo su postura de política monetaria y continuó aplicando la segunda fase del programa de expansión cuantitativa y cualitativa (QQE2, por sus siglas en inglés), con el propósito de estimular la actividad económica y alcanzar el objetivo de inflación de 2.0%.

En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación mostró un comportamiento heterogéneo, aunque la mayoría de estas economías registraron niveles menores de inflación, en parte, por la reducción del precio internacional del petróleo y por la debilidad en la actividad económica. Por ello, las respuestas de política monetaria fueron diferentes. En la República Popular China, la inflación se situó en 1.60% a diciembre, inferior al objetivo de mediano plazo del Banco Central (3.0%), por lo que este redujo su tasa de política monetaria en cinco ocasiones, ubicándola en 4.35%, es decir, una disminución de 125 puntos básicos en 2015, en apoyo al crecimiento económico y, recientemente, para evitar una mayor caída del mercado accionario.

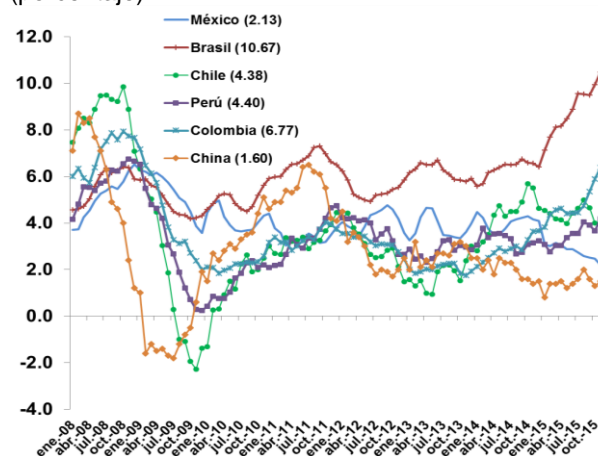
En América Latina, durante 2015, la inflación en las principales economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) se ubicó por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de México. En efecto, en México la inflación a diciembre se situó en 2.13%, explicada,

principalmente, por la reducción en los precios de los energéticos y por el moderado ritmo de crecimiento de su actividad económica que no generó presiones de demanda. En Colombia y Perú, la inflación se situó en 6.77% y 4.40%, respectivamente, debido a choques de oferta temporales (aumento en el precio de algunos alimentos) y a la depreciación de sus monedas; en tanto que Chile se ubicó en 4.38%, debido, en buena medida, al efecto traspaso del tipo de cambio nominal. Cabe indicar que, además de inflaciones mayores a sus metas, estos países no se han beneficiado de la reducción del precio internacional de las materias primas, dada su condición de exportadores netos. En Brasil, el complejo escenario económico y político y el deterioro de su mercado laboral, habría incidido en que la inflación se ubicara en 10.67%, reflejo de las medidas de ajuste fiscal que adoptó el gobierno, entre las que destacan la disminución en los subsidios a la electricidad y a los combustibles, y el aumento de los precios regulados.

El comportamiento de la inflación provocó diferentes tipos de respuesta por parte de los bancos centrales. En el caso de Brasil, Colombia y Chile, han habido incrementos en sus tasas de política monetaria en 250, 125 y 50 puntos básicos, respectivamente; mientras que México y Perú en 25 puntos básicos.

Gráfica 10

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



(1) Datos a diciembre de 2015.

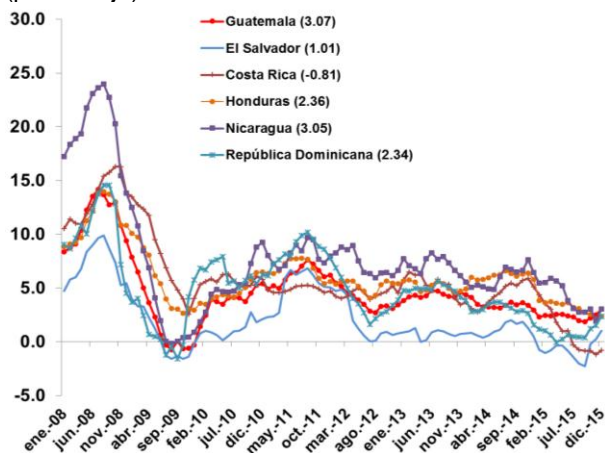
Fuente: Bancos centrales.

En lo que respecta a Centroamérica y la República Dominicana, la inflación durante 2015 mostró una tendencia a la baja, asociada, principalmente, a la reducción en el precio de los combustibles. En ese contexto, en la mayoría de países de la región, la inflación se mantuvo alrededor

del límite inferior de la meta establecida por los bancos centrales. De esa cuenta, las autoridades monetarias de Costa Rica, la República Dominicana y Guatemala, disminuyeron las tasas de interés de política monetaria en 300, 125 y 100 puntos básicos, en su orden, durante 2015.

Gráfica 11

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



(1) Datos a diciembre de 2015.

Fuente: Bancos centrales.

B. INTERNO

1. La actividad económica

El crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima cierre en 4.1% en 2015, similar al del año previo (4.2%) y superior al PIB potencial (cuyo promedio es 3.5%). Dicho crecimiento proviene de un mayor dinamismo en la demanda interna que aumentaría 5.0%, debido, principalmente, al incremento de 5.1% en el consumo privado (3.9% en 2014), el cual representa alrededor de 85.0% del PIB, asociado a un incremento en el ingreso de los hogares, debido, entre otros factores, al mayor flujo de remesas familiares, el incremento en el salario formal (con base en información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social), el aumento en el crédito bancario al sector privado y el efecto ingreso proveniente de la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados³.

Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 5.7% en 2015

³ Dicho efecto se ve potenciado por una inflación baja y estable que aumenta el poder de compra del consumidor.

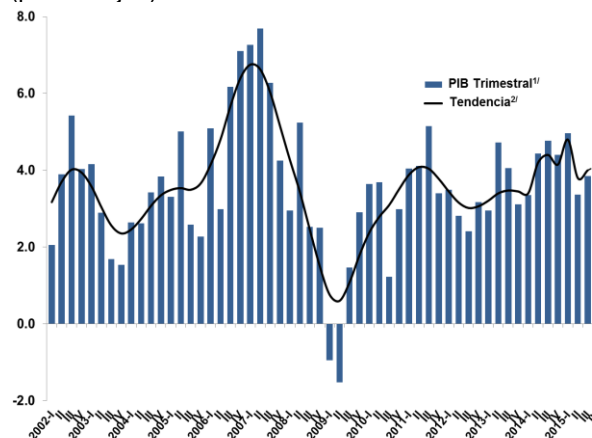
(4.3% el año anterior), asociado al mayor dinamismo en la inversión en maquinaria y equipo, particularmente la relacionada con importación de bienes de capital, para la agricultura, industria, telecomunicaciones, construcción y el transporte.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un crecimiento, en términos reales, de 5.6% en 2015, inferior al de 2014 (7.6%), explicado por el incremento en el volumen exportado de banano; concentrados de níquel; azúcar; grasas y aceites comestibles; hierro y acero; y frutas frescas, secas o congeladas. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento de 7.9% en 2015, superior al del año previo (6.0%), derivado de un mayor dinamismo, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de consumo; de materias primas y productos intermedios para las actividades manufactureras; combustibles y lubricantes; y bienes de capital.

Por el lado del origen de la producción, destaca el dinamismo de los sectores siguientes: Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios privados; Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor de 74.0% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2015.

Gráfica 12

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

A noviembre de 2015, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró un crecimiento de 3.3%, mientras que el crecimiento interanual de la

tendencia-ciclo de dicho indicador fue de 4.1%, lo que evidencia que el comportamiento de la demanda agregada es congruente con la estimación de crecimiento económico anual prevista para 2015 (4.1%).

El Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a diciembre de 2015 se situó en 54.97 puntos, inferior en 14.54% respecto al registrado en noviembre (64.32 puntos), pero mayor en 5.15% al registrado en diciembre de 2014 (52.28 puntos). Vale subrayar que en los últimos cuatro meses dicho indicador ha aumentado 33.30 puntos, lo que denota una importante recuperación en la confianza de los agentes económicos y en las expectativas de estos sobre la actividad económica.

2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria

a) Evolución de la inflación

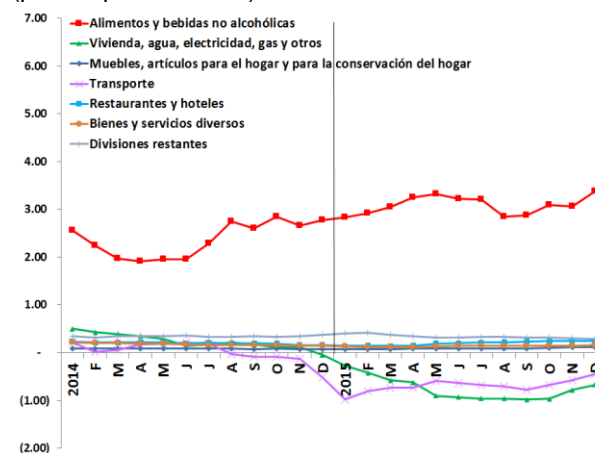
A diciembre, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 3.07%, dentro de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), confirmando el cambio en la tendencia a la desaceleración que inició en noviembre de 2014, resultado que estuvo asociado, fundamentalmente, con el efecto del choque externo de los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados respecto del año previo, lo cual había venido compensando, en parte, el aumento de la inflación de alimentos. A diciembre, el IPC refleja, principalmente, las alzas en las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; y *Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar*. Dichas alzas fueron compensadas, parcialmente, por las variaciones negativas en las divisiones de *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Transporte*. Las divisiones mencionadas, de acuerdo a su impacto⁴, explican, en conjunto, 90.55% de la inflación total observada (gráfica 13).

El alza en la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) continúa ejerciendo el mayor impacto dentro del IPC. A diciembre su variación interanual fue 9.89%, equivalente a 3.2 veces el ritmo de inflación total (3.07%). 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 tomate, cebolla,

culantro, güisquil, otras legumbres y hortalizas, papa, chile pimiento, zanahoria, frijol, ejotes, repollo, lechuga, elote y pepino que obedece a la menor oferta de algunos productos en el mercado interno, la cual se asocia 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 la venta de ganado en pie a México, a los incrementos establecidos por los expendedores desde inicios de año y la reducción en el hato ganadero derivado de la sustitución de crianza de ganado por siembra de caña de azúcar y palma africana. Adicionalmente, factores climáticos adversos (canícula prolongada) afectaron las áreas de pastoreo, principalmente en la zona denominada Corredor Seco⁵.

Gráfica 13

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



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

En el grupo de gasto Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicho grupo registraron alzas, principalmente, el aguacate, las frutas de estación, las naranjas, 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.

⁴ Se refiere a la proporción, en puntos porcentuales, con la que cada división de gasto impacta la inflación total.

⁵ Área integrada por Zacapa, El Progreso, Chiquimula, Jutiapa, Jalapa y Baja Verapaz.

El grupo de gasto Pan y cereales registró un incremento asociado al aumento en el precio medio de Productos de tortillería, Maíz y Pan. 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, asociadas a una disminución significativa en la cantidad de lluvia en la mayor parte del territorio nacional, aunada 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 reciente 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 (que podrían afectar la cosecha actual, especialmente en India, Ucrania y Argentina), 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 2.71% 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 2.31%, registró alzas en los gastos básicos siguientes: Champú, Jabón, Colonias y perfumes, Desodorantes y antitranspirantes, Papel higiénico y Artículos diversos para el cuidado personal. Asimismo, el incremento interanual de 2.22% observado en la división de gasto *Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar* respondió al aumento en el precio medio del Detergente para ropa, Artículos para limpieza del hogar, Jabón varias clases, Cama y Baterías de cocina.

Por su parte, la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual de -5.72%, asociada, principalmente, a la reducción del precio medio del Servicio de electricidad y del Gas propano, respecto del año anterior. En el caso del Servicio de electricidad, registró una disminución asociada a la reducción del pliego tarifario trimestral, tanto para la tarifa social como la tarifa no social. Por su parte, el Gas propano, la disminución se asocia, por un lado, a la baja del precio internacional del gas natural,

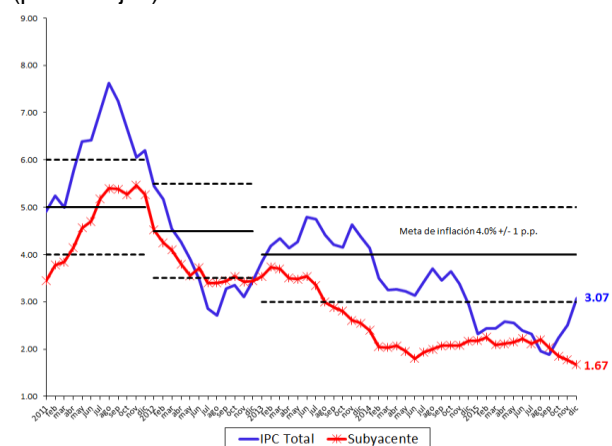
derivada de niveles de inventarios en el hemisferio norte superiores al promedio de los últimos cinco años y, por el otro, a los bajos precios de los derivados del petróleo.

La división de gasto *Transporte*, mostró una variación interanual de -4.79%, la cual se explica por la disminución del precio interno de la Gasolina superior, la Gasolina regular y del Diésel, ante la reducción del precio internacional de dichos derivados del crudo respecto del año anterior.

El ritmo de la inflación subyacente, a diciembre fue de 1.67%, revirtiendo la leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014 (gráfica 14). 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 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.

Gráfica 14

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)

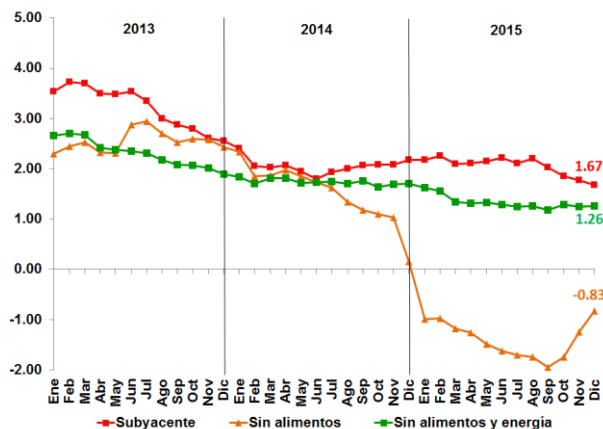


(1) Con información a diciembre de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En ese sentido, se considera que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, aunque son positivas, son moderadas, 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 15

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)

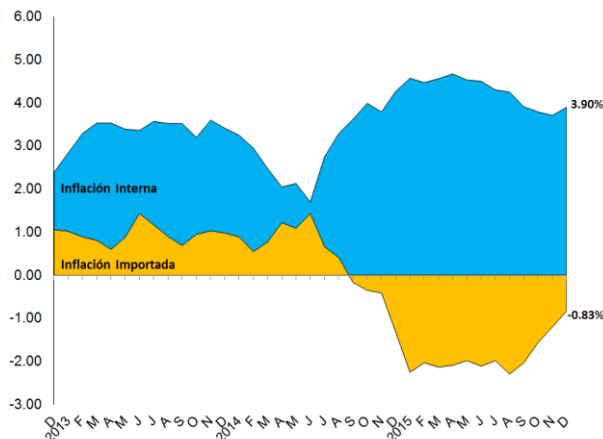


(1) Con información a diciembre de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

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. La descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.90% y -0.83%, respectivamente.

Gráfica 16

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



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

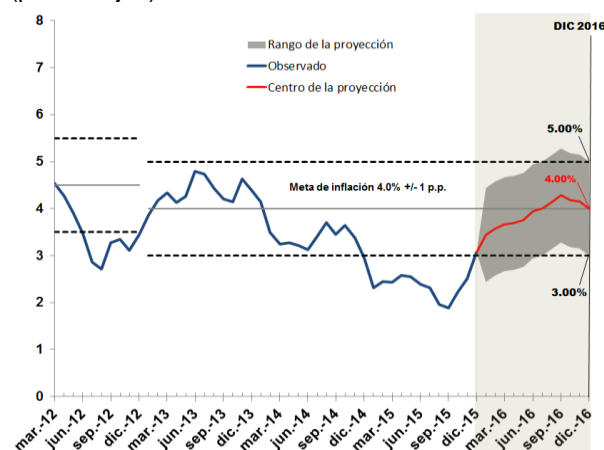
b) Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos

i) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 3.00% y 5.00% para diciembre de 2016; dentro de los límites de la meta (4% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 1.75% y 3.75% para diciembre de 2016; por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

Gráfica 17

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

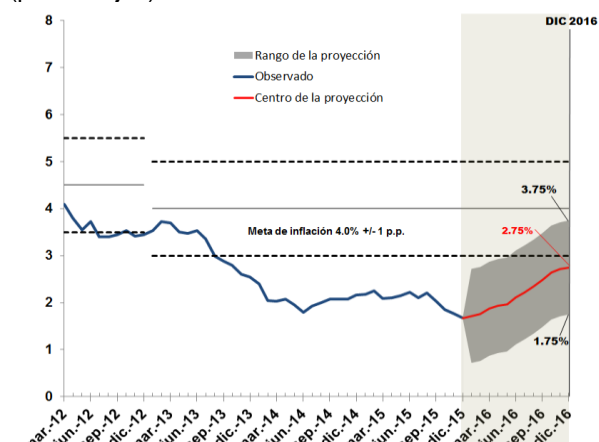


(1) Información observada a diciembre de 2015 y proyectada a diciembre 2016.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 18

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

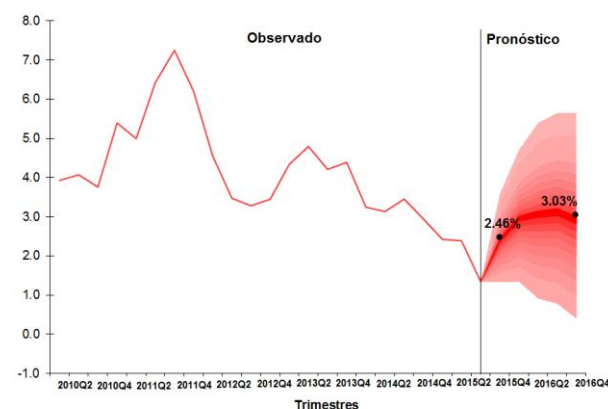
Los pronósticos de inflación toman en consideración que las presiones por factores de demanda (división de Alimentos y bebidas no alcohólicas, especialmente), son aún importantes y continúan siendo compensadas por los beneficios del choque de oferta relacionado con la caída del precio internacional de 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, aunque dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. El pronóstico considera, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas moderadas en el precio de las gasolinas y el diésel durante 2016; ii) incrementos en el precio interno del gas propano a partir del primer semestre de 2016; iii) estabilidad en el precio del servicio de electricidad durante 2016; iv) comportamiento estacional de los productos agrícolas; v) incrementos en el precio de la carne de res durante 2016; y vi) incrementos en el precio medio del pan durante 2016. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes: i) brecha del producto prácticamente cerrada para 2016; ii) menor dinamismo en el consumo privado durante 2016; iii) recuperación en el gasto de gobierno durante 2016; iv) crédito bancario empresarial y al consumo moderándose durante 2016; y v) demanda externa estable durante 2016.

ii) 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.

Gráfica 19

Pronósticos de Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

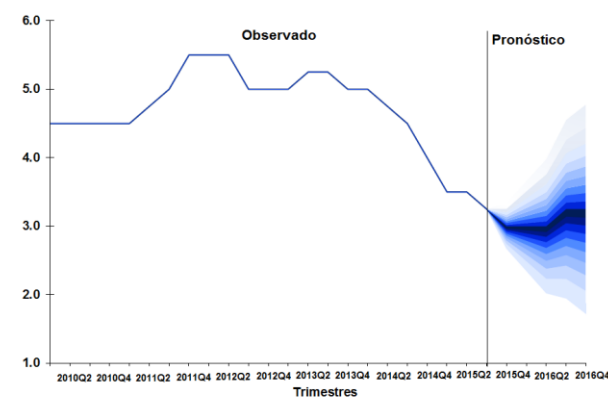


(1) Con información observada a octubre de 2015 y pronosticada hasta diciembre 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 20

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) los factores externos han generado presiones desinflacionarias en la economía guatemalteca, las cuales se han intensificado en 2015, pero se espera que tales presiones desinflacionarias externas se moderen y eventualmente tiendan a neutralizarse e incluso revertirse, de manera gradual, en el horizonte de pronóstico 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.

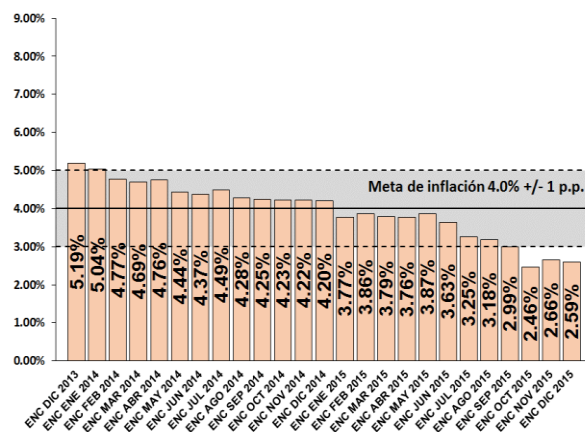
Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos, con datos a octubre, anticipan una trayectoria de inflación con valores por debajo del valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría para finales de 2016 en 3.03%. 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 diciembre, 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.

iii) Expectativas de inflación

Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados efectuada en diciembre de 2015, indican que las expectativas de inflación se ubican en un rango entre 1.59% y 3.59% para diciembre de 2015 y entre 2.17% y 4.17% para diciembre de 2016. En ambos casos, las expectativas se ubican por debajo de los límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráficas 21 y 22). Dichas expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados; la evolución de los precios de las materias primas (distintas al petróleo y sus derivados); el desempeño de las políticas fiscal y monetaria; y el comportamiento del tipo de cambio nominal, entre otros, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

Gráfica 21

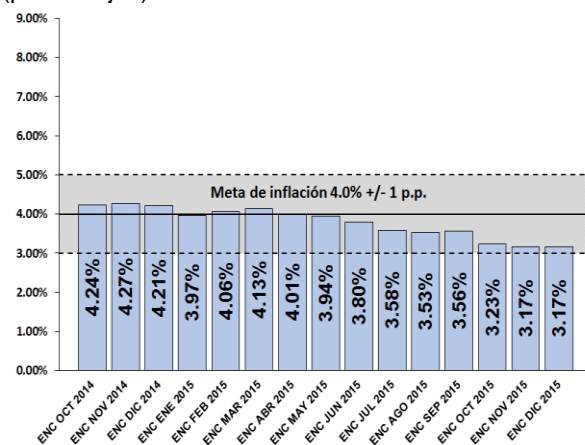
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2015 (1) (porcentajes)



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

Gráfica 22

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



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

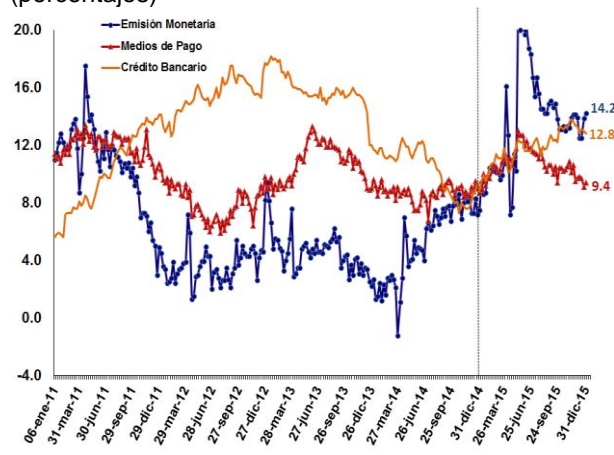
c) Variables informativas de la política monetaria

i) Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2015 los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento más dinámico que el previsto a finales del año anterior, registrando, en promedio, variaciones interanuales de dos dígitos.

Gráfica 23

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



(1) Variación interanual observada al 31 de diciembre de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Emisión monetaria

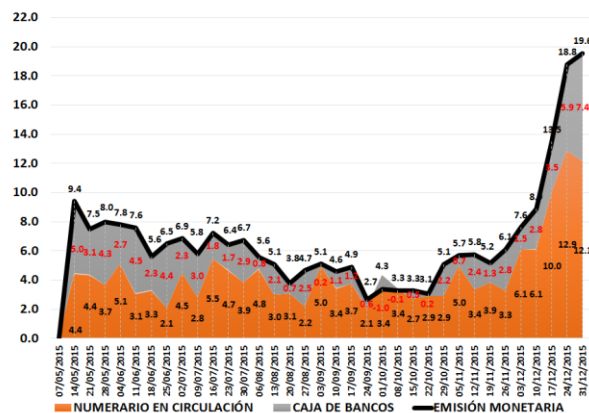
El comportamiento de la demanda de emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; de un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y de un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. En ese contexto, entre enero y la primera semana de mayo de 2015, la demanda de emisión monetaria mostró un ritmo dinámico de crecimiento (en promedio, alrededor de 10.0%), el cual, aunque se ubicaba por encima de los valores estimados, era congruente con el dinamismo observado en los principales indicadores de la actividad económica y, en general, guardaba una estrecha relación con sus componentes tendencial y estacional. A partir de la segunda semana de mayo la variación interanual del saldo de la emisión monetaria se expandió considerablemente (de 10.2% el 7 de mayo a 21.5% el 14 de mayo), como resultado de una demanda

adicional de efectivo (componente aleatorio) por motivo precaución⁶ por parte de los agentes económicos, debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema. Dicha demanda adicional de efectivo, dado el motivo que la ocasionó y considerando experiencias similares de años anteriores, se estimó que retornaría gradualmente a sus niveles tendenciales, en la medida en que los agentes económicos normalizaran su demanda de dinero por motivo precaución; por lo que, dicho excedente de emisión monetaria no provocaría presiones inflacionarias.

Al analizar los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación⁷ y caja de bancos⁸), se observó que, entre la segunda quincena de mayo y la última semana de octubre, ambos se redujeron gradualmente. En efecto, el proceso de convergencia de la emisión monetaria, hasta la primera semana de octubre, fue el resultado de la recuperación gradual de la confianza por parte del público (aunque a un ritmo más lento al esperado), reflejada en una reducción de la demanda de efectivo (numerario en circulación) y, en mayor medida, por la disminución del efectivo en poder de las instituciones bancarias (caja de bancos); por lo que, el primer motivo que generó el incremento en la demanda de emisión monetaria se redujo considerablemente, aunque no por completo, de 21.5% a 13.1% entre el 14 de mayo y el 8 de octubre.

Gráfica 24

Composición de la Emisión Monetaria
Variaciones Acumuladas Respecto del 7 de mayo de 2015 (1)
(porcentajes)



(1) Al 31 de diciembre de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

⁶ De acuerdo con la literatura, los motivos que explican la demanda de dinero son: precaución, transacción y especulación.

⁷ Se refiere a los billetes y monedas en poder del público.

⁸ Corresponde a billetes y monedas, principalmente, en bóvedas de los bancos y dispensadores de efectivo.

A partir de la segunda semana de octubre, se observó el inicio de un nuevo episodio de incremento en la demanda de emisión monetaria, aunque en esta ocasión, explicado por motivo transacción, estrechamente relacionado con el dinamismo del consumo privado. Al 31 de diciembre la emisión monetaria registró una variación interanual de 14.2%.

Medios de pago

Los medios de pago, al 31 de diciembre, registraron un crecimiento interanual de 9.4% (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%, la cual ha venido aumentando en los últimos años, lo que refleja un mayor grado de profundización financiera.

Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 31 de diciembre registró un crecimiento interanual de 12.8%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (18.0%) como en moneda nacional (10.1%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo, aunque por encima del crecimiento del PIB nominal y de las captaciones bancarias.

El crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada, como se indicó, al dinamismo observado en el crédito al consumo; así como del aumento de crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo (alrededor 97% del financiamiento concedido en moneda extranjera). La referida aceleración en dicho crédito ha sido financiada con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior, las cuales se han acelerado desde el segundo trimestre de 2015, registrando a diciembre una variación interanual superior a 15.0% y, en menor medida, con captaciones en moneda extranjera, las que al 31 de diciembre registran un incremento interanual de 9.0%. La mayor preferencia por el financiamiento en moneda extranjera, entre otros factores, se asocia a la estabilidad del tipo de cambio nominal y a la reducción observada en la brecha entre tasas de interés en moneda nacional y extranjera.

Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional, desde el segundo trimestre, ha mantenido una tendencia positiva en el ritmo de crecimiento, resultado del

aumento del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor (que significan 64.0% y 38.0%, respectivamente, del incremento a diciembre, respecto de diciembre de 2014).

Por otra parte, desde la perspectiva de la actividad económica, la cartera crediticia muestra que las mayores tasas de variación relativa interanual se han concentrado en los sectores siguientes: electricidad, gas y agua (65.9%), consumo (15.8%) e industria manufacturera (12.6%).

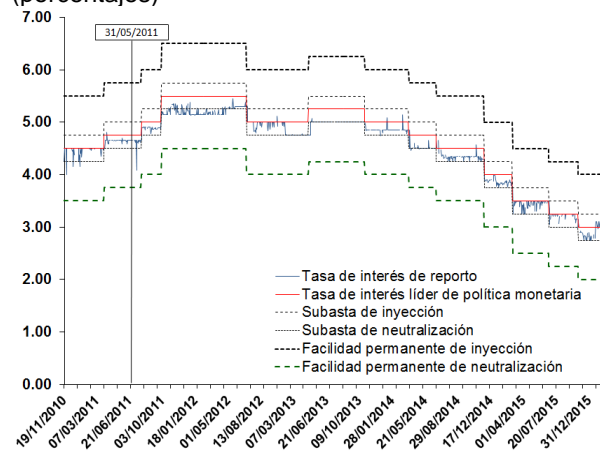
ii) Tasas de interés

De corto plazo

La tasa de interés de operaciones de reporto a un día, 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 condiciones flexibles 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 25

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



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

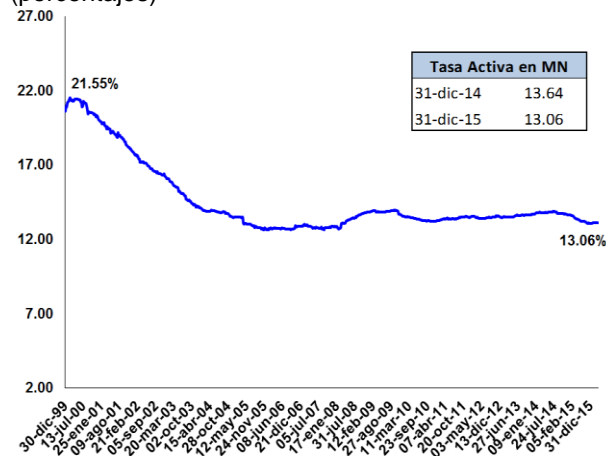
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

De largo plazo

La tasa de interés representativa del largo plazo es la tasa de interés activa, en moneda nacional, del sistema bancario, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.48%, significativamente inferior a los niveles registrados en el lustro anterior.

Gráfica 26

Tasa de Interés Activa (1)
(porcentajes)

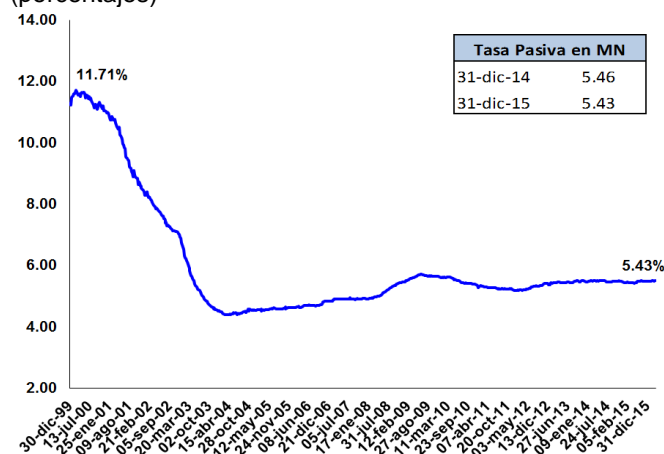


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2015.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Al 31 de diciembre, la tasa de interés activa en moneda nacional se redujo 58 puntos respecto de diciembre de 2014, pasando de 13.64% a 13.06%, 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). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.43% (gráfica 27), 3 puntos básicos por debajo del valor observado a diciembre de 2014 (5.46%).

Gráfica 27

Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2015.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

iii) Tipo de cambio real

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

En ese contexto, la dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, 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 tercer trimestre de 2015, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los

modelos 1 y 2^o estiman una leve sobreapreciación de entre 1.94% y 3.20%, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una leve sobredepreciación de 0.45%.

Adicionalmente, la tendencia a la apreciación observada en el tipo de cambio real se explica, principalmente, por los diferenciales de inflación del país respecto de sus principales socios comerciales, razón por la que el Banco Central debe enfocar sus esfuerzos en el cumplimiento de su objetivo fundamental, lo cual contribuye a reducir dichos diferenciales.

3. Variables del sector externo

A noviembre de 2015, el comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), muestra que el valor FOB de las exportaciones de bienes se incrementó 0.6% 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 3.1%, 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 incremento significativo. La balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$6,305.0 millones, inferior en US\$580.2 millones al observado en el mismo período de 2014 (US\$6,885.2 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 (11.4%), ante la mayor demanda externa y por la disminución registrada en el precio medio (9.6%). Entre los principales productos exportados destacan: banano, hierro y acero, artículos de vestuario y productos farmacéuticos. En contraste, se registraron disminuciones en el valor exportado de petróleo, bebidas, plomo y líquidos alcohólicos y vinagres.

El valor de las exportaciones de banano aumentó US\$118.1 millones (19.5%), explicado por el

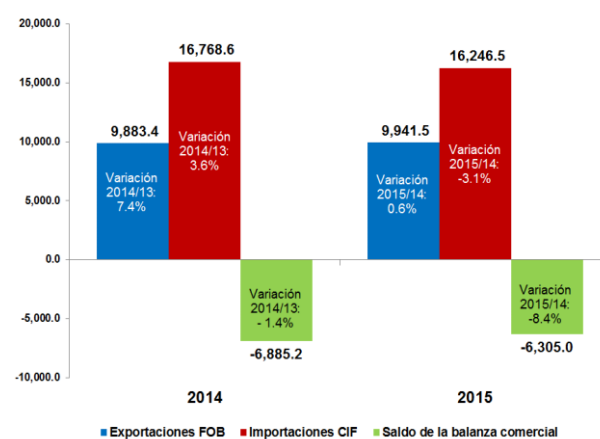
incremento, tanto en el volumen exportado (18.2%), como en el precio medio por quintal (1.2%), al pasar de US\$15.27 a US\$15.45. El alza en las ventas de la fruta se asocia a la mayor demanda externa, lo que motivó un incremento en las áreas de cultivo; mientras que el aumento en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores, como Filipinas, Costa Rica y Colombia. Cabe indicar que el 88.1% de las exportaciones de dicho producto se destinaron a Estados Unidos de América.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$96.0 millones respecto a lo acumulado a noviembre de 2014, al situarse en US\$213.6 millones (81.7%). Este resultado obedece, fundamentalmente, al incremento de US\$90.1 millones en las exportaciones de ferroníquel por parte de la Compañía Procesadora de Níquel de Izabal, S.A.

Las ventas al exterior de artículos de vestuario aumentaron US\$47.2 millones (4.0%), resultado del incremento en el volumen exportado (7.1%), el cual fue contrarrestado, en parte, por la disminución en el precio medio de exportación (2.9%). Dicho aumento en el volumen se asocia a una mayor demanda por parte de Estados Unidos de América, país que compra más de 90.0% de estos bienes.

Gráfica 28

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



(1) Con información a noviembre de cada año.

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

El valor de las ventas al exterior de productos farmacéuticos aumentó US\$45.8 millones (18.0%), reflejo de incrementos tanto en el precio medio

⁹ El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos 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.

(12.1%), como en el volumen exportado (5.2%). El aumento en el valor exportado es consecuencia de mayores ventas a Panamá, Nicaragua, Honduras, Costa Rica y El Salvador, países que compran más del 80.0% de estos bienes.

El valor de las exportaciones de petróleo se redujo 54.2% (US\$141.4 millones), explicado por la caída en el precio medio por barril (52.9%), que pasó de US\$87.54 a US\$41.26; y la disminución en el volumen exportado de 2.8%. La reducción en el precio medio de exportación es reflejo de la caída en el precio internacional del crudo.

En cuanto al valor exportado de plomo, se registró una disminución de 10.8% (US\$35.9 millones), debido, fundamentalmente, a la reducción en el precio medio (18.7%), ya que el volumen exportado aumentó (9.6%). El comportamiento a la baja en el precio medio de exportación estuvo influenciado, entre otros factores, por la relación de su cotización con otros metales y materias primas (distintas al petróleo y sus derivados) que han sido afectados por la fortaleza del dólar estadounidense; mientras que el aumento del volumen es consecuencia de una mayor producción de la Minera San Rafael, aunque dicho crecimiento es inferior al considerable incremento del año anterior.

El valor de las ventas al exterior del rubro de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró una reducción de 13.1% (US\$42.3 millones), reflejo de la disminución en 6.9% del precio medio y de 6.5% en el volumen. Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por la reducción en las ventas de etanol como consecuencia de la caída en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

En lo que respecta a las importaciones, la disminución de su valor CIF (3.1%), estuvo determinada por la reducción de 15.5% en el precio medio, efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento de 14.7% en el volumen. El referido comportamiento se explica, principalmente, por la considerable reducción en el valor importado de combustibles y lubricantes (28.2%), asociado a la caída de 40.6% en el precio medio y compensado, parcialmente, por el incremento en el volumen de 20.2%; mientras que los otros rubros registraron una mayor demanda, destacando bienes de consumo (8.5%), bienes de capital (2.2%) y materiales de construcción (0.9%).

Dada la significativa caída en el precio internacional del crudo, se ha generado un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes de US\$919.8 millones a noviembre, al pasar de US\$3,264.7 millones en 2014 a US\$2,344.9 millones en 2015.

El ingreso de divisas por remesas familiares a diciembre, alcanzó US\$6,285.0 millones, superior en US\$740.9 millones (13.4%) respecto a igual período de 2014, principalmente, por la recuperación en el mercado laboral de Estados Unidos de América.

El déficit en cuenta corriente, con base en lo anterior, se ubicaría en 0.5% del PIB (2.1% en 2014), el cual sería financiado con flujos de capital privado, particularmente de inversión extranjera directa.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó al 31 de diciembre en US\$7,751.2 millones, equivalente a 5.4 meses de importación de bienes que, conforme a estándares internacionales, continúa reflejando la sólida posición externa del país, y superior en US\$417.7 millones al registrado a diciembre de 2014.

4. Finanzas públicas

Durante 2015, las finanzas públicas fueron afectadas por el continuo deterioro de los ingresos públicos provenientes de la recaudación tributaria, así como de fuentes externas (préstamos y donaciones), lo que conllevó a una significativa contención del gasto público, obligando a las autoridades fiscales 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), motivada entre otros factores, por la reducción de la tasa impositiva a las empresas; iii) la caída de las regalías petroleras, como consecuencia de la citada 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. Por otra parte, el ingreso de recursos provenientes de fuentes externas se moderó desde mayo derivado, posiblemente, de la crisis política e institucional que afectó al país. En términos generales, se estima que el monto de recursos no recaudados, respecto de lo presupuestado, significó una merma de recursos para el Estado de alrededor de 1.5% del PIB, situación que obligó a las autoridades fiscales a contener el gasto y a reducir el déficit fiscal previsto (2.0% del PIB).

En el contexto anterior, con cifras preliminares, los ingresos tributarios y los gastos totales como porcentaje del PIB se ubicaron en 10.2% y 12.2%, respectivamente, siendo estos los niveles más bajos registrados en los últimos 17 años. En cuanto al déficit fiscal y la deuda pública total como porcentaje del PIB, estos se ubicaron en 1.5% y 24.3%, en su orden, indicadores congruentes con el proceso de

reducción del déficit fiscal y con el mantenimiento de una trayectoria de deuda pública estable, contribuyendo con ello a la estabilidad macroeconómica en general, y a la estabilidad de los precios internos, en particular.

a) Ingresos

Al 31 de diciembre de 2015, según cifras preliminares el MFP, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 1.0%, respecto al mismo período del año anterior, resultado del incremento de 1.3% que registraron los ingresos tributarios (94.3% de los ingresos totales) y de la disminución de 3.8% para el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos disminuyeron 1.2%, afectados por la baja de 4.1% en la recaudación del ISR, resultado de la reducción de la tasa impositiva de las rentas de actividades lucrativas del régimen de utilidades, lo que motivó el cambio de régimen de algunos contribuyentes y la forma de determinar el pago trimestral; mientras que el Impuesto de Solidaridad (ISO) aumentó 10.5%. Por su parte, los impuestos indirectos aumentaron 2.7%, de los cuales el Impuesto al Valor Agregado (IVA) doméstico creció 5.6% y el impuesto sobre la distribución de petróleo 18.6%, ambos congruentes con el dinamismo del consumo privado; mientras que el IVA sobre importaciones disminuyó 3.4%, influenciado por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, de combustibles y lubricantes¹⁰.

De acuerdo con el MFP, los ingresos tributarios al 31 de diciembre de 2015 alcanzaron un monto de Q49,723.6 millones, equivalente a 90.9% de la meta de recaudación para dicho período (Q54,701.1 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q4,977.5 millones (9.1%)¹¹.

b) Gastos

Durante el primer trimestre de 2015, el gasto público evidenció un comportamiento dinámico, reflejo del aumento en la disponibilidad de caja del Gobierno Central, resultado de la pronta colocación

¹⁰ Durante 2014, la vigencia del Acuerdo Gubernativo 174-2014 (exoneración de multas) aportó al fisco Q573.8 millones, que correspondían al pago de impuestos de ejercicios fiscales de años anteriores; al descontar dicho monto de la recaudación de 2014, se hubieran observado a diciembre de 2015 tasas de variación de 2.5% para los ingresos tributarios, de -2.0% para el ISR y de 6.7% para el IVA doméstico (en lugar de 1.3%, -4.1% y 5.6%, respectivamente).

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.

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 de 2015 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 los recursos financieros disponibles; así como de privilegiar aquellos gastos esenciales, como las nóminas salariales, el servicio de la deuda pública, aportes institucionales y el gasto social. En ese contexto, al 31 de diciembre de 2015, el gasto público disminuyó 1.5%, respecto a similar período del año anterior. En lo que respecta a la distribución del gasto, el de funcionamiento aumentó 3.8%, mientras que el de capital disminuyó 20.3%. 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 51.7% 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 en 2015, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 88.4%, inferior al registrado en 2014 (91.9%), principalmente por la atención del Servicio de la Deuda Pública (99.7%). Entre las entidades que tuvieron mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (98.3%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (89.3%); en tanto que las que registran menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio Agricultura, Ganadería y Alimentación (61.6%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (60.8%).

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 31 de diciembre de 2015, resultó en un déficit fiscal de Q7,158.8 millones (1.5% del PIB), inferior al registrado en el mismo período del año anterior (Q8,594.4 millones) tanto en términos nominales como en términos del PIB, en congruencia con el modesto dinamismo en el gasto público. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el

financiamiento interno neto fue positivo en Q3,994.0 millones, resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,159.5 millones¹², vencimientos por Q4,159.5 millones y amortización neta de primas de deuda interna por Q6.0 millones. En lo que respecta al financiamiento externo neto, este se ubicó en Q3,637.7 millones, derivado de desembolsos por Q6,240.0 millones y amortizaciones por Q2,602.3 millones. El resultado de las operaciones anteriores generó un aumento de caja del Gobierno Central por Q472.9 millones.

Al 31 de diciembre de 2015, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q61,623.3 millones (12.6% del PIB), el que, si bien es mayor en Q4,000.0 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\$7,489.9 millones, mayor en US\$450.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2014 (US\$7,039.3), aunque como porcentaje del PIB también se redujo, al pasar de 12.0% del PIB a diciembre de 2014 a 11.7% al 31 de diciembre de 2015.

Vale destacar que en diciembre de 2015 el MFP colocó en el mercado local el saldo de bonos del tesoro (Q361.4 millones) que estaba previsto para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2013. Dichos fondos los utilizó para gasto público. En el Anexo 1 se presenta un análisis detallado sobre la importancia de restituir las deficiencias netas al Banco Central.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2015

1. Tasa de interés líder de política monetaria

Conforme el calendario previsto para 2015, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. 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 la reunión efectuada en junio, la redujo en 25 puntos básicos para situarla en 3.25%, manteniendo ese nivel en la decisión de agosto. La redujo nuevamente en 25 puntos en la decisión de

septiembre, con lo que el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria se ubicó en 3.00%, mismo nivel que mantuvo en su reunión de noviembre. En todas las decisiones se tomó en cuenta el balance de riesgos de inflación, siendo relevante en el análisis del ámbito externo, 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 el desempeño de la actividad económica se mantuvo congruente con la estimación de crecimiento anual del PIB, 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 de dicha meta, en un contexto en el que las expectativas de inflación permanecen ancladas, resultado de la evolución de precios del petróleo y de la disciplina de la política monetaria, así como del efecto positivo proveniente de la reducción del déficit fiscal.

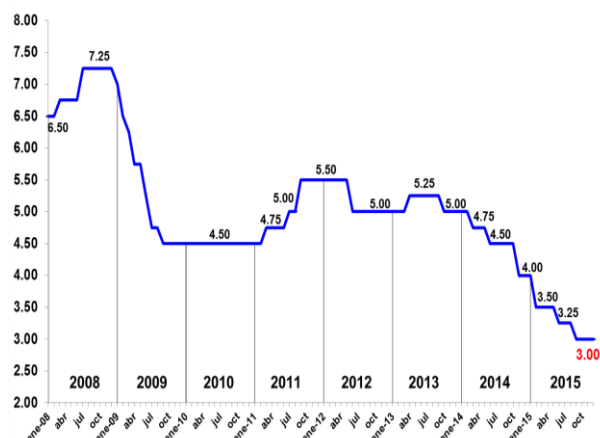
Vale indicar que la Junta Monetaria, considerando que la disminución de la inflación desde el segundo semestre de 2014 ha estado influenciada por un choque de oferta externo, relacionado con la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, ha sido prudente en reducir gradualmente el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, ante la presencia de un choque de oferta, que por su naturaleza, es temporal.

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

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.

Gráfica 29

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

2. Operaciones de estabilización monetaria

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. En ese sentido, derivado de que en el año se observaron excedentes de liquidez asociados, principalmente, a la disminución en la posición con bancos, al 31 de diciembre, las referidas operaciones registraron una disminución de Q17.2 millones, de los cuales el 75.3% corresponde al sector privado y el 24.7% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2014, el 15.5% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 31 de diciembre de 2015 la referida proporción aumentó a 16.2%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 30.8% en diciembre de 2014 a 27.1% el 31 de diciembre de 2015, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo aumentó en 3.0 puntos porcentuales (de 53.7% en 2014 a 56.7% en 2015). El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual al del año previo.

Es importante destacar que dado el elevado *stock* de operaciones de estabilización monetaria, el Banco Central debe mantener su presencia en el mercado de largo plazo, a fin de tratar de ir resolviendo el problema estructural de la política monetaria que hace que este tenga una posición deudora frente al mercado de dinero.

Cabe indicar que a principios de 2015 el Banco de Guatemala captaba depósitos a plazos de hasta 1 año, mientras que el Ministerio de Finanzas Públicas

coloca Bonos del Tesoro a plazos de entre 7 y 15 años. Ante tal circunstancia, los expertos del Centro Regional de Asistencia Técnica de Centroamérica, República Dominicana y Panamá (CAPTAC-DR) han recomendado al Banco de Guatemala hacer colocaciones de depósitos a plazos mayores de 1 año procurando alcanzar hasta 3 años, con el propósito de que en el mercado existan precios de referencia adicionales para la negociación de instrumentos públicos en el mercado secundario, lo que además permitiría al Banco Central realizar una mejor gestión de sus pasivos. En ese contexto el Banco de Guatemala, a partir del 16 de marzo de 2015 inició la captación de depósitos a plazo hasta 2 años.

3. Tipo de cambio nominal

En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad del tipo de cambio nominal es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como su ancla nominal. En adición, la flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente evitando que los ajustes se trasladen al empleo y a la producción. En 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.

Al 31 de diciembre de 2015, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, mantuvo un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando un nivel de Q7.63237 por US\$1.00 que representa una ligera depreciación, respecto del año anterior, de 0.47%. El tipo de cambio del dólar, a lo largo de 2015 se vio influenciado por una menor demanda de divisas para importaciones respecto del año anterior y de una mayor oferta de estas, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares. Asimismo, al 31 de diciembre, la participación del Banco Central en ese mercado cambiario generó compras netas de divisas por US\$375.4 millones (compras por US\$409.9 millones y ventas por US\$34.5 millones), equivalente a 0.97% del total de divisas negociadas en el Mercado Institucional de Divisas.

SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2016

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

El FMI, en su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial, destaca que las condiciones económicas en las principales economías y regiones se mantuvieron desiguales en 2015. En efecto, respecto del año previo, el crecimiento en las economías avanzadas se recuperaría ligeramente, liderado por el desempeño de Estados Unidos de América; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento se desaceleraría, debido a la disminución en los precios de las materias primas, la depreciación de sus monedas y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

Para 2016, el FMI proyecta que la actividad económica mundial mejorará al crecer 3.4% (3.1% en 2015), debido a la continuación del proceso de recuperación de las economías avanzadas que inició en 2013 y que seguirá consolidándose el próximo año (1.9% en 2015 y 2.1% en 2016); también por las mejores perspectivas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo (4.0% en 2015 y 4.3% en 2016), en particular, para aquéllas que enfrentaron importantes dificultades en 2015 (Rusia, Venezuela, Argentina y algunas de Oriente Medio, excepto en Brasil cuya contracción económica se extendería hasta 2016). Si bien el crecimiento en varias de estas economías se mantendría débil o con tasas negativas, los resultados serían mejores a los esperados para el presente año, lo que estaría compensando, en parte, la desaceleración esperada en la República Popular China.

En las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento de 2.5% tanto en 2015 como 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 disminución de las exportaciones netas, debido, principalmente, a la apreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas. No obstante, las perspectivas de largo plazo aún son débiles, dado el envejecimiento de la población y el bajo crecimiento de la productividad total de los factores de producción.

En la Zona del Euro, el crecimiento del producto se situaría en 1.5% en 2015 y en 1.7% en

2016 apoyado por los bajos precios del petróleo, la expansión monetaria y la depreciación del euro. Dicho crecimiento estaría asociado a la mejora en la actividad económica de Alemania, Francia, Italia y especialmente España. Por su parte, 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. Sin embargo, los recientes acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en parte, las preocupaciones en torno a dicho país.

En el Reino Unido, el crecimiento continuaría apoyado por la recuperación del crecimiento de los salarios y los bajos precios internacionales del petróleo.

En Japón, luego del estancamiento del PIB en 2014 (0.0%), se considera que su crecimiento económico será gradual, al pasar de 0.6% en 2015 a 1.1% en 2016, apoyado por un mayor ingreso real, por los altos precios de las acciones; la implementación de una segunda fase del programa de facilidad cuantitativa y cualitativa (QQE2); además, por los bajos precios internacionales del petróleo y otras materias primas. La actividad económica japonesa no ha reaccionado conforme lo esperado, ante las denominadas políticas Abenómicas, lo cual, como se indicó, ha puesto en duda su efectividad, lo que desde inicios de su implementación ya se había cuestionado.

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 6.9% en 2015 a 6.4% 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 internacionales del petróleo y otras materias primas, podría impulsar el consumo.

En América Latina, el débil crecimiento para 2015 (-0.3%) continuaría en 2016 (-0.3%). En parte,

reflejo del modesto crecimiento en Estados Unidos de América durante el primer semestre del año que afectó las perspectivas de México (2.5% en 2015 y 2.7% en 2016); mientras que el descenso en el precio de las materias primas continuaría debilitando las perspectivas económicas para 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, deterioraron la demanda interna, en particular, la inversión privada, por lo que se prevé una recesión para 2015 (-3.8%), con efectos de contagio a nivel regional. Para 2016, no se prevé que las tensiones políticas disminuyan considerablemente, lo que hace poco probable que la confianza de los agentes económicos se recupere en el corto plazo, lo cual, entre otros factores, provocaría que la recesión económica se extienda hasta finales de 2016 (-3.5%). Por su parte, en Venezuela la recesión fue profunda en 2015 (-10.0%) y persistiría en 2016 (-6.0%), debido a la caída en los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014, lo cual ha incrementado los desequilibrios macroeconómicos internos y las presiones sobre la balanza de pagos; a lo que se suma la falta de coherencia en sus políticas económicas. Además, 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); mientras que Colombia registraría crecimientos de 2.5% y de 2.8% en 2015 y en 2016, respectivamente.

En Centroamérica, el crecimiento se elevaría moderadamente (3.3% en 2015 y 3.6% en 2016) debido, en parte, al incremento del ingreso en términos reales, derivado de la expectativa de que los precios internacionales del petróleo podrían permanecer en niveles bajos el próximo año.

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 a reducir vulnerabilidades más que a apoyar el crecimiento, o por un aterrizaje forzoso, cuyos efectos derrame serían negativos para el comercio mundial; precios más bajos de las materias primas, que afectarían en forma negativa a los países exportadores netos de las mismas; mayor fortalecimiento del dólar estadounidense respecto a las principales monedas a nivel mundial, que causaría tensiones en las hojas de balance y en las fuentes de fondeo, contrarrestando los beneficios comerciales de la depreciación real de las monedas en algunas economías; incremento del

apalancamiento de las empresas; mayor crecimiento del crédito bancario, particularmente, en moneda extranjera; y turbulencia en los mercados financieros, derivado de una normalización no exitosa¹³ de la política monetaria en las economías avanzadas.

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 y para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

2. Inflación mundial

El nivel general de inflación internacional ha disminuido, especialmente en las economías avanzadas, a consecuencia, principalmente, de la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados y de otras materias primas. En las economías de mercados emergentes y países en desarrollo, la reducción en el precio de las materias primas también ha contribuido a reducir el nivel general de precios; sin embargo, en algunas economías la importante depreciación de sus monedas, además de su condición de exportadores netos de materias primas, ha moderado ese efecto. De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.5% para 2016; en las economías avanzadas en 1.4%; mientras que para las economías de mercados emergentes y países en desarrollo la misma podría situarse en 5.0%.

En Estados Unidos de América se anticipa que la inflación se ubique en 1.4% en 2016, inferior al objetivo de largo plazo establecido por la FED de 2.0%, debido a que la reducción del precio de la energía, continuaría ejerciendo alguna influencia durante ese período, aunado a un moderado incremento de los salarios.

En la Zona del Euro, la inflación continuaría baja, por lo que podría situarse en 1.1% en 2016, también por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (BCE) de 2.0%. El FMI y el BCE estiman que el riesgo de deflación se ha ido reduciendo paulatinamente. No obstante, las expectativas inflacionarias siguen bajas y permanece el riesgo de que disminuyan, especialmente, por la significativa reducción en los precios internacionales de las materias primas, particularmente el petróleo y

¹³ La ruptura global de los mercados financieros implicaría la pérdida de confianza en las políticas monetarias; disminución del crecimiento económico; retraso o paralización de la normalización de las referidas políticas; cambios en las primas de riesgo, influenciadas por la baja liquidez del mercado; desaceleraciones del ciclo de crédito, junto con un desordenado desapalancamiento, entre otros factores.

sus derivados, en combinación con una débil recuperación económica.

En Japón, se anticipa que la inflación se sitúe en 0.6% en 2016, en el marco de una política monetaria altamente expansiva; sin embargo, las expectativas de un menor nivel de inflación se han incrementado por la recesión técnica iniciada en el segundo trimestre de 2015 y por la caída de los precios internacionales de las materias primas.

En la República Popular China, la proyección de inflación se sitúa en 1.8% para 2016; la cual estarían reflejando la reducción en los precios de las materias primas y el debilitamiento de su demanda interna.

Para América Latina, se prevé que la inflación se sitúe en 10.5% para 2016. En algunas de las economías con metas explícitas de inflación, las

proyecciones de inflación sugieren que la misma estaría por arriba de la meta fijada por las autoridades monetarias, mientras que en otras se registrarían leves reducciones. En términos generales, se prevé que dicha variable converja a las metas establecidas por los bancos centrales, una vez que el choque temporal de los precios internacionales del petróleo tienda a moderarse. En México y Perú, la inflación prevista para 2016 es de 3.0% y de 2.5%, en su orden. En Brasil, la inflación disminuiría en 2016 a niveles de alrededor de 5.5%. Para el caso de Colombia y Chile, se esperarían ligeras reducciones para 2016 (3.3% y 3.5%, respectivamente). En lo que respecta a Centroamérica, para 2016 se estima una moderada alza (4.3%), asociada principalmente al aumento en el rubro de alimentos.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2014	Proyecciones		2014	2015 ^{a/}	Proyecciones
		2015	2016			2016
Principales socios						
Estados Unidos	2.4	2.5	2.5	0.6	0.5	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	2.4	5.2
Zona del Euro	0.9	1.5	1.7	-0.2	0.2	1.1
México	2.3	2.5	2.7	4.1	2.1	3.0
Otros socios						
Colombia	4.6	2.5	2.8	3.7	6.8	3.3
Japón	0.0	0.6	1.1	2.6	0.3	0.6
Brasil	0.1	-3.8	-3.5	6.4	10.7	5.5
Chile	1.9	2.3	2.5	4.6	4.4	3.5
Perú	2.4	2.4	3.3	3.2	4.4	2.5
Reino Unido	2.9	2.3	2.3	0.9	0.2	1.7
China	7.3	6.9	6.4	1.5	1.6	1.8
Mundial	3.4	3.1	3.4	3.2	3.6	3.5
-Economías avanzadas	1.8	1.9	2.1	0.7	0.8	1.4
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.6	4.0	4.3	5.1	5.7	5.0
-América Latina y el Caribe (1)	1.3	-0.3	-0.3	8.2	5.7	10.5
-América Central	3.5	3.3	3.6	4.2	1.7	4.3
Principales socios (2)	2.2	2.5	2.5	1.3	0.9	1.9

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015 y actualización a enero de 2016 y consultas de Artículo IV. *Consensus Forecasts* a enero de 2016 y reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a diciembre de 2015.

^{a/} Cifras preliminares a diciembre. Estados Unidos y Japón a noviembre.

(1) En la inflación para 2014 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.

B. DEL ENTORNO INTERNO

1. Balanza de pagos

Tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un déficit equivalente a 0.6% del PIB al finalizar 2016. Dicho resultado estaría explicado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, de la de servicios y de la renta, los cuales serían compensados, de manera parcial, por el saldo superavitario de las transferencias corrientes netas, relacionado principalmente con el crecimiento previsto de 8.5% en las remesas familiares.

De conformidad con lo anterior, se espera que el comportamiento del comercio exterior sea congruente con la aceleración del comercio mundial previsto para 2016 (3.4% según el FMI, 2.6% en 2015). En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,499.8 millones, mayor en 5.5% al de 2015. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$175.1 millones (6.6%) en el valor de las exportaciones de productos tradicionales y el de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$415.2 millones (5.1%). En el caso de los productos tradicionales, el mejor desempeño se asociaría a la recuperación de las exportaciones de azúcar, banano, café, petróleo y cardamomo, como resultado de una mejora prevista tanto en el volumen como en el precio medio de exportación. En lo que respecta al desglose de los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan 4.7%, mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando 5.3%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$17,110.8 millones, comportamiento congruente con las proyecciones de crecimiento de la actividad económica y que se reflejaría en aumentos en los rubros de combustibles y lubricantes (10.8%), bienes de consumo (4.8%), materiales de construcción (4.4%), maquinaria, equipo y herramienta (3.7%) y materias primas y productos intermedios (2.0%).

Por su parte, las remesas familiares aumentarían 8.5%, ante las perspectivas de consolidación del crecimiento económico en Estados Unidos de América, que contribuiría a una mejora en los niveles de empleo, aunque en menor grado, respecto de 2015.

El déficit en cuenta corriente sería financiado, principalmente, por la cuenta de capital y financiera, asociado al incremento previsto en la inversión

extranjera directa por alrededor de 10.0%, especialmente en los sectores siguientes: agricultura, minas y canteras; telecomunicaciones; comercio; electricidad; e industria manufacturera, así como a los flujos de financiamiento externo al país, tanto al sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito) como al sector público (principalmente, desembolsos de empréstitos). No obstante, aún se observaría una disminución de US\$50.0 millones en las Reservas Internacionales Netas (RIN).

Cuadro 5
BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2015 - 2016
(en millones de US Dólares)

CONCEPTO	2015 ^{e/}	2016 ^{py/} Base	Variaciones			
			2015- 2014		2016-2015	
			Absoluta	%	Absoluta	%
CUENTA CORRIENTE	-350.9	-423.9	878.8	-71.5	-73.0	20.8
A- BALANZA COMERCIAL	-5,474.8	-5,611.0	589.3	-9.7	-136.2	2.5
Exportaciones FOB	10,901.3	11,499.8	-90.4	-0.8	598.5	5.5
Mercancías Generales	10,765.1	11,355.4	-39.0	-0.4	590.3	5.5
Principales Productos	2,638.7	2,813.8	-140.7	-5.1	175.1	6.6
Otros Productos	8,126.4	8,541.6	101.7	1.3	415.2	5.1
Bienes Adquiridos en Puerto	136.2	144.4	-51.4	-27.4	8.2	6.0
Importaciones FOB	16,376.1	17,110.8	-679.7	-4.0	734.7	4.5
Mercancías Generales	16,369.0	17,103.2	-678.3	-4.0	734.2	4.5
Bienes Adquiridos en Puerto	7.1	7.6	-1.4	-16.5	0.5	7.0
B- SERVICIOS	-163.0	-208.1	-105.3	182.5	-45.1	27.7
Créditos	2,803.7	2,946.9	-33.7	-1.2	143.2	5.1
Débitos	2,966.7	3,155.0	71.6	2.5	188.3	6.3
C- RENTA	-1,802.9	-2,108.2	-250.0	16.1	-305.3	16.9
Créditos	456.3	478.2	10.6	2.4	21.9	4.8
Débitos	2,259.2	2,586.4	260.6	13.0	327.2	14.5
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	7,089.8	7,503.4	644.8	10.0	413.6	5.8
Remesas Familiares (Netas)	6,462.8	7,012.1	763.7	13.4	549.3	8.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1,503.9	1,818.7	-293.0	-16.3	314.8	20.9
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	--	0.0	--
B- CUENTA FINANCIERA	1,503.9	1,818.7	-293.0	-16.3	314.8	20.9
1- Inversión Directa	1,294.5	1,428.6	12.2	1.0	134.1	10.4
En el exterior	-115.0	-121.9	-8.6	8.1	-6.9	6.0
En Guatemala	1,409.5	1,550.5	20.8	1.5	141.0	10.0
2- Inversión de Cartera	-49.2	-48.9	-843.6	-106.2	0.3	-0.6
3- Otra Inversión	258.6	439.0	538.4	-192.4	180.4	69.8
Préstamos del Sector Público	475.2	587.0	469.5	8,236.8	111.8	23.5
ERRORES Y OMISIONES	-677.6	-1,444.8	-182.9	37.0	-767.2	113.2
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	475.4	-50.0	402.9	555.7	-525.4	-110.5
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento) ^{y/}	-475.4	50.0	-402.9	555.7	525.4	-110.5
CUENTA CORRIENTE / PIB	-0.5	-0.6				

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

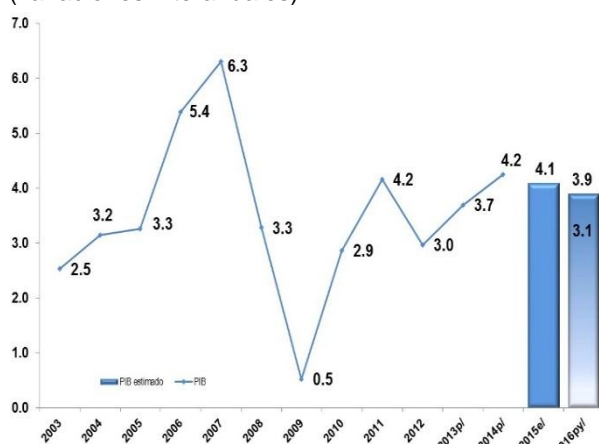
^{y/} De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado.

2. Actividad económica

El dinamismo de la actividad económica se refleja en el comportamiento de los diferentes indicadores de corto plazo como el IMAE, el PIB trimestral, las remesas familiares, los salarios, según el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS), y el crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo. Dicho dinamismo se refleja, por el lado de la oferta, en el crecimiento de todas las ramas de actividad económica y, por el lado del gasto, en el dinamismo del consumo privado y de la demanda externa, por lo que la estimación revisada del PIB para 2015 es de 4.1%. En cuanto a las perspectivas para 2016, con la última información disponible, las proyecciones de crecimiento para la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), anticipan que el crecimiento del PIB se ubicaría en un rango de entre 3.1% y 3.9%.

Gráfica 30

Producto Interno Bruto
(variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas.

py/ Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2016.

a) Actividad sectorial

La actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.6% en el PIB y una contribución de 0.38 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.5%, asociado a la recuperación prevista en la producción de café, producto de la renovación del

parque cafetero y demás labores culturales orientadas a eliminar los efectos ocasionados por la roya en dicho cultivo. Asimismo, se prevé un desempeño positivo en el cultivo de banano, debido a la ampliación de áreas productoras, resultado de mejores perspectivas de demanda externa. Por su parte, en los cultivos no tradicionales se estiman mayores niveles de producción de hortalizas y frutas, asociados a una mayor demanda interna y a condiciones climáticas normales para su cultivo.

La actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.8% en el PIB y una contribución de 0.04 puntos porcentuales) se prevé muestre un crecimiento de 1.8%, congruente con los niveles esperados de extracción de minerales metálicos, como plomo, zinc, plata y níquel, así como con el desempeño positivo en la extracción de piedra, arena y arcilla, asociado a la evolución esperada de la actividad construcción.

Para las *Industrias manufactureras* (con una participación de 17.6% en el PIB y una contribución de 0.63 puntos porcentuales) se estima una variación positiva de 3.4%, influenciada por el mayor dinamismo esperado en las actividades dedicadas a la elaboración de alimentos, ante mejores expectativas de crecimiento en la demanda interna de dichos productos. También se proyecta dinamismo para las actividades de otros productos manufacturados, como resultado de una mayor demanda interna y externa, principalmente de productos de caucho y plástico; vidrio, cerámicos, arcilla, cemento, artículos de hormigón y otros minerales no metálicos.

El *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.8% en el PIB y una contribución de 0.10 puntos porcentuales) se estima crezca 4.5%, asociado al incremento previsto en la generación de energía eléctrica con recursos renovables, que favorecería la composición de la matriz energética y el valor agregado del sector. En efecto, durante 2016 se prevé el inicio de operaciones de nuevas plantas de generación hidráulica, entre las que destaca Renace II, ubicada en San Pedro Carchá, Alta Verapaz, con capacidad para generar 114MW.

El sector *Construcción* (con una participación de 2.8% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.0% en 2016, influenciado por la evolución positiva esperada en la construcción de edificaciones privadas para uso residencial y no residencial.

El *Comercio al por mayor y al por menor* (con un peso relativo de 11.7% en el PIB y una contribución de 0.75 puntos porcentuales) se estima crezca a un ritmo de 3.7%, asociado a las expectativas de crecimiento en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno; así como al crecimiento, en términos de volumen, de las importaciones de bienes.

El *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.3% en el PIB y una contribución de 0.23 puntos porcentuales) se estima crezca a un ritmo de 3.2%, asociado a las perspectivas de crecimiento del transporte de carga por vía terrestre y del volumen de carga embarcada y desembarcada en los puertos nacionales; así como a la ampliación de los servicios de telefonía, particularmente los relacionados con la transmisión de datos.

La *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 6.1% en el PIB y una contribución de 0.33 puntos porcentuales) se estima registre una tasa de crecimiento de 9.0%, influenciado, principalmente, por la evolución prevista para el crédito al sector privado, así como para las actividades de seguros.

El *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 9.8% en el PIB y una contribución de 0.23 puntos porcentuales) se estima crezca a una tasa de 3.2%, asociada al mayor dinamismo previsto de la cantidad de viviendas terminadas en 2016, como consecuencia de la evolución positiva esperada en el rubro de edificaciones en la actividad de construcción.

Los *Servicios privados* (con una participación de 15.7% en el PIB y una contribución de 0.43 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.3%, como consecuencia de perspectivas favorables de crecimiento del gasto en consumo final de los hogares, que incidiría favorablemente en las actividades de hoteles y restaurantes y en la de mantenimiento y reparación de vehículos automotores. Por su parte, se prevé un comportamiento positivo, aunque menos dinámico, en las actividades relacionadas con servicios de publicidad y actividades de radio, televisión, debido a que en 2015 la demanda de este tipo de servicios se vio influenciada positivamente por el proceso electoral.

La actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.8% en el PIB y una contribución de 0.26 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.5%, tomando en cuenta el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno Central, en el Presupuesto General de

Cuadro 6
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS: 2015 - 2016

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación		Contribución al PIB	
	2015 ^{e/}	2016 ^{py/}	2015 ^{e/}	2016 ^{py/}	2015 ^{e/}	2016 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.6	13.6	3.8	3.5	0.40	0.38
2. Explotación de minas y canteras	0.9	0.8	6.6	1.8	0.17	0.04
3. Industrias manufactureras	17.6	17.6	3.7	3.4	0.70	0.63
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	2.8	4.3	4.5	0.10	0.10
5. Construcción	2.8	2.8	3.4	3.0	0.14	0.12
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.7	11.7	5.1	3.7	0.99	0.75
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.3	10.3	3.5	3.2	0.26	0.23
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.8	6.1	12.1	9.0	0.43	0.33
9. Alquiler de vivienda	9.8	9.8	3.1	3.2	0.24	0.23
10. Servicios privados	15.8	15.7	3.9	3.3	0.53	0.43
11. Administración pública y defensa	7.8	7.8	3.0	3.5	0.22	0.26
PRODUCTO INTERNO BRUTO			4.1	3.1 - 3.9		

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

b) Demanda interna

Para 2016 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.5%, impulsado, por una parte, por la evolución positiva del consumo privado, asociado al crecimiento en las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares y a la estabilidad esperada en el nivel general de precios y, por la otra, a la recuperación esperada en el gasto de consumo del gobierno general, resultado de mayores niveles de remuneraciones previstas para la Administración Central, de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2016.

c) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 3.5%, ante el incremento esperado en la demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país; a la exploración y la apertura de nuevos mercados para los productos agropecuarios e industriales.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 3.6% en 2016, resultado de la demanda de bienes para consumo final; así como para consumo intermedio e inversión por parte de las actividades agropecuarias, industriales, comerciales, de comunicaciones y de suministro de energía.

Cuadro 7

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO AÑOS: 2015 - 2016

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2015 ^{e/}	2016 ^{py/}	2015 ^{e/}	2016 ^{py/}
1. DEMANDA INTERNA			5.0	3.5
GASTO DE CONSUMO FINAL	95.9	96.3	4.4	3.9
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	85.1	85.5	5.1	4.1
Gastos en consumo del gobierno general	11.0	10.9	-1.2	3.0
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.7	14.6	5.7	2.5
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	0.1	-0.1		
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	27.4	27.4	5.6	3.5
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	38.9	38.9	7.9	3.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)			4.1	3.1 - 3.9

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

3. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2016 prevé, como principal fuente de financiamiento del déficit fiscal, la colocación de bonos del tesoro (Q9,426.5 millones) y, a la vez, faculta al Ministerio de Finanzas Públicas para que durante el primer semestre coloque bonos del tesoro hasta el 50% del monto autorizado, en tanto se concluye el proceso de negociación y aprobación de préstamos de apoyo presupuestario con organismos financieros internacionales (estimado en alrededor de US\$550.0 millones), utilizando el espacio presupuestario que no se ejecutaría por la colocación de bonos en el primer semestre. El presupuesto también contempla que si no se concreta la obtención de los referidos préstamos, el Ministerio de Finanzas Públicas queda facultado para colocar el 50% restante del monto autorizado de bonos, en el segundo semestre de 2016.

En el contexto anterior, con el propósito de tener un panorama del probable desempeño de las cuentas fiscales para 2016, se plantean dos escenarios; uno base y otro alternativo, tomando en cuenta para ambos casos el techo presupuestario establecido en el presupuesto aprobado. En el escenario base se supone que las autoridades fiscales concluyen el proceso de negociación y aprobación del financiamiento externo, recursos que vendrían a sustituir la fuente de financiamiento prevista con bonos del tesoro. El escenario

alternativo supone que no se lograría concretar las negociaciones del financiamiento externo, en cuyo caso el monto de colocaciones de bonos del tesoro sería igual al monto total autorizado.

En todo caso, resulta imperativo que se mantenga la coordinación entre el Ministerio de Finanzas Públicas y el Banco de Guatemala a efecto de que las colocaciones de los bonos del tesoro no modifiquen de manera sustancial la situación de liquidez en el mercado, así como las condiciones de estabilidad en el mercado cambiario, lo que contribuiría a seguir preservando la estabilidad de los principales precios macroeconómicos.

a) Escenario base

De conformidad con el presupuesto para 2016, los ingresos y donaciones ascienden a Q57,946.7 millones, mayores en Q5,214.3 millones (9.9%) respecto a la estimación de cierre de 2015, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q66,326.3 millones, monto superior en Q6,435.1 millones (10.7%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q8,379.6 millones, equivalente a 1.6% del PIB, porcentaje mayor al registrado en 2015 (1.5% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q3,418.7 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q5,136.3

millones¹⁴, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q1,710.6 millones y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q7.0 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q4,583.6 millones¹⁵, resultado de desembolsos por Q7,336.0 millones y amortizaciones por Q2,752.4 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q377.3 millones.

b) Escenario alternativo

Para el escenario alternativo se consideran los mismos ingresos y donaciones y gastos del escenario base, pero cambia la distribución de las fuentes del financiamiento del déficit fiscal. En ese contexto, el financiamiento interno neto se ubicaría en Q7,708.9 millones, producto de negociaciones netas en el mercado interno por Q9,426.5 millones¹⁶, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q1,710.6 millones y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q7.0 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q293.4 millones, resultado de desembolsos por Q3,045.8 millones y amortizaciones por Q2,752.4 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q377.3 millones.

En ambos escenarios se prevé el traslado de los bonos del tesoro al Banco de Guatemala para cubrir las deficiencias netas del ejercicio fiscal 2014.

¹⁴ Corresponde al 50% de la colocación total de bonos del tesoro prevista; es decir, la nueva emisión más el *roll-over*.

¹⁵ Dado que en este escenario se obtendría financiamiento externo mediante préstamos con organismos multilaterales, no se plantea una emisión internacional de bonos.

¹⁶ Aunque el Ministerio de Finanzas Públicas está facultado para efectuar una colocación internacional de bonos, este escenario, para efectos de análisis, supone que la colocación se realiza en el mercado local.

Cuadro 8
GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2015 - 2016
(millones de quetzales)

Concepto	2015 ^{e/}	Escenarios		Variaciones respecto de 2015			
		2016		Escenario Base		Escenario Alternativo	
		Base ^{py/}	Alternativo ^{py/}	Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	52,732.4	57,946.7	57,946.7	5,214.3	9.9	5,214.3	9.9
1. Ingresos Corrientes	52,706.4	57,941.0	57,941.0	5,234.6	9.9	5,234.6	9.9
a. Tributarios	49,723.6	54,555.8	54,555.8	4,832.2	9.7	4,832.2	9.7
b. No Tributarios y donaciones	2,982.8	3,385.2	3,385.2	402.4	13.5	402.4	13.5
2. Ingresos de Capital	26.0	5.7	5.7	-20.3	-78.0	-20.3	-78.0
II. Total de Gastos	59,891.2	66,326.3	66,326.3	6,435.1	10.7	6,435.1	10.7
A. De Funcionamiento	49,257.0	54,025.7	54,025.7	4,768.7	9.7	4,768.7	9.7
B. De Capital	10,634.2	12,300.6	12,300.6	1,666.4	15.7	1,666.4	15.7
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-7,158.8	-8,379.6	-8,379.6	-1,220.8	17.1	-1,220.8	17.1
(-) Déficit							
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	7,158.8	8,379.6	8,379.6	1,220.8	17.1	1,220.8	17.1
A. Interno (1-2)	3,994.0	3,418.7	7,708.9	-575.3	-14.4	3,714.9	93.0
1. Negociación neta de bonos del tesoro	4,000.0	5,136.3	9,426.5	1,136.3	28.4	5,426.5	135.7
2. Amortización deuda interna	6.0	1,717.6	1,717.6	1,711.6	28,561.4	1,711.6	28,561.4
Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	1,710.6	1,710.6	1,710.6	0.0	1,710.6	0.0
Amortización de primas de la deuda interna a largo plazo	6.0	7.0	7.0	1.0	16.8	1.0	16.8
B. Externo (1-2)	3,637.7	4,583.6	293.4	945.9	26.0	-3,344.3	-91.9
1. Desembolsos	6,240.0	7,336.0	3,045.8	1,096.0	17.6	-3,194.2	-51.2
2. Amortizaciones	2,602.3	2,752.4	2,752.4	150.1	5.8	150.1	5.8
C. Variación de Caja	-472.9	377.3	377.3	850.2	-179.8	850.2	-179.8
(-) aumento (+) disminución							
Carga tributaria	10.2	10.4	10.4				
Déficit/PIB	-1.5	-1.6	-1.6				

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

4. Sector monetario

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

En los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción, particularmente en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la expansión y a las innovaciones financieras del sistema bancario nacional, que han facilitado el acceso de más guatemaltecos a servicios financieros a un menor costo y, por tanto, afectado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Derivado de lo anterior, dentro de las estimaciones de emisión monetaria y de los medios de pago están considerados esos patrones de comportamiento. En ese contexto, entre enero y la primera semana de mayo de 2015, la demanda de emisión monetaria mostró un ritmo dinámico de crecimiento (en promedio, alrededor de 10.0%), el cual, aunque se ubicaba por encima de los valores estimados, era relativamente congruente con el dinamismo observado en los principales indicadores de la actividad económica y, en general, guardaba una estrecha relación con sus componentes tendencial y estacional. A partir de la segunda semana de mayo la variación interanual del saldo de la emisión monetaria se expandió considerablemente (de 10.2% el 7 de mayo a 21.5% el 14 de mayo), como resultado de una demanda adicional de efectivo por motivo precaución por parte de los agentes económicos, debido a rumores acerca de un banco del sistema. Dicha demanda adicional de efectivo, dado el motivo que la ocasionó y considerando experiencias similares de años anteriores, se estimó que retornaría gradualmente a niveles de alrededor de 10.0%, en la medida en que los agentes económicos normalizaran su demanda de dinero; por lo que, dicho excedente de emisión monetaria no provocaría presiones inflacionarias.

Al analizar los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observó que, entre la segunda quincena de mayo y la última semana de octubre, ambos se redujeron gradualmente. En efecto, el proceso de convergencia de la emisión monetaria hasta la primera semana de octubre, fue el resultado de la recuperación gradual de la confianza por parte del público (aunque a un ritmo más lento al esperado),

reflejada en una reducción de la demanda del público por efectivo (numerario en circulación) y, en mayor medida, por la disminución del efectivo en poder de las instituciones bancarias (caja de bancos); por lo que, el primer motivo que generó el incremento en la demanda de emisión monetaria se redujo considerablemente (aunque no por completo), de 21.5% el 14 de mayo a 13.1% el 8 de octubre.

A partir de la segunda semana de octubre, se observó el inicio de un nuevo episodio de incremento en la demanda de emisión monetaria, aunque en esta ocasión, explicado por motivo transacción, particularmente por el dinamismo en el consumo privado. En ese contexto, al 31 de diciembre la emisión monetaria registró una variación interanual de 14.2%.

Tomando en consideración que ambos motivos (precaución y transacción) ejercieron una influencia importante en el comportamiento de la emisión monetaria, se estima que la variación interanual de la emisión monetaria se ubique en un rango entre 8.0% y 11.0% en diciembre de 2016, ante la premisa de que la demanda de efectivo tendería a normalizarse en el transcurso del presente año, congruente con el crecimiento económico previsto y la meta de inflación.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, han mantenido un comportamiento dinámico, asociado a un multiplicador bancario que se mantiene en niveles relativamente altos, reflejo de un adecuado proceso de creación secundaria de dinero y, por ende, del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional. De conformidad con la información observada a diciembre de 2015 y con las estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la variación relativa interanual de los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) prevista para finales de 2016 podría situarse entre 8.0% y 10.0%.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado continúa creciendo a un ritmo compatible con su tendencia de largo plazo, aunque cabe indicar que 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 empresarial mayor, el que ha sido financiado con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior y, en menor medida, con captaciones en moneda extranjera. Vale indicar que la mayor preferencia por el financiamiento en moneda extranjera, entre otros factores, se asocia a la estabilidad del tipo de cambio nominal y a la reducción observada en las tasas de

interés. El crédito en moneda nacional también ha mostrado un mayor dinamismo, asociado al incremento en el crédito al consumo. En ese contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 9.0% y 12.0% en diciembre de 2016.

Las estimaciones anteriores están contenidas en el programa monetario, en el que, como se indicó, en un marco de política monetaria basado en un esquema de metas explícitas de inflación, los agregados monetarios no están sujetos al cumplimiento de metas de crecimiento. Sin embargo, dado que dicho programa monetario brinda una visión global y respeta la consistencia de las principales interrelaciones económicas, constituye una herramienta útil en la toma de decisiones, ayudando a identificar desviaciones en diferentes variables de la economía, respecto de niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos.

En el contexto de programa monetario, dada la expectativa que prevalece acerca del desempeño de las finanzas públicas en el ejercicio fiscal 2016, especialmente, en lo relativo al origen del financiamiento y tomando como base el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio General Fiscal 2016 aprobado por el Congreso de la República, se elaboraron dos posibles escenarios para las cuentas fiscales y monetarias que sirvan de referencia para tener una perspectiva de estas para el próximo año. En el escenario base se supone que en el segundo semestre del año se obtendría financiamiento externo neto por un total de US\$550.0 millones, mientras que en el escenario alternativo se considera que no se obtendría financiamiento externo, por lo que la totalidad del financiamiento se obtendría mediante la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado nacional.

En el escenario base, las principales variables del programa monetario para 2016 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q3,103.0 millones; b) una disminución de las reservas monetarias internacionales de US\$50.0 millones; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q377.0 millones; d) un aumento del encaje de los bancos del sistema por Q2,293.0 millones; y e) una reducción en las operaciones de estabilización monetaria (OEM) por Q4,331.0 millones.

En el escenario alternativo, derivado de una recomposición en la situación financiera, especialmente en el tipo de financiamiento, por parte del gobierno para el ejercicio fiscal 2016, habría una utilización de caja por Q377.0 millones, una mayor

reducción de las OEM, respecto del escenario base y una disminución en las reservas monetarias internacionales netas por US\$600.0 millones, en tanto que el resto de variables (excepto la deficiencia neta estimada) se mantendría sin cambios.

Cuadro 9
PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2016
(millones de quetzales)

Concepto	Escenario Base	Escenario Alternativo
CUENTAS FISCALES		
Ingresos	57,947	57,947
Egresos	66,326	66,326
Corrientes	54,026	54,026
Capital	12,301	12,301
Déficit	8,380	8,380
(% del PIB)	1.6	1.6
Financiamiento externo neto	4,584	293
Financiamiento interno neto	3,419	7,709
Variación de Caja		
(-) Aumento (+) Disminución	377	377
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)		
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	-400	-4,800
En US\$	-50	-600
II. Activos Internos Netos	-828	-946
1. Gobierno Central	377	377
2. Resto del sector público	-336	-336
3. Posición con bancos	-2,293	-2,293
Crédito a bancos	0	0
Reserva bancaria	-2,293	-2,293
4. Otros Activos Netos	1,423	1,304
Gastos y productos	1,420	1,301
Otros	3	3
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	-1,228	-5,746
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	3,103	3,103
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	4,331	8,850
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	4,331	8,850

II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

La mayoría de bancos centrales en el mundo y particularmente aquéllos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, determinan su política monetaria sin un periodo de vigencia definido, por lo que ésta es ajustada cuando ocurren cambios en el entorno macroeconómico externo o interno que la afectan. Ello refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria y da certeza a los agentes económicos respecto al compromiso de la autoridad monetaria de cumplir con el objetivo de su política monetaria.

En el caso de Guatemala, según lo dispuesto en los artículos 133 de la Constitución Política de la República y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, una de las atribuciones de la Junta Monetaria es determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional.

En ese contexto, desde 2012 se adoptó una política monetaria, cambiaria y crediticia sin vigencia definida, contenida en la resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014 y JM-120-2015 (Anexos del 2 al 7). Dentro de dicha normativa, entre otros aspectos, se determinó una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual y se previó que la referida política se revise por lo menos una vez al año y, de ser el caso, el Banco Central proponga a la Junta Monetaria las modificaciones que considere convenientes, tomando en consideración la coyuntura tanto interna como externa.

En el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), vigente desde 2005, la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos. Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento al Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo a un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria. También se establece que se dará seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, crediticio, cambiario y fiscal, entre otras. La mayoría de esas variables se sustentan en el uso de herramientas cuantitativas de pronóstico con el propósito de que exista un balance integral y con suficientes elementos que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la tendencia de la inflación y tomar

oportunamente las decisiones que se considere pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria, a fin de brindar certeza a los agentes económicos. En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se efectuó a la misma es resultado del esfuerzo que han venido realizando los departamentos técnicos del Banco Central para contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento. Por ello se hizo una revisión al índice sintético de las variables indicativas, por razones de transparencia y con el propósito de perfeccionar dicho índice a efecto de mejorar su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación que elabora el Banco Central.

Por otra parte, como resultado del proceso de perfeccionamiento del EMEI, la Junta Monetaria determinó una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, vigente a partir de enero de 2013, 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. No obstante, tomando en consideración que, por una parte, la actual coyuntura económica internacional caracterizada por bajos precios en las materias primas que afectan la inflación en Guatemala y un proceso moderado de recuperación económica mundial, podría generar una trayectoria de inflación interna por debajo del límite inferior de la referida meta y, por la otra, que la mayoría de divisiones de gasto del IPC, excepto la relativa a Alimentos y Bebidas no Alcohólicas, presentaron una variación interanual por debajo de sus parámetros históricos y del valor puntual de la meta de inflación, se planteó la conveniencia de evaluar si se debiera reducir la actual meta de inflación. Sobre el particular, dentro de las principales conclusiones al respecto destacan: el hecho de que se requieren cambios estructurales para considerar una meta de inflación menor, entre ellos un mayor apoyo de la política fiscal, la mejora en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, un mayor desarrollo del mercado secundario y una evidencia más concreta de que la persistencia inflacionaria se ha reducido, lo que se reflejaría en condiciones inflacionarias más moderadas respecto de niveles históricos.

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación moderada. En ese sentido, un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una

variable de ajuste frente a los diferentes choques que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad hace que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos. En Guatemala la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, ha sido un factor que ha dado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación. En ese contexto, considerando, por una parte, que la regla contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por la otra, que en el escenario internacional se prevé una normalización ordenada y gradual de la política monetaria estadounidense, la Junta Monetaria consideró procedente continuar con el proceso de flexibilización cambiaria de una forma gradual y estableció que existía un espacio para ampliar el margen de fluctuación de la regla de participación de 0.70% a 0.75%, permaneciendo sin cambio el resto de las condiciones y características de la regla.

Finalmente, la Junta Monetaria luego de haber evaluado la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, haber conocido las perspectivas relativas al entorno económico externo e interno y analizar la revisión presentada por los departamentos técnicos del Banco Central, resolvió efectuar algunas modificaciones a dicha política, las cuales fueron incluidas en la resolución JM-120-2015 (Anexo 7).

ANEXOS

ANEXO 1

DEFICIENCIA NETA DEL BANCO DE GUATEMALA Y OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA¹⁷

I. ORIGEN DE LOS COSTOS DE EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

Los costos de política monetaria son muchas veces de carácter estructural y ocurren porque los bancos centrales tienen pasivos con costos por encima de sus activos rentables. La interrogante a plantear es ¿por qué existen pasivos con costos en un banco central? La respuesta a dicha interrogante tiene que ver con el hecho de que en el pasado muchos bancos centrales, en América Latina, por ejemplo, financiaban los déficits del gobierno con emisión inorgánica a costo cero o a un costo muy por debajo del prevaleciente en el mercado, lo cual generaba excedentes de liquidez que tenían que esterilizarse para evitar procesos inflacionarios severos e incluso hiperinflacionarios. También financiaban actividades productivas que el gobierno consideraba prioritarias con tasas de interés subsidiadas (práctica conocida como crédito dirigido). Otra fuente de costos para la política monetaria fue la fijación de tasas de interés (represión financiera) que propiciaba arbitrajes, dado que los destinatarios de créditos dirigidos obtenían recursos a tasas de interés bajas, que luego prestaban a tasas de interés más altas, por lo que el banco central estaba, implícitamente, otorgando un subsidio de tasas de interés. En adición, en muchos casos el sostenimiento de regímenes de tipo de cambio fijo era una política de Estado y se realizaba a costa del uso de las reservas monetarias internacionales del Banco Central o la contratación de líneas de crédito o préstamos para atender las obligaciones del Estado frente a sus acreedores externos, que también generaban excedentes de liquidez. De hecho, en muchos casos, luego del abandono de tipos de cambio fijos y la utilización de tipos de cambio múltiples, varios bancos centrales, incluyendo el de Guatemala, compraban divisas a un tipo de cambio similar al de mercado y las vendían al gobierno a un tipo de cambio “oficial”, que en la mayoría de los casos estaba muy por debajo del de mercado, con lo cual se generaban excedentes que debían esterilizarse mediante operaciones de estabilización monetaria. Otra forma de generación de esos pasivos se daba cuando ocurrían rescates de instituciones bancarias y el costo de los mismos era absorbido por el banco central. Otros costos de política monetaria

se generan cuando el banco central en su calidad de agente financiero no cobra al gobierno comisiones por este servicio o el gobierno fija la comisión de manera arbitraria. También se generan estos pasivos cuando el banco central tiene que esterilizar los excedentes de liquidez que se derivan de los déficits fiscales, sean estos financiados externamente o internamente. La misma esterilización de las pérdidas del banco central, al tener que ser neutralizadas con sus propios instrumentos (en lugar de títulos valores del gobierno central), crea un pasivo adicional que al no cubrirse esa deficiencia contribuye a aumentar el saldo de las operaciones de mercado abierto, lo que genera un problema de *stock*, o cuando la deficiencia no se cubre por el Estado a costo de mercado, se produce un problema de flujo que no contribuye a reducir el problema.

Pero ¿qué era lo que permitía que los bancos centrales incurrieran en esas prácticas? La experiencia de América Latina y la de varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, puso en evidencia que la principal causa para que un banco central generara pérdidas era la falta de autonomía e independencia de los bancos centrales, la cual se reflejaba en débiles marcos legales, que en muchos casos les asignaban objetivos múltiples o por la conformación de sus juntas monetarias, en las cuales predominaba la presencia de representantes del sector público; en muchos casos los titulares de los bancos centrales eran nombrados de manera política y, por tanto, respondían a los intereses de los gobiernos de turno; en otros casos la participación de los ministros de hacienda en esas juntas tenían doble voto, por lo que el banco central actuaba en línea con los intereses del gobierno central, todo ello aunque fuera en contraposición a sus propios objetivos. En otros casos, la presencia predominante del sector privado también generaba conflictos de interés, limitando también la toma de decisiones de las autoridades monetarias.

Estas operaciones que se denominan también cuasifiscales¹⁸ porque devienen de la

¹⁷ Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

¹⁸ Todas las funciones del Estado tienen un costo y deben financiarse con ingresos corrientes preferentemente; la SAT por ley recibe 2% de los ingresos tributarios para cumplir su objetivo; las municipalidades, 10%; la Universidad de San Carlos, 5%; el Organismo Judicial, 4%, etcétera; en tanto que, la deficiencia neta del Banco de Guatemala en 2014 (Q1,710.6 millones) fue de alrededor de 3.4% de los ingresos corrientes registrados ese año, equivalente a sólo 0.4% del PIB, significativamente por debajo de las asignaciones antes citadas.

responsabilidad que tiene el Estado de cumplir con la función pública que regularmente se le asigna a los bancos centrales, como lo es procurar la estabilidad de precios, terminaron erosionando el capital de muchos bancos centrales y comprometiendo la viabilidad futura para cumplir el mandato de velar por dicha estabilidad en el nivel general de precios; es decir, mantener el poder adquisitivo de las monedas que emiten. Esto explica, en parte, el hecho de que muchos países de América Latina experimentaran procesos serios de inflación o hiperinflación, o de dolarización en sus economías (que implica una pérdida de señoreaje, lo que además de afectar su resultado financiero, refleja una pérdida de credibilidad en la moneda y en su autoridad monetaria) ante la desconfianza en la moneda local.

Entonces ¿por qué otros bancos centrales no tienen deficiencia neta? En buena medida esto se debe a que en muchos países las operaciones de estabilización monetaria se llevan a cabo con títulos del tesoro, es decir, títulos del gobierno emitidos por los ministerios de finanzas públicas o de hacienda y, por tanto, desde su origen los costos los cubre el Estado, para ello cada año se autoriza al Estado a que una parte de la emisión de bonos del ejercicio fiscal sea de uso exclusivo para los bancos centrales.

El problema de la falta de autonomía e independencia de los bancos centrales comienza a enfrentarse a finales de los ochentas y en la región centroamericana desde inicios de los noventas. Se observó un profundo interés de la sociedad por evitar la generación de burbujas o de procesos hiperinflacionarios, lo que dio lugar a que las autoridades legislativas de los países de la región mejorarán sus marcos de política monetaria mediante el otorgamiento de una mayor independencia legal, financiera e instrumental a los bancos centrales. Algunos países avanzaron rápidamente en la consolidación de dicha independencia y autonomía de sus bancos centrales, otros entre los que figura Guatemala, aunque hicieron cambios relevantes, no los completaron y, por ende, aún persisten algunos riesgos que los hacen vulnerables. En este sentido, vale traer a cuenta que empresas calificadoras de riesgo como *Fitch Ratings* y organismos internacionales como el FMI, mencionan que el cambio en la conformación de la Junta Monetaria de Guatemala, es una de las tareas pendientes.

Los resultados de los últimos años en materia de estabilidad macroeconómica evidencian con total claridad que se han dado procesos de desinflación y desdolarización en todos los países que actuaron seriamente en la dirección de otorgar autonomía e independencia a los bancos centrales, fortaleciendo su patrimonio, modificando la conformación de sus juntas monetarias, los procesos de designación de

sus miembros; así como los períodos para los cuales son nombrados, estableciendo con claridad el objetivo del banco central y proveyendo los instrumentos y herramientas para que puedan ser utilizadas por el banco central con total independencia y flexibilidad. Ese esfuerzo de parte de los legisladores fue resultado de un convencimiento de que una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos, disminuye la incertidumbre, incentiva la inversión y evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que afectan especialmente a la población más pobre, al preservar el valor de la moneda con lo cual evita la pérdida del poder adquisitivo de la misma. El mantener esa inflación baja y estable es la interpretación práctica del concepto de estabilidad de precios. Ese objetivo fundamental definido por el legislador contribuye al objetivo más amplio de propiciar condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía (propiciando un crecimiento sostenido, de pleno empleo y en general de progreso y bienestar). Es por ello que se reconoce que la mejor contribución de los bancos centrales al crecimiento económico se basa en la confianza de que con sus acciones procurará la estabilidad de precios, pues estimula el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad.

II. ORIGEN DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA Y DE SU COSTO EN GUATEMALA

Al analizar los distintos pasivos del Banco de Guatemala, desde una perspectiva histórica, se observa que en la década de los ochenta se generaron excedentes de liquidez causados principalmente por desequilibrios fiscales y cambiarios. En efecto, la crisis de la deuda externa en 1982, los sostenidos déficits fiscales que generaron niveles de endeudamiento importantes, la recurrencia de choques externos (caída en los precios de los principales productos de exportación, aumento en los precios de los derivados del petróleo, el deterioro de los términos de intercambio y el mantenimiento de tipos de cambio fijos, entre otros factores) acompañada de una política fiscal expansiva financiada con recursos del Banco Central, no sólo no permitía transparentar el costo real de las políticas públicas, sino que generaba distorsiones en la asignación de recursos pues demandaba actuaciones del Banco Central en materia de tasas de interés o de tipo de cambio nominal, muchas veces contrarias a los fundamentos macroeconómicos; es decir, implicaba que el Banco de Guatemala tuviera que hacer esfuerzos importantes con los instrumentos a su alcance con el propósito de tratar de mantener una paridad

cambiaría (que no era sostenible), o castigar el proceso de formación de capital al fijar tasas de interés (que no reflejaban las condiciones de mercado) a la vez que procuraba, con los pocos instrumentos con que contaba, que no se generaran procesos hiperinflacionarios o devaluatorios como los que se estaban observando en varios países de América Latina. El resultado a finales de dicha década se reflejó en desequilibrios macrofinancieros, un costo que se absorbió con el agotamiento de las reservas monetarias internacionales, una severa depreciación del quetzal y una inflación de 60.0%, aunque por muchos años la inflación se mantuvo en dos dígitos.

Con el propósito de mejorar la asignación de recursos en la economía, a partir de 1989 se inició un proceso de liberalización de las tasas de interés y de los tipos de cambio; eliminación de los controles de precios; y una neutralización de los excedentes de liquidez con instrumentos de control monetario indirecto, como las operaciones de mercado abierto o de estabilización monetaria. No obstante ello, se continuaba generando costos de política monetaria pues, como se indicó, al perderse todas las reservas internacionales, el Banco Central tenía que contratar préstamos o líneas de crédito externas para atender los pagos internacionales del Estado, en su calidad de agente financiero, o para cubrir la demanda de los agentes económicos, lo que le generaba costos adicionales al Banco Central por el costo de dichos préstamos.

Al igual que muchos países del mundo, Guatemala, decidió avanzar en la tarea de dotar de autonomía e independencia a su Banco Central, mediante la implementación de una serie de medidas y acciones complementarias a las iniciadas a finales de los años ochenta, algunas de orden legal que incluso se llevaron a orden constitucional como la de definir con claridad un sólo objetivo para el Banco de Guatemala y la prohibición de otorgar crédito al Gobierno. En adición se comienza a utilizar las operaciones de mercado abierto como el principal instrumento de política monetaria y se inicia el proceso de implementación de una matriz de modernización del sistema financiero. Esos resultados, si bien dieron sus frutos, no fueron suficientes, pues comenzaron a reflejar que los excedentes de liquidez por esterilizar eran importantes e incidían en el costo de la política monetaria, por lo que también se requeriría de una acción operativa para fortalecer y mejorar la eficiencia de la política monetaria, mediante el reconocimiento de la necesidad de recapitalizar al banco central.

Luego de las medidas de flexibilización financiera y cambiaria, el Banco de Guatemala implementó una estrategia de amortización de sus

pasivos externos que terminó en marzo de 2006, cuando pagó totalmente la deuda del banco central. Otro evento notable, como se indicó, durante ese periodo (específicamente en 1993) fue la prohibición al Banco de Guatemala de otorgar crédito tanto directo como indirecto al Gobierno Central, incluida en el artículo 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala, lo cual se constituyó en un cambio fundamental que detuvo la creación de excedentes de liquidez, asociada al financiamiento de déficits fiscales por parte del Banco Central, evitando generar, por esta vía emisión inorgánica. Este cambio es quizá uno de los pilares más importantes sobre los que descansa la política monetaria de Guatemala. Sin embargo, es evidente que estos cambios no fueron suficientes, pues el proceso de estabilización y ajuste económico demandaba la consolidación de la confianza y credibilidad de los agentes económicos en su autoridad monetaria para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, pero esto requería de continuar realizando operaciones de estabilización monetaria, cuyo costo, si bien se venía reduciendo en la medida que fue bajando la inflación, también implicó un aumento en el *stock* de dichas operaciones, el cual también aumenta por la permanencia de déficits fiscales, que también generaban excedentes de liquidez.

Por este motivo, se planteó, a principios de la década de los 2000, la necesidad de reformar la Ley Orgánica del Banco de Guatemala que, entre otros propósitos, buscaba fortalecer el patrimonio del Banco Central. Con la aprobación de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala en 2002 se creó el marco fundamental para la restitución patrimonial del instituto emisor; ello con la expectativa de que se podría contribuir a resolver el problema de “*stock*” y de “*flujos*” que se observa en las operaciones de estabilización monetaria. El de *stock* (que se refiere a la deficiencia neta del Banco Central acumulada hasta 2001) alcanzaba un monto de alrededor de Q16,000.0 millones, mientras que el de *flujos* (que se refiere a las deficiencias netas anuales del Banco de Guatemala) significaba cerca del 1% del PIB, antes de 2002. En ambos casos se estableció la emisión de Bonos del Tesoro por parte del gobierno central para cubrir dichas brechas; en el caso del *stock* el pago se realizaría mediante un bono emitido a un plazo largo y a tasa de interés cero, mientras que en el caso de los *flujos*, este se atendería mediante la entrega por parte del Ministerio de Finanzas Públicas de Bonos del Tesoro a un plazo menor y a tasas de interés de mercado. En la práctica lo que ha sucedido es que el tema del *stock* no se ha resuelto porque nunca fue emitido el Bono del Tesoro de largo plazo, mientras que el de *flujo* no se ha resuelto parcialmente, debido a dos circunstancias particulares; la primera, porque han habido cuatro años en que no se ha restituido la

deficiencia neta (2002, 2011, 2012 y 2013) y, la segunda, porque la entrega de los Bonos del Tesoro correspondientes a los años en los que se ha hecho la restitución, ha sido a tasas inferiores a las de mercado, lo cual implica que el Banco Central tenga que cubrir el costo de las operaciones de estabilización con emisión inorgánica (el monto hasta ahora recibido es de alrededor de Q4,145.8 millones, el cual apenas representa cerca de 16.0% del saldo actual de dichas operaciones y sólo 38.7% de las deficiencias netas generadas a partir de 2002). Mientras no se solucione de manera permanente el asunto patrimonial del Banco Central, el nivel de operaciones de estabilización monetaria en términos nominales puede aumentar y, por ende, el costo de política monetaria, aunque se debe tener en cuenta que la deficiencia neta se ha venido reduciendo como porcentaje del PIB, al pasar de un promedio superior al 1.0% antes de 2002 a 0.4% en 2014; incluso es importante señalar que ha habido excedentes netos en las cuentas del Banco de Guatemala, cuando las condiciones financieras mundiales, en términos de rendimientos de las reservas internacionales, han sido favorables (2007 y 2008).

En adición, se ha procurado el mantenimiento de una política fiscal que resulte en déficits fiscales moderados, que hagan sostenible el nivel de la deuda pública en el mediano plazo. Si bien estos esfuerzos han sido importantes, se considera que debe haber una estrecha coordinación entre la política fiscal y la política monetaria con el propósito de que las decisiones de una no afecten negativamente a la otra, evitando la predominancia fiscal¹⁹ que resulte en mayores costos para la política monetaria, evitando el uso inapropiado del déficit fiscal como instrumento de política económica. Un uso adecuado de dicho déficit como instrumento, por ejemplo, sucede cuando este no se genera por la falta de ingreso corriente para financiar gasto corriente, sino por el incremento de gasto en inversión, cuyo rendimiento no se dará en el año fiscal vigente, sino que posiblemente se

materializará en los años subsiguientes a los que se concluya la obra; siempre y cuando también el financiamiento de dichos proyectos no afecten la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo. Otra forma es cuando se utiliza como instrumento para enfrentar una crisis económica de origen externo o interno, procurando un efecto contracíclico, siempre y cuando el aumento en el gasto público pueda revertirse fácilmente cuando finalice la crisis; es decir, no se destine a gasto recurrente.

La coordinación también resulta relevante para que el financiamiento de dichos déficits no resulte en un efecto desplazamiento (*crowding out*) que puede ocurrir cuando el financiamiento del gasto público compite por la liquidez que utiliza el sector privado para financiar sus proyectos productivos, lo que al final podría elevar “artificialmente” la tasa de interés. También la coordinación es oportuna cuando el financiamiento de los déficits públicos se realiza con recursos externos, por una parte, si bien puede ser conveniente para evitar el efecto desplazamiento, dependiendo de las condiciones externas, también puede significar un incremento de los excedentes de liquidez de la economía que el banco central debe esterilizar para evitar presiones de precios. En todo caso, siempre debe tenerse presente la evolución de otros factores económicos, como la demanda de crédito, el comportamiento de los precios, el tipo de cambio nominal, la posición externa y el ciclo de la actividad económica.

La Ley Orgánica del Banco de Guatemala, aprobada por el Congreso de la República en 2002, actualizó el marco legal para la adopción del esquema de metas explícitas de inflación al establecer que el Banco Central tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios y el marco de comunicación al público y rendición de cuentas a la sociedad. Dicho marco legal ha permitido que la política monetaria haya avanzado profundamente, al punto que se encuentra con prácticas similares a las de los bancos centrales más avanzados con la implementación de dicho esquema monetario. No obstante, aún hace falta el cumplimiento pleno de la referida ley en materia de restitución patrimonial al banco central que permita cubrir con los rendimientos, el costo financiero que general el *stock* de operaciones de estabilización monetaria (independencia financiera). Además es necesario, como varios centros de investigación del país y organismos financieros internacionales (como el FMI) y expertos internacionales como el profesor Sebastián Edwards, lo han señalado, buscar una

¹⁹ El FMI sugiere (revista Finanzas y Desarrollo, marzo de 1998) que para evitar la dominancia fiscal, la conducción de la política monetaria no debe ser limitada o restringida únicamente por objetivos fiscales. Lo anterior implica que el financiamiento del déficit del sector público no debe cubrirlo el banco central y debe ser limitado en el caso del sistema bancario, el gobierno debe tener una base tributaria amplia y no debe depender de un aumento de señoreaje resultante de emisión excesiva de dinero por parte del banco central, los mercados financieros locales deben ser lo suficientemente líquidos y profundos para absorber las emisiones de deuda del gobierno y del sector privado y la acumulación de deuda pública debe ser sostenible, evitando imponer restricciones a la política monetaria. En un escenario de dominancia fiscal, déficits fiscales altos provocarán presiones inflacionarias y, por ende, restringirán la efectividad de la política monetaria para alcanzar su objetivo de inflación y, dependiendo del grado de dicha dominancia, podrían obligar a la autoridad monetaria a conducir una política monetaria acomodaticia, en perjuicio de su objetivo fundamental.

conformación de la Junta Monetaria²⁰ que garantice plenamente la independencia funcional del Banco Central, lo cual, si bien actualmente no restringe de manera significativa dicha independencia, sí se considera una vulnerabilidad.

La ejecución de una política monetaria, en las condiciones planteadas, ha probado ser útil para la economía nacional, la inflación se ha mantenido en niveles de un dígito y ha venido reduciéndose año con año, lo cual ha permitido establecer una meta con horizonte de mediano plazo, que se encuentra en 4.0% (+/- 1 punto porcentual), además, se logró incrementar el nivel de reservas internacionales y estas se han mantenido en niveles que permiten cubrir alrededor de cinco meses de importaciones. No obstante, ha venido aumentando el saldo de operaciones de estabilización monetaria, lo cual es la principal fuente de costos operativos de la política monetaria que, como se indicó, se han venido reduciendo en términos del PIB. Si bien hasta la fecha esto es positivo, es menester buscar una solución permanente a la restitución patrimonial del Banco Central.

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DEFICIENCIA NETA

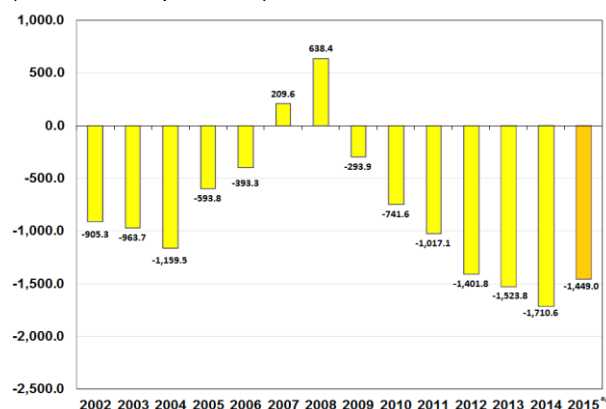
Como se mencionó en el apartado anterior, la combinación de efectos monetizantes y desmonetizantes hicieron que aumentara el nivel de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) que realiza el Banco de Guatemala, lo que ha resultado en un aumento en el costo nominal en la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, lo que aunado a un deterioro en las condiciones externas, que ha provocado una caída en los rendimientos de los activos externos, ha incidido en que a partir de 2009 comenzara a registrar una deficiencia neta en el Banco de Guatemala que se sitúa en 0.3% del PIB en lo que ha transcurrido de 2015. Al analizar el periodo 2002-2015, se observa que dicha deficiencia se situó en 2002 en 0.6% del PIB y comenzó a disminuir hasta tornarse en excedente positivo entre 2007 y 2008. Existen dos factores que explican este comportamiento. El primero se refiere al incremento del déficit fiscal, hasta 2013, por arriba de 2.0% del

²⁰ Actualmente, por disposición de la Constitución Política de la República de Guatemala, la Junta Monetaria está conformada por el Presidente del Banco de Guatemala, que también es de la Junta Monetaria, el Ministro de Finanzas Públicas, el Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación, el Ministro de Economía, un miembro electo por el Congreso de la República, un miembro electo por los bancos del sistema, un miembro electo por las cámaras empresariales organizadas y un miembro electo por la Universidad de San Carlos de Guatemala.

PIB, que generó excedentes importantes de liquidez que debieron neutralizarse mediante el uso de OEM, lo cual continuó incrementando el stock de las mismas, que pasaron de Q11,668.8 millones en 2007 a Q23,561.0 millones en 2015. El segundo factor se refiere al entorno internacional menos benigno, que ha implicado menores rendimientos sobre la inversión de los activos que forman parte de las reservas monetarias internacionales.

Gráfica A1.1

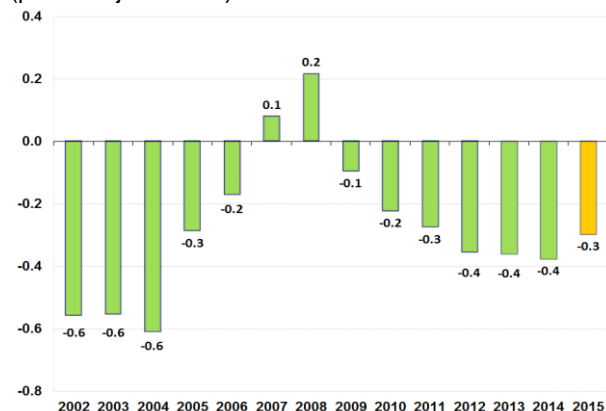
Banco de Guatemala
Deficiencia Neta
Años: 2002-2015
(millones de quetzales)



(-) = Deficiencia Neta.
^{al} Cifra al 31 de diciembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.2

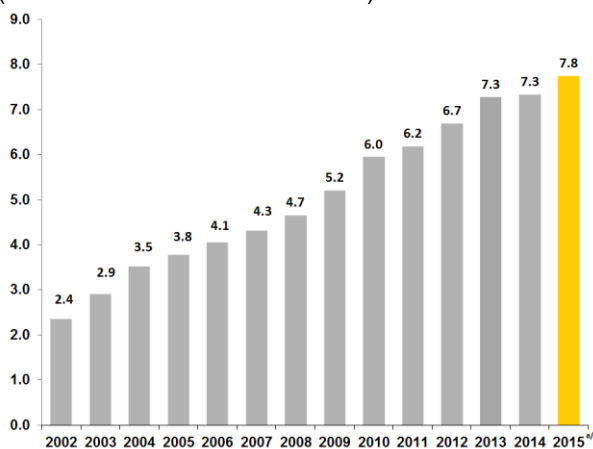
Banco de Guatemala
Deficiencia Neta
Años: 2002-2015
(porcentaje del PIB)



(-) = Deficiencia Neta.
^{al} Cifra al 31 de diciembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

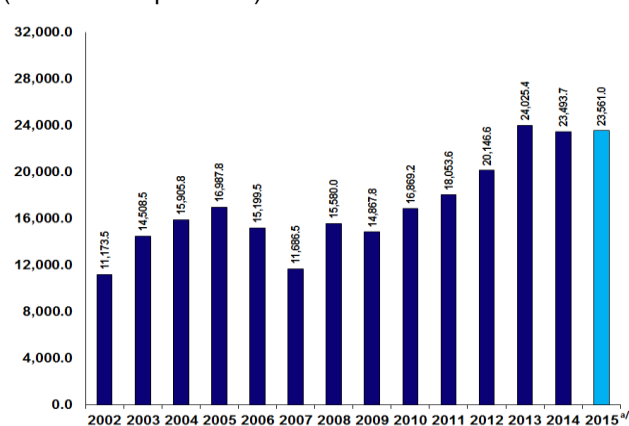
Reservas Monetarias Internacionales
Años: 2002-2015
(miles de millones de US dólares)



^{a/} Cifra al 31 de diciembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.5

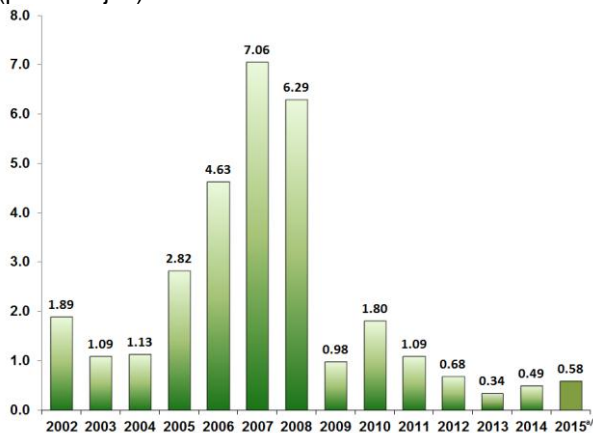
Saldo de Operaciones de Estabilización Monetaria
Años: 2002-2015
(millones de quetzales)



^{a/} Cifra al 31 de diciembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.4

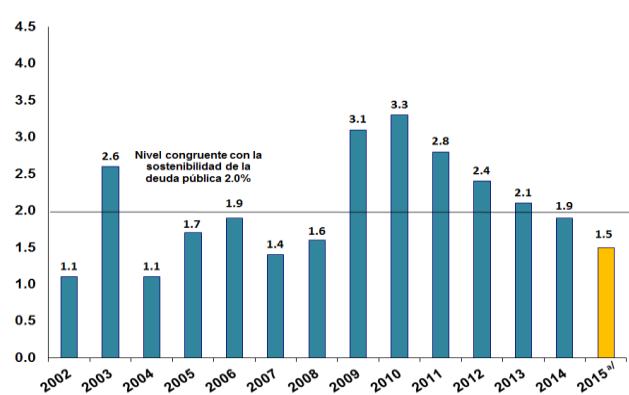
Tasa de Rendimiento de las Reservas Monetarias Internacionales
Años: 2002-2015
(porcentajes)



^{a/} Cifra al 30 de noviembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.6

Guatemala: Déficit Fiscal
Años: 2002-2015
(porcentaje del PIB)



^{a/} Cifras al 31 de diciembre.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Las mejores prácticas de la banca central relativas a su autonomía económica y financiera señalan la conveniencia de establecer claramente el tratamiento de las pérdidas y ganancias de un banco central, así como el mantenimiento y aumento de su capital por parte del Gobierno. Este aspecto lo incorpora la Ley Orgánica del Banco de Guatemala (Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República) en los artículos 8 y 9, que establecen que las deficiencias o excedentes netos derivados de la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, serán absorbidas por el Estado. En particular, el artículo 9 de la referida ley establece que el monto a que asciendan las deficiencias netas del Banco de Guatemala deben ser incluidas en el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado del ejercicio fiscal siguiente, para lo cual el Ministerio de Finanzas Públicas deberá prever que se cubran dichas deficiencias con Bonos del Tesoro u otros instrumentos financieros de que disponga dicho Ministerio.

Cabe indicar que el objetivo de la referida norma legal era, por un lado, mantener la sanidad financiera del Banco Central y, por el otro, generar en el mediano plazo una fuente adicional de ingresos para las finanzas públicas, siempre y cuando el Banco Central lograra cubrir el costo que representan las operaciones de esterilización que lleva a cabo, procurando así registrar resultados positivos de manera permanente puesto que los excedentes netos generados por esta institución pasarán a formar parte de los ingresos fiscales, conforme lo dispone el artículo 8 de la referida ley.

En ese sentido, es importante resaltar que en la medida en que el gobierno central mantenga una política fiscal disciplinada y sostenible en el largo plazo, que es la base para que el Banco de Guatemala reduzca sosteniblemente sus operaciones de estabilización monetaria y, por ende, sus deficiencias netas futuras, en esa medida el monto a pagar por el gobierno por dicho concepto sería menor y, de igual manera, se reduciría el periodo en que deba hacerlo; consecuentemente, el gobierno empezaría a percibir los excedentes netos generados por el Banco Central.

Es importante puntualizar que la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Esto se debe a que dicha medida fortalecerá el patrimonio del Banco Central, lo que implicaría que este contará con un mayor margen de maniobra en el uso de sus instrumentos monetarios para cumplir con su objetivo fundamental.

Para el ejercicio fiscal de 2013 y de 2014, no obstante el mandato legal indicado, no se estableció que el Ministerio de Finanzas Públicas cubriera las deficiencias netas del Banco de Guatemala correspondiente a los ejercicios fiscales de 2011 y 2012, esto en vista de que el Congreso de la República, al aprobar el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para 2013, eliminó el rubro de amortización que correspondía trasladar al Banco de Guatemala y aumentó en un monto equivalente a la referida deficiencia el gasto público, con lo cual aumentó el déficit fiscal aprobado en términos de PIB de 2.2% a 2.5%. De igual forma, al no aprobarse el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para 2014 por parte del Congreso de la República, quedó vigente el presupuesto del año anterior; en consecuencia, las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondiente al ejercicio fiscal 2012, tampoco fueron cubiertas. Para el ejercicio fiscal 2015, el Congreso de la República únicamente aprobó Q361.4 millones de Q1,523.8 millones correspondientes a las deficiencias netas del ejercicio contable 2013, las cuales no fueron restituidas ni de manera parcial. Cabe indicar que cuando se emite un bono de cobertura de la deficiencia neta del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas no tiene que hacer ningún esfuerzo de colocación, pues únicamente es un trámite administrativo, mientras que si decide financiar el déficit fiscal indicado con la emisión de bonos deberá salir a los mercados financieros internos o externos a obtener dichos recursos²¹.

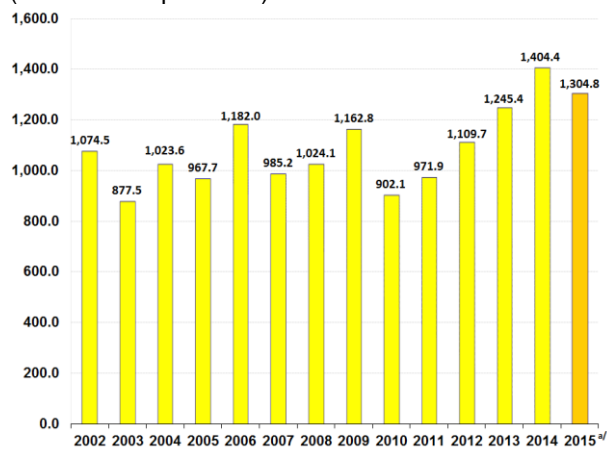
IV. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA

Como se indicó, las operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) constituyen el principal instrumento utilizado por el Banco de Guatemala para neutralizar los excedentes o inyectar los faltantes de liquidez en la economía. Las OEM, al finalizar 2001, alcanzaron un nivel de Q11,028.0 millones, equivalente a 7.5% del PIB; mientras que al 31 de diciembre de 2015 se ubicaron en Q23,561.0 millones, lo que equivale a 4.8% del PIB, que si bien representa un incremento en términos nominales de Q12,533.0 millones, implica una reducción de 2.7% en términos del PIB.

²¹ En adición, al cambiar el destino de los bonos del tesoro que cubren las deficiencias netas del Banco de Guatemala hacia el financiamiento de déficit fiscal, automáticamente se está aceptando un mayor déficit fiscal y, por ende, se incrementa la contrapartida correspondiente; es decir, se eleva el gasto público.

Gráfica A1.7

Banco de Guatemala: Costo de la Política Monetaria
Años: 2002-2015
(millones de quetzales)



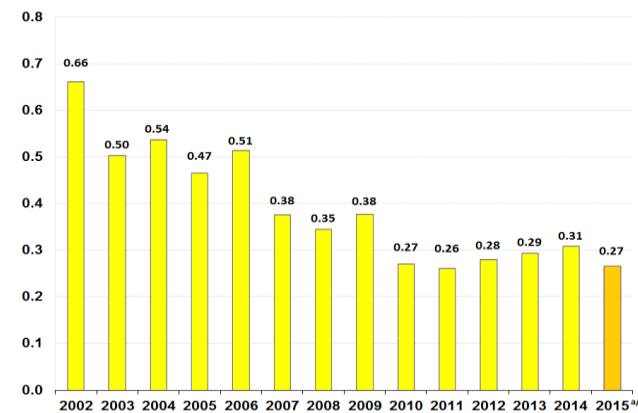
NOTA: Se refiere al concepto monetario, que incluye el criterio de lo percibido y no de lo devengado.

^{af} Cifras al 31 de diciembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.8

Banco de Guatemala: Costo de la Política Monetaria
Años: 2002-2015
(porcentaje del PIB)



NOTA: Se refiere al concepto monetario, que incluye el criterio de lo percibido y no de lo devengado.

^{af} Cifras al 31 de diciembre.

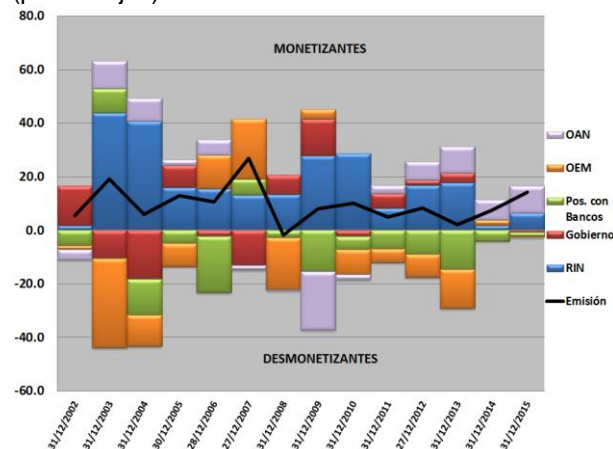
Fuente: Banco de Guatemala.

De conformidad con un análisis de factores monetizantes y desmonetizantes se puede observar que el principal factor de expansión monetaria en el periodo indicado ha sido el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN), las cuales pasaron de US\$2,347.9 millones al finalizar 2001 a US\$7,751.2 millones al 31 de diciembre de 2015, lo cual representa un incremento acumulado de

US\$5,403.3 millones, que en moneda nacional superaría Q43,200.0 millones, en adición a factores internos que tuvieron un efecto neto monetizante por alrededor de Q10,800.0 millones. Toda esa monetización parcialmente compensada con un incremento en la demanda de emisión monetaria por alrededor de Q23,800.0 millones, por el aumento del encaje bancario por aproximadamente Q17,600.0 millones y por el incremento en el saldo de OEM en alrededor de Q12,500.0 millones.

Gráfica A1.9

Banco de Guatemala: Factores Monetizantes y Desmonetizantes (1)
Años: 2001-2015 (2)
(porcentajes)



(1) Porcentaje de participación de los factores monetizantes y desmonetizantes en la variación acumulada de la emisión monetaria.

(2) Cifras al 31 de diciembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, a lo largo del periodo de estudio, el incremento de RIN está asociado, principalmente, al incremento de la deuda pública externa, a los rendimientos obtenidos por la administración de las RIN, al incremento en el encaje bancario en moneda extranjera y a las compras netas por la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.

En resumen, actualmente las principales fuentes de monetización y, por ende, de generación de costos para el Banco Central son: 1) la persistencia de déficits fiscales; 2) el no cumplimiento pleno de las deficiencias netas del banco central; 3) los flujos que generan los bonos emitidos por el gobierno para reconocer parte de las deficiencias de años recientes a tasas de interés por debajo de las de mercado; 4) el crecimiento del *stock* de operaciones de estabilización monetaria; y 5) la esterilización del incremento de las RIN derivado del financiamiento de déficits públicos.

ANEXO 2

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-171-2011

Inserta en el Punto Primero del Acta 50-2011, correspondiente a la sesión extraordinaria celebrada por la Junta Monetaria el 22 de diciembre de 2011.

PUNTO PRIMERO: Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

RESOLUCIÓN JM-171-2011. Conocidos los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en los que se presentan la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2011 y la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, respectivamente.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2011 se llevó a cabo en un escenario en el que el crecimiento económico mundial evolucionó favorablemente, aunque a dos velocidades: economías avanzadas con lenta evolución y economías emergentes con crecimientos altos, **CONSIDERANDO:** Que en el ámbito interno, la economía nacional continuó con la recuperación económica, al crecer el PIB 3.8% y que se ha materializado en la recuperación de los ingresos tributarios, del comercio exterior, de las remesas familiares, así como del crédito bancario al sector privado, **CONSIDERANDO:** Que el ritmo inflacionario a noviembre se situó en 6.05%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual, **CONSIDERANDO:** Que mediante la política monetaria se logró abatir parcialmente las expectativas inflacionarias, fortalecer las reservas monetarias internacionales y la liquidez del sistema bancario, y se moderó la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, **CONSIDERANDO:** Que la coordinación de las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para el sostenimiento de la estabilidad macroeconómica, aspecto que permitió impulsar el proceso de recuperación económica, **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2012, la economía mundial estaría creciendo, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, **CONSIDERANDO:** Que ante las perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que la política fiscal continuará con el proceso de consolidación y fortalecimiento de las expectativas de los agentes económicos, se proyecta que para 2012 el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, registre un crecimiento de entre 2.9% y 3.3%, **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se sustentan en las últimas estimaciones disponibles, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales por el FMI y otros organismos financieros internacionales, las cuales, podrían ser revisadas a la baja dada la incertidumbre que todavía prevalece en el ámbito mundial, **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2012 un ritmo inflacionario de 6.13%, por arriba del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna, a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación, **CONSIDERANDO:** Que la continuación del proceso de consolidación fiscal de mediano plazo sirve de apoyo permanente a la conducción de la política monetaria y facilita la consecución de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual en el horizonte de mediano plazo, **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala, **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno macroeconómico incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambiario que brinden mayor efectividad al Banco Central, **CONSIDERANDO:** Que el Banco Central, en el ámbito de su competencia, adopte acciones encaminadas a la modernización, desarrollo y profundización del mercado secundario de valores, en virtud de que dicho desarrollo mejora el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, por ende, aumenta su efectividad, **CONSIDERANDO:** Que para el propósito indicado en el considerando anterior, las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo se realizan al plazo de 1 día (*overnight*), **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe velar porque la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados, **CONSIDERANDO:** Que en la mayoría de bancos centrales en el mundo, particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, su política monetaria no tiene período de vigencia definido, lo cual refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma, **CONSIDERANDO:** Que la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente determinar dicha política en los términos propuestos,

PORTANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala,

RESUELVE:

I. TENER POR EVALUADA LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DE 2011.

II. DETERMINAR LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, DE LA MANERA SIGUIENTE:

A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

1. Objetivo fundamental

Congruente con el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, relativo a contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia está determinada para alcanzar dicho objetivo.

En apoyo al logro del objetivo fundamental y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación interna converja a la meta, la ejecución de la política monetaria se complementa con acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la consolidación de las finanzas públicas, en el marco de una política económica integral y sostenible que propicie la competitividad y la eficiencia del sector productivo.

2. Meta de política

En un esquema de metas explícitas de inflación, cobra particular relevancia definir una trayectoria para la meta de inflación que permita anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, en el corto, mediano y largo plazos, en niveles consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios. La fijación de metas facilita que las referidas expectativas se anclen a la citada trayectoria, por lo que la meta de mediano plazo a partir de 2013, se establece en 4.0% +/- 1 punto porcentual. Para diciembre de 2012 se establece una meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual.

B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas para la toma de decisiones de política monetaria, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo.

1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Las expectativas de inflación que para un cierto período se firman los agentes económicos pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. En adición, con fines informativos, se continuarán reportando las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

4. Tasa de interés parámetro

Con el propósito de que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con la tasa de interés parámetro, dentro de un corredor.

5. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

La tasa de interés recomendada por el MMS reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere la trayectoria que debiera tener la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en el corto y mediano plazos. La tasa de interés líder de la política monetaria se estará comparando con la tasa de interés recomendada por el MMS dentro de un corredor.

C. VARIABLES INFORMATIVAS

1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria y enfatizar el enfoque prospectivo de las variables informativas, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación (sobredespreciación) del tipo de cambio real.

5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

6. Tasas de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día.

D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

A fin de contribuir a la consecución del objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, se considera conveniente explicitar el enfoque que orientará la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el Mercado Institucional de Divisas (mercado cambiario).

1. Objetivo fundamental

En congruencia con el esquema de metas explícitas de inflación, la participación del Banco de Guatemala en los mercados monetario y cambiario se realizará privilegiando la consecución de su objetivo fundamental.

2. Operaciones de estabilización monetaria

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituye la realización de Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo (neutralización de liquidez), las operaciones de inyección de liquidez, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero y público, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

3. Flexibilidad cambiaria

Si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre oferentes y demandantes de divisas en el mercado, existen razones para justificar la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, cuando dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

1. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de la política monetaria

La tasa de interés líder es la tasa de interés de referencia para las operaciones al plazo de 1 día (*overnight*), la que seguirá siendo utilizada por el Banco Central para dar a conocer la postura de la política monetaria.

b) Operaciones de estabilización monetaria

Las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, en virtud de que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Se continuará participando en el mercado mediante los mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de Depósitos a Plazo (DP), siendo éstos:

i) Operaciones de neutralización de liquidez

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

• Subasta

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país con cupos determinados, y en forma directa con entidades públicas sin cupos, utilizando subastas de derechos de constitución de depósitos a plazo por fechas de vencimiento.

• Ventanilla

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo con entidades del sector público.

ii) Operaciones de inyección de liquidez

El Banco de Guatemala realizará operaciones de inyección de liquidez con los bancos del sistema y sociedades financieras, aceptando como garantía depósitos a plazo en el Banco Central y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, mediante los mecanismos siguientes:

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

Los Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala y los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, que el Banco Central acepte como garantía en las operaciones de inyección de liquidez serán valorizados, conforme a la metodología que apruebe el Comité de Ejecución.

iii) Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año

El Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, y en coordinación con la política fiscal, podrá realizar operaciones de estabilización monetaria cuyos vencimientos sean mayores a un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero y mejore el manejo de sus pasivos, mediante la extensión de esos vencimientos.

iv) Operaciones de mercado abierto

El Banco de Guatemala podrá realizar operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, mediante la negociación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, para cuyo efecto los mismos se definen elegibles, de conformidad con lo establecido en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

e) Encaje bancario

14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

2. Política cambiaria

a) Regla de participación

El Banco de Guatemala continuará participando en el mercado cambiario, con el fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, de acuerdo con la regla de participación cambiaria contenida en el Anexo 1 de esta resolución.

b) Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América

El Banco de Guatemala continuará disponiendo de un instrumento que le permita regular liquidez en moneda extranjera, mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, de conformidad con lo dispuesto en la resolución JM-99-2004.

3. Política crediticia

a) Prestamista de última instancia

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005.

F. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Eliminación del mecanismo de recepción de Depósitos a Plazo con el sector privado no financiero, por medio de la ventanilla

A partir del 1 de enero de 2012, el Banco de Guatemala ya no realizará la recepción de Depósitos a Plazo del sector privado no financiero, mediante el mecanismo de ventanilla.

2. Información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Los bancos del sistema y las sociedades financieras deberán informar diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, o sus Certificados Representativos, en el mercado bursátil y extrabursátil, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (*overnight*)

Se instruye al Banco de Guatemala para que realice las acciones necesarias con el propósito de contar diariamente con información, en línea y en tiempo real, de las operaciones interbancarias de reporto al plazo de 1 día (*overnight*).

4. Información sobre liquidez bancaria

Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre su posición de liquidez.

5. Información de las operaciones en el mercado cambiario

Se instruye a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre las operaciones realizadas en el mercado cambiario.

6. Información del mercado de divisas a plazo

Se instruye a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de los contratos adelantados (*forward*) negociados y liquidados, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central. Una vez consolidada dicha información, éste la pondrá a disposición de los participantes, en su sitio de Internet.

7. Coordinación con la política fiscal

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones, que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro del objetivo fundamental del Banco Central. Asimismo, a efecto de brindar certeza en los agentes económicos

para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que esta Junta adoptará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Se instruye al Banco de Guatemala para que, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, revise y, de ser el caso, proponga las modificaciones que se consideren necesarias a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

III. MANTENER VIGENTES LAS DEMÁS DISPOSICIONES DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA QUE NO SE OPGONGAN A LAS CONTENIDAS EN LA PRESENTE RESOLUCIÓN.

IV. AUTORIZAR A LA SECRETARÍA DE ESTA JUNTA PARA QUE PUBLIQUE LA PRESENTE RESOLUCIÓN, LA QUE ENTRARÁ EN VIGENCIA EL 1 DE ENERO DE 2012.



Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

• Criterios para la Compra

La regla para la compra estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.

• Criterios para la Venta

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

• Participación por volatilidad inusual

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

• Liquidación

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

ANEXO 2

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012

FECHA
15 DE FEBRERO
28 DE MARZO
25 DE ABRIL
27 DE JUNIO
25 DE JULIO
26 DE SEPTIEMBRE
31 DE OCTUBRE
28 DE NOVIEMBRE

ANEXO 3

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-139-2012

Inserta en el Punto Segundo del Acta 49-2012, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 26 de diciembre de 2012.

PUNTO SEGUNDO: Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

RESOLUCIÓN JM-139-2012. Conocido el documento del Banco de Guatemala, en el que se presenta la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2013, la economía mundial estaría creciendo más, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana y financiera en la Zona del Euro; **CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que para 2013 el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, registre un crecimiento de entre 3.5% y 3.9%; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales del FMI y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisión, dada la incertidumbre y volatilidad que todavía prevalece en el ámbito mundial; **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2013 un ritmo inflacionario de 4.91%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna, a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación; **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, el déficit fiscal respecto del PIB se ubicaría en 2.5%, lo que interrumpiría el proceso de consolidación fiscal; **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala; **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno global incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambio que brinden mayor efectividad al Banco Central; **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe propiciar que la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que la política monetaria, cambiaria y crediticia, a partir de 2012, no tiene período de vigencia definido, aspecto que provee la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que, en congruencia con el considerando anterior, la evaluación y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2012, sugieren modificaciones mínimas, que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente introducir las modificaciones a dicha política.

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**
La regla para la compra estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.65%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
- **Criterios para la Venta**
La regla para la venta estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor

al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.65%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

- **Participación por volatilidad inusual**
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

- **Liquidación**
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

2. Modificar el Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2013

FECHA
20 DE FEBRERO
20 DE MARZO
24 DE ABRIL
26 DE JUNIO
31 DE JULIO
25 DE SEPTIEMBRE
30 DE OCTUBRE
27 DE NOVIEMBRE

3. Modificar los numerales 3 y 7 de la literal F, MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 3 siguiente:

ANEXO 3

- “3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (*overnight*)”

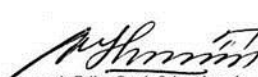
Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en línea y en tiempo real, por los medios que éste indique, sobre la totalidad de las operaciones interbancarias de reporto que realicen al plazo de 1 día (*overnight*).”


- “7. Coordinación con la política fiscal”

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

Adicionalmente, el Banco de Guatemala deberá informar oportunamente a la Junta Monetaria sobre las decisiones que se adopten en materia de política fiscal.”

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2013.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria



ANEXO 4

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-62-2013

Inserta en el Punto Sexto b) del Acta 22-2013, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 19 de junio de 2013.

PUNTO SEXTO b): Solicitud a la Junta Monetaria para que modifique el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011.

RESOLUCIÓN JM-62-2013. Conocido el Dictamen Conjunto BG-SB 1/2013, del Banco de Guatemala y de la Superintendencia de Bancos, del 29 de mayo de 2013, mediante el cual se solicita a esta Junta que modifique el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que en resolución JM-171-2011, del 22 de diciembre de 2011, determinó la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, consignando en el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, que el Banco de Guatemala, en su calidad de prestamista de última instancia, proveerá asistencia crediticia a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005; **CONSIDERANDO:** Que esta Junta, mediante resolución JM-61-2013, del 19 de junio de 2013, emitió el Reglamento para el Otorgamiento de Crédito a los Bancos del Sistema, de conformidad con el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y derogó la resolución JM-50-2005, del 2 de marzo de 2005, por lo que se estima pertinente, en aras de mantener la certeza jurídica, modificar el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala; así como tomando en cuenta el Dictamen Conjunto BG-SB 1/2013 del Banco de Guatemala y de la Superintendencia de Bancos, del 29 de mayo de 2013,

RESUELVE:

1. Modificar el numeral 3 de la literal E, INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 4 siguiente:

ANEXO 4

“3. Política crediticia. Prestamista de última instancia.

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, de acuerdo con el Reglamento para el Otorgamiento de Crédito a los Bancos del Sistema, de conformidad con el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, emitido mediante resolución JM-61-2013.”

2. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el día de su publicación.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria



ANEXO 5

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-121-2013

Inserta en el Punto Tercero b) del Acta 48-2013, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 18 de diciembre de 2013.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013.

RESOLUCIÓN JM-121-2013. Conocido el documento del Banco de Guatemala, en el que se presenta la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013, y Perspectivas Económicas para 2014.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que, para 2014, la economía mundial crecerá 3.6% (2.9% en 2013); **CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.3% y 3.5% para 2014, apoyado por el dinamismo previsto en el consumo privado, en las remesas familiares y en el crédito bancario al sector privado; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del FMI y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisión, dado que las perspectivas económicas globales continúan acotadas por la presencia de algunos riesgos, aunque los mismos parecieran estar más balanceados; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 será el vigente para el ejercicio fiscal 2013, razón por la cual no se tiene certeza sobre las fuentes de financiamiento de dicho presupuesto; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuye a que la economía absorba choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que en economías pequeñas, como en el caso de Guatemala, se justifica la participación del banco central en el mercado cambiario por razones de asimetrías de información y baja profundidad de los mercados financieros, por lo que se considera prudente darle mayor flexibilidad al mercado cambiario de manera gradual y progresiva; **CONSIDERANDO:** Que a partir de 2012 la política monetaria, cambiaria y crediticia tiene vigencia permanente, aspecto positivo que provee la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2013, esta Junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013, y Perspectivas Económicas para 2014,

RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**
La regla para la compra estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.70%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
 - **Criterios para la Venta**
La regla para la venta estará activa permanentemente.
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.70%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.
 - **Participación por volatilidad inusual**
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.
 - **Liquidación**
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.
2. Modificar el Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

- a. Para el 2014 el calendario es el siguiente:

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

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

- b. La Junta Monetaria, luego de conocer la evaluación y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia en diciembre de cada año, dará a conocer el calendario de sesiones en las cuales tomará decisión respecto de la tasa de interés líder.
3. Modificar la literal B, VARIABLES INDICATIVAS, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 5 siguiente:

ANEXO 5

"B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo. Se dará seguimiento, entre otras, a las variables indicativas siguientes:

1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado y se comparará con las metas de inflación para los periodos establecidos. Adicionalmente, con fines informativos, se presentarán los pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado y se comparará con las metas de inflación para los periodos establecidos. Adicionalmente, con fines informativos, se presentarán los pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Estas expectativas de inflación pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas y se comparará con las metas de inflación para los periodos establecidos. En adición, con fines informativos, se presentarán las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles.

4. Tasa de interés parámetro

Se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con dicha tasa, dentro de un corredor.

5. Tasa de interés de política monetaria de los modelos macroeconómicos

La tasa de interés recomendada por los modelos macroeconómicos reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere trayectorias de la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en determinado plazo, por lo cual se dará seguimiento al promedio aritmético de las tasas de interés de política recomendadas por los modelos macroeconómicos."

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2014.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria



ANEXO 6

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-133-2014

Inserta en el Punto Tercero b) del Acta 51-2014, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 17 de diciembre de 2014.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014.

RESOLUCIÓN JM-133-2014. Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015, del 15 de diciembre de 2014.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.5% y 4.1% para 2015, apoyado por el dinamismo previsto en el consumo privado, en las remesas familiares y en el comercio exterior; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que dichas perspectivas continúan acotadas por la presencia de algunos riesgos a la baja, que parecieran estar equilibrados en algunos socios comerciales del país; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, aprobado por el Congreso de la República, prevé un déficit fiscal de 2.0% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuye a que la economía absorba choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios y que en economías pequeñas y abiertas, se justifica la participación del Banco Central en el mercado cambiario, para acumular reservas monetarias internacionales, que permita enfrentar vulnerabilidades de origen externo; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2014, esta Junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015, del 15 de diciembre de 2014,

RESUELVE:

1. Modificar el inciso a, del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

- a. Para 2015 el calendario es el siguiente:

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

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

2. Modificar la literal C, VARIABLES INFORMATIVAS, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 6 siguiente:

ANEXO 6

"C. VARIABLES INFORMATIVAS

Las variables informativas, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten mejorar la comprensión de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, así como de su postura. Se dará seguimiento, entre otras, a las variables informativas siguientes:

1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los periodos establecidos. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los periodos establecidos. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los periodos establecidos. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación o el valor de sobredepreciación del tipo de cambio real.

5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

6. Tasa de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día.

7. Tasa de interés neutral

Se dará seguimiento a la estimación de la tasa de interés neutral a efecto de determinar la postura de la política monetaria (neutral, restrictiva o acomodaticia).

8. Índice de Condiciones Monetarias (ICM)

Se dará seguimiento al cálculo del Índice de Condiciones Monetarias, también para determinar la postura de la política monetaria."

3. Modificar el numeral 2, de la literal E, INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en el sentido de adicionar el inciso c, en los términos a que se refiere el Anexo 7 siguiente:

ANEXO 7

2. Política cambiaria

"c) Acumulación de reservas monetarias internacionales

Se autoriza al Banco de Guatemala para participar en el mercado cambiario con el propósito de acumular reservas monetarias internacionales, para cuyo efecto deberá tomar en cuenta la evolución de los mercados monetario y cambiario, de manera que no se ponga en riesgo el objetivo fundamental del Banco Central ni se introduzcan distorsiones en variables macroeconómicas relevantes."

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2015.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria



ANEXO 7

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-120-2015

Inserta en el punto tercero b) del acta 48-2015, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 16 de diciembre de 2015.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2015.

RESOLUCIÓN JM-120-2015. Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, del 14 de diciembre de 2015.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que ante las perspectivas favorables de la economía mundial, en un entorno en el que se anticipan expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.1% y 3.9% para 2016; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que el proceso de recuperación de la economía mundial continúa siendo moderado, en una coyuntura en la que prevalece el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2016, aprobado por el Congreso de la República, prevé un déficit fiscal de 1.6% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, el enfoque de gradualidad en la flexibilización cambiaria sigue siendo una opción razonable para la economía guatemalteca, dado que contribuye a absorber choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2015, esta junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, del 14 de diciembre de 2015,

RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

• Criterios para la Compra

La regla para la compra estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.

• Criterios para la Venta

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

• Participación por volatilidad inusual

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

• Liquidación

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

2. Modificar el inciso a, del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

ANEXO 2

- a. Para 2016 el calendario es el siguiente:

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2016

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

3. Autorizar a la secretaría de esta junta para que publique la presente resolución, la que entrará en vigencia el 1 de enero de 2016.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

