



BANCO DE GUATEMALA



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

ENERO DE 2017

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 2016

I.	INTRODUCCIÓN.....	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
	A. PANORAMA GENERAL	1
	B. ENTORNO EXTERNO	1
	C. ENTORNO INTERNO.....	2
III.	PANORAMA ECONÓMICO.....	5
	A. MUNDIAL.....	5
	1. Actividad económica	5
	2. Mercados financieros internacionales.....	8
	3. Precios internacionales de algunas materias primas.....	9
	4. Inflación y política monetaria.....	12
	B. INTERNO.....	18
	1. La actividad económica.....	18
	2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria.....	18
	3. Variables del sector externo.....	30
	4. Finanzas públicas	32
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2016.....	35
	1. Tasa de interés líder de política monetaria	35
	2. Operaciones de estabilización monetaria	35
	3. Tipo de cambio nominal	36

SEGUNDA PARTE

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I.	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2017	38
	A. DEL ENTORNO EXTERNO	38
	1. Crecimiento económico.....	38
	2. Inflación mundial	39
	B. DEL ENTORNO INTERNO.....	41

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 17 de enero de 2017.

1. Balanza de pagos	41
2. Actividad económica.....	44
3. Sector fiscal	47
4. Sector monetario	48
II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	51

ANEXOS

ANEXO 1	54
ANEXO 2	57
ANEXO 3	58
ANEXO 4	59
ANEXO 5	60
ANEXO 6	61
ANEXO 7	62

PRIMERA PARTE

RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2016

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, JM-120-2015 y JM-123-2016, 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

Durante 2016 la recuperación de la mayoría de economías avanzadas y algunas de las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo fue menor a la prevista a inicios del año, resultado de la mayor incertidumbre y de importantes riesgos que estuvieron sesgados a la baja a lo largo del año, cuyos efectos podrían continuar el próximo año. En efecto, el FMI destaca entre los principales riesgos a la baja: a) el *Brexit* y las nuevas políticas económicas que implementen las nuevas autoridades en Estados Unidos de América; b) el debilitamiento de los ciclos económicos (demanda agregada débil, moderadas presiones inflacionarias, baja productividad y baja inversión); c) el reequilibrio de la economía china y sus efectos en el resto del mundo; d) la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América, que puede inducir a condiciones financieras adversas para los países emergentes y en desarrollo; e) el cierre de relaciones con bancos corresponsales; y f) los conflictos geopolíticos. Los riesgos a la baja,

según el FMI, se mantendrían, en un entorno en el que la incertidumbre sigue predominando.

El FMI proyecta un crecimiento económico mundial para 2016 de 3.1%, ligeramente inferior al registrado el año previo (3.2%), aunque con un leve repunte en 2017 (3.4%), debido a que tanto las economías avanzadas como las economías de mercados emergentes y en desarrollo mostrarían un mejor desempeño. Por su parte, las economías avanzadas registrarían tasas de crecimiento de 1.6% en 2016 y de 1.8% en 2017, crecimientos que si bien reflejan una leve mejora para el próximo año, continúan evidenciando debilidad en la demanda, el bajo crecimiento de la productividad, los legados de la crisis económica y financiera global de 2008-2009 y algunos efectos colaterales asociados al *Brexit* y a la nueva administración Trump; en tanto que, las economías de mercados emergentes y en desarrollo, crecerían 4.2% en 2016 y 4.6% en 2017, por la estabilización del crecimiento económico en la República Popular China, la mejora en las perspectivas de crecimiento de Rusia y de Brasil, así como por condiciones financieras internacionales más favorables.

En Estados Unidos de América, el comportamiento moderado de la actividad económica durante 2016 refleja la caída en la inversión, especialmente en la actividad petrolera; y la apreciación de su moneda, factores que han contrarrestado, en parte, la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; la política fiscal levemente expansiva; las condiciones financieras aún favorables; y la demanda del consumidor. Por ello, se prevé un crecimiento de 1.6% en 2016, en tanto que para 2017 sería de 2.3%, sustentado, entre otros factores, en la gradualidad del proceso de normalización de la política monetaria y en la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal. Por supuesto, este escenario no prevé el efecto que podrían tener las políticas económicas del presidente recién electo en dicho país, sobre las cuales aún priva la incertidumbre.

En la Zona del Euro, la actividad económica continuó reflejando cierta debilidad, asociada, principalmente, a la moderación del consumo de los hogares; y al estancamiento de la inversión privada y del consumo de gobierno, a pesar del mejor desempeño de las exportaciones, el prolongado estímulo monetario y la postura fiscal levemente expansiva en algunas de sus principales economías.

Adicionalmente, un deterioro de la relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría afectar el crecimiento de la región a partir del próximo año. Las proyecciones de crecimiento para dicha zona son de 1.7% en 2016 y de 1.4% en 2017, bajo el supuesto de que la demanda interna sigue siendo apoyada por una política monetaria ampliamente acomodaticia.

En el Reino Unido, luego de evidenciar un sostenido, aunque moderado, crecimiento económico durante los últimos años, las expectativas se deterioraron como consecuencia del *Brexit*, que afectó la confianza de los inversionistas y los consumidores. El crecimiento previsto es de 1.9% en 2016 y de 1.2% en 2017; no obstante, el mantenimiento, y eventualmente la ampliación del paquete de estímulos monetarios, así como el éxito de las negociaciones de una salida ordenada de la Unión Europea, serían fundamentales en el impulso de la actividad económica en los próximos años.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron impulsando el crecimiento económico mundial durante 2016 y evidencian perspectivas más favorables para el próximo año, asociadas, por una parte, a la mejora en las condiciones financieras y a la recuperación del precio de algunas materias primas, particularmente el petróleo y, por la otra, a la estabilización prevista del crecimiento económico de la República Popular China y a una menor contracción en la actividad económica de Brasil y de Rusia. En el caso de la economía china, esta estaría creciendo 6.7% en 2016 y 6.3% en 2017, apoyada por un mayor consumo respecto de la inversión, a pesar de que el proceso de rebalanceo de su modelo de crecimiento económico aún presenta retos importantes. Por su parte, el crecimiento económico de Brasil pasaría de -3.3% en 2016 a 0.5% en 2017, resultado de la mejora en los niveles de confianza y de menor incertidumbre política. En Rusia el crecimiento económico pasaría de -0.7% en 2016 a 1.2% en 2017, debido a la reducción de los costos de financiamiento como consecuencia del apoyo financiero que recibieron los bancos por parte del gobierno.

Centroamérica, a pesar del débil crecimiento de Estados Unidos de América en 2016, continuó siendo beneficiada, aunque en menor magnitud que el año anterior, por los bajos precios del petróleo y sus derivados y por el aumento en las remesas familiares, que ha mejorado el ingreso real disponible y ha fortalecido el consumo privado, la posición fiscal y la cuenta corriente. En ese escenario, la tasa de crecimiento económico registrada en 2016 también se observaría en 2017 (3.7%), apoyada en la demanda interna.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, estos se recuperaron rápidamente luego de los inesperados resultados del *Brexit* y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América, lo que contribuyó a reducir la aversión al riesgo y, consecuentemente, la volatilidad. No obstante, no se descartan nuevos episodios de volatilidad ante la incertidumbre que genera el débil crecimiento económico en la mayoría de economías avanzadas, la incertidumbre respecto de la normalización de la política monetaria estadounidense, los bajos precios internacionales de las materias primas, los resultados de la negociación de nuevas relaciones financieras y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea y la incertidumbre sobre las políticas económicas que estaría adoptando el nuevo presidente estadounidense.

Los precios internacionales de las principales materias primas, particularmente aquellas que afectan a la inflación en Guatemala, evidenciaron a lo largo de 2016 diferentes resultados. El precio internacional del petróleo mostró una recuperación desde febrero, asociada, a las expectativas de disminución en la oferta y a un moderado incremento en la demanda; en tanto que, los precios del maíz amarillo y del trigo, mostraron una tendencia a la baja (acompañada de cierta volatilidad), resultado de las expectativas de mejores cosechas para la actual temporada; sin embargo, aún prevalecen riesgos al alza por condiciones climáticas adversas, como se evidencia en la recuperación reciente de ambos precios internacionales.

La inflación internacional, en general, se ha mantenido baja, pero con diferencias importantes entre países y regiones. En las economías avanzadas persisten niveles de inflación por debajo de las metas definidas por los bancos centrales, aunque en la mayoría la inflación detuvo su tendencia a la baja; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha mostrado recientemente una ligera tendencia a la baja, ante el menor efecto de factores temporales que afectaron el suministro de alimentos y la reversión de la depreciación de algunas monedas ocurrida en 2015. Este comportamiento heterogéneo de la inflación también generó diversas reacciones por parte de los bancos centrales a nivel mundial haciendo más evidente las divergencias entre las políticas monetarias de las principales economías avanzadas.

C. ENTORNO INTERNO

El producto interno bruto crecería 3.1% en 2016, por debajo del PIB potencial (3.5%) y del crecimiento de 2015 (4.1%), pero dentro del rango de crecimiento revisado (3.1%-3.7%). Dicho resultado se explica, por el lado del gasto, por la moderación de la

demanda interna, que crecería 4.2% (5.6% en 2015), derivado, principalmente, del aumento del consumo privado de 4.9% (5.8% en 2015). Por su parte, las exportaciones en términos reales disminuirían 2.1%, mientras que las importaciones crecerían 3.7%. Por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas. En el comercio exterior a noviembre, el valor FOB en dólares estadounidenses de las exportaciones de bienes se redujo 3.8% respecto de similar período de 2015, resultado de la disminución, tanto en el volumen exportado como en el precio medio. Entre los principales productos que registraron disminuciones destacan: azúcar, piedras y metales preciosos y semipreciosos, artículos de vestuario, hierro y acero, petróleo, níquel, cardamomo, caucho natural, banano y café. Por su parte, el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones de bienes disminuyó 4.5%, como consecuencia de la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, en buena medida, a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes respecto de 2015; no obstante, el volumen importado creció, especialmente el de bienes de consumo y el de bienes de capital, debido a una mayor demanda ante precios inferiores de dichos bienes a nivel mundial. Los menores precios del petróleo, a noviembre, generaron un ahorro de US\$302.7 millones en el rubro de combustibles y lubricantes.

Al 31 de diciembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$7,160.0 millones, superior en US\$875.0 millones (13.9%) al monto observado en igual período de 2015, comportamiento que, entre otros factores, se asocia a la reducción del desempleo hispano en Estados Unidos de América y al temor que existe entre la población latina en dicho país, ante las medidas migratorias que podría implementar el gobierno recién electo.

El resultado previsto de la balanza comercial y de las remesas familiares anticiparía un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que podría situarse en 1.0% del PIB en 2016 (déficit de 0.2% en 2015) y en 0.6% del PIB en 2017.

Por su parte, las Reservas Internacionales Netas continúan reflejando la sólida posición externa del país. En efecto, al 31 de diciembre se situaron en US\$9,160.4 millones, mayor en US\$1,409.2 millones al monto registrado en diciembre de 2015. En dicho resultado han influido las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, así como la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado internacional. Vale indicar que para 2017, se prevé un incremento en las reservas monetarias internacionales alrededor de US\$500.0 millones, resultado, principalmente, del

aumento previsto en el financiamiento público externo.

El tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar estadounidense, presentó en 2016 un comportamiento congruente con sus fundamentos. En ese sentido, al 31 de diciembre registró una apreciación nominal interanual de 1.44%, asociada, principalmente, al incremento en el flujo de divisas por remesas familiares, a la disminución del valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes) y a la caída del gasto público. Al 31 de diciembre, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó compras netas de divisas por US\$1,109.1 millones. Dicha apreciación nominal no provocó una apreciación real relevante y, por ende, no propició un aumento en el volumen de importaciones, el cual suele ocurrir ante apreciaciones cambiarias reales.

El ritmo inflacionario a diciembre de 2016 se ubicó en 4.23%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual. La trayectoria descendente del ritmo inflacionario, desde el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, es resultado del efecto combinado de factores tanto de oferta como de demanda. Dentro de los factores de oferta destacaron la significativa disminución en el precio de los energéticos y la moderación del precio medio de los bienes importados no petroleros; en tanto que entre los factores de demanda destacó el dinamismo en el consumo privado, que se reflejó en el incremento sostenido en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas desde mediados de 2014. No obstante, a partir de octubre de 2015, el ritmo inflacionario comenzó a registrar un incremento significativo, debido, por una parte, a que el efecto favorable que generó la disminución en el precio de los energéticos comenzó a desvanecerse y, por la otra, a que se han registrado choques de oferta en algunos productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas). En la medida que el choque de oferta externo se diluyó, se hizo cada vez más evidente el aumento en la inflación de alimentos, la cual a diciembre de 2016 se ubicó en alrededor de 7.6%. No obstante, como se observó en 2016, se espera que en 2017 la inflación se ubique dentro de la meta de inflación y que las expectativas de inflación de los agentes económicos continúen ancladas a dicha meta.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (reporto a 1 día), estas se ubicaron debajo de la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario, continuaron estables, aunque con una ligera tendencia a la baja

en varios destinos del crédito bancario al sector privado.

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y con la meta de inflación. En efecto, al 31 de diciembre, en términos interanuales la emisión monetaria creció 6.5%, en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 6.6%. El crédito bancario al sector privado creció, a la misma fecha, 5.9% reflejando la marcada desaceleración del crédito otorgado en moneda extranjera, especialmente en el segmento empresarial mayor.

Conforme al calendario previsto para 2016, la Junta Monetaria revisó la tasa de interés líder de política monetaria en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre, ocasiones en las que decidió mantenerla en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna, contenido en el balance de riesgos de inflación.

Al 31 de diciembre, las operaciones de estabilización monetaria (OEM) registraron un aumento de Q403.8 millones. Cabe indicar que a la referida fecha el 15.2% de las OEM estaba colocado a un día plazo, el 31.8% a fechas de vencimiento menores a dos años y el 53.0% restante a largo plazo. El costo de política monetaria, derivado del total de operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual que el del año previo.

En lo relativo a las finanzas públicas, con base a cifras de cierre preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas al 31 de diciembre de 2016, los ingresos tributarios y el gasto total registraron crecimientos de 8.8% y 5.3%, respectivamente. Los ingresos tributarios y el gasto se ubicaron en 10.3% y en 12.1% del PIB, en su orden; mientras que el déficit fiscal se situó en 1.1% del PIB.

Al 31 de diciembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q65,641.9 millones, mayor en Q4,018.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa, al 30 de noviembre, se situó en US\$8,014.4 millones, superior en US\$524.5 millones al registrado a finales de 2015 (US\$7,489.9 millones).

En síntesis, la actividad económica, a pesar de la incertidumbre, luego de registrar una leve desaceleración en 2016, continuaría en una senda de recuperación en 2017, impulsada por un mejor desempeño, tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con riesgos a la baja. En los mercados financieros internacionales se moderaron

los efectos negativos derivados del *Brexit* a finales del primer semestre y de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos de América a principios de noviembre; no obstante, prevalecen preocupaciones ante la incertidumbre respecto del crecimiento mundial. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), reflejan resultados mixtos, dado que los del petróleo aumentaron y los del maíz y el trigo se redujeron. Si bien los precios del petróleo se han incrementado desde febrero, aún están por debajo de los del año anterior. No obstante, el pronóstico para 2017, en el escenario base, indica que el precio estaría aumentando por la disminución en la producción de 1.2 millones de barriles diarios de petróleo, prevista a partir de enero del próximo año, acordada recientemente por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

En el entorno interno, la economía crecería 3.1% en 2016, principalmente por la evolución de la demanda interna, no obstante la moderación del consumo privado; en tanto que, por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas, aunque, en algunos casos, levemente inferiores a las del año previo. Para 2017, se estima que la actividad económica crecería en un rango entre 3.0% y 3.8%, explicada por el impulso en la demanda interna y la recuperación en la actividad de la mayoría de sectores económicos.

El comportamiento estable de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) se sustenta en una respuesta adecuada de la política monetaria, la cual ha sido resaltada por el Fondo Monetario Internacional, dentro del marco de la evaluación del país conocida como Artículo IV y por las principales empresas calificadoras de riesgo soberano, las cuales, en su evaluación anual han destacado la fortaleza macroeconómica del país que se ha mantenido comprometida con políticas monetaria y fiscal disciplinadas. Por ello *Moody's Investors Service*, en su evaluación a junio de 2016, modificó la perspectiva de negativa a estable, luego de evaluar que los riesgos de una posible reducción en la calificación se habían disipado.

En el contexto descrito, la política monetaria, cambiaria y crediticia, a lo largo del año, mantuvo una postura acomodaticia, la cual se refleja en la tasa de interés líder de política monetaria de 3.0%. El compromiso de la autoridad monetaria es continuar monitoreando el comportamiento de la inflación, la evolución de sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes que puedan afectar la

trayectoria de la inflación, a fin de adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

III. PANORAMA ECONÓMICO

A. MUNDIAL

1. Actividad económica

Durante 2016, el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continuó débil y heterogéneo en un contexto de mayor incertidumbre y riesgos a la baja. Ello se reflejó en el crecimiento de la mayoría de economías avanzadas y de algunas de las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo, que fue menor al previsto a inicios del año.

En efecto, de acuerdo con las proyecciones del FMI, el crecimiento económico mundial para 2016 se ubicaría en 3.1%, ligeramente inferior al del año previo (3.2%), pero para 2017 prevé que aumente a 3.4%, debido a que la ralentización en las economías avanzadas sería compensada, en parte, por el mejor desempeño previsto para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Por su parte, las economías avanzadas registrarían una moderación en sus tasas de crecimiento a 1.6% en 2016 y a 1.8% en 2017 (comparado con 2.1% en 2015), como resultado de una débil demanda, el bajo crecimiento de la productividad, los legados de la crisis económica y financiera global de 2008-2009 y de algunos efectos colaterales que se derivarían del *Brexit*; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, crecerían 4.2% en 2016 y 4.6% en 2017, en parte por la estabilización del crecimiento de la actividad económica en la República Popular China, la mejora en las perspectivas de crecimiento de Rusia y de Brasil, así como por condiciones financieras internacionales más favorables. No obstante, algunas de las economías de este grupo aún registrarían desaceleraciones económicas, especialmente en los países exportadores netos de materias primas.

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico fue de 3.5% durante el tercer trimestre de 2016, superior al registrado en los dos primeros trimestres del año (0.8% y 1.4%, respectivamente) y por arriba de las expectativas de mercado. Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento en dicho trimestre refleja tanto la mejora de la inversión privada, como del consumo privado, en particular, el de bienes duraderos y la contribución positiva de las exportaciones netas. El mercado laboral permanece sólido con una tasa de desempleo de 4.7%, lo cual ha permitido mejorar el ingreso disponible y contribuir al

mejor desempeño del consumo privado. Estos efectos positivos fueron parcialmente compensados por la reducción en la inversión fija residencial. Por el lado de la oferta, la producción industrial continuó contrayéndose, especialmente la del sector de manufacturas, dado el elevado nivel de inventarios, la baja demanda externa y la apreciación del dólar estadounidense. También fue relevante la desaceleración del sector energía, resultado de la baja en las inversiones en la actividad de extracción de petróleo.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (FED) decidió mantener su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales en 0.25%-0.50%, en las reuniones de enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre y noviembre. Sin embargo, en la reunión de diciembre de 2016 la FED decidió aumentar el rango de la referida tasa de interés en 25 puntos básicos (de 0.25%-0.50% a 0.50%-0.75%), tomando en cuenta que las condiciones del mercado laboral continuaron fortaleciéndose en los últimos meses del año, las expectativas inflacionarias permanecen ancladas y que los riesgos de corto plazo para las perspectivas económicas se mantienen balanceados. Por su parte, el FMI estima que la tasa de fondos federales en Estados Unidos de América se incrementaría de forma gradual, sin efectos prolongados en la volatilidad de los mercados financieros o importantes movimientos en las tasas de interés de largo plazo, cuyo nivel de equilibrio se alcanzaría en 2020 (2.75%), valor consistente con las expectativas del mercado, pero inferior al nivel observado previo a la crisis económica y financiera de 2008-2009.

En cuanto a la política fiscal, el FMI proyecta que su orientación sería ligeramente expansiva en los próximos años, al registrar déficits fiscales superiores a 3.0% del PIB, resultado de varios convenios instituidos en 2015 con relación al presupuesto federal. Ello continuaría profundizando el problema del alto nivel de deuda pública estadounidense en el largo plazo, el cual, según el FMI, no es sostenible, por lo que un plan de consolidación fiscal ayudaría a crear un espacio de política a corto plazo. A finales de 2015, el Congreso estadounidense dispuso dejar sin efecto el techo de deuda hasta marzo de 2017 y su objetivo es estabilizar la deuda en alrededor de 75.0% del PIB en 2025; pero, según la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) dicha deuda se estaría estabilizando alrededor de 100.0% del PIB en la próxima década. Dicho escenario, no toma en cuenta la posibilidad de que bajo la administración Trump se apliquen medidas de política fiscal expansiva, como lo propuso en su campaña electoral. Estas medidas incluyen recortes de las tasas impositivas y un mayor gasto público en infraestructura y defensa. De acuerdo con el Comité

de Presupuesto Federal Responsable (CRFB, por sus siglas en inglés), dichas medidas incrementarían la deuda pública en US\$5.3 billones en los próximos diez años (actualmente alrededor de US\$14.0 billones, 77.0% del PIB).

En términos anuales, como se indicó, en 2016 la actividad económica estadounidense crecería 1.6%, a pesar de la mejora patrimonial de los hogares y del mercado inmobiliario, así como de la postura fiscal ligeramente expansiva; dado que la reducción de la inversión en el sector energía; la débil actividad económica de los principales socios comerciales; y la caída de la demanda externa, asociada a la apreciación del dólar, afectaron negativamente la recuperación que se venía registrando, particularmente en los primeros dos trimestres del año. Para 2017 se proyecta un crecimiento de 2.3%.

Para la Zona del Euro, según la *Eurostat*, la actividad económica durante el tercer trimestre de 2016 registró un crecimiento interanual de 1.7%, igual al de los dos trimestres previos. Dicho resultado se asocia, principalmente, al crecimiento registrado en el consumo de los hogares y, en menor medida, de la inversión privada y del consumo de gobierno. Cabe indicar que el mejor desempeño de las exportaciones, el prolongado estímulo monetario y la postura fiscal levemente expansiva en algunas economías, como Alemania e Italia, contribuyeron al referido resultado.

El FMI estima que la actividad económica en dicha zona sigue siendo débil y persisten algunos riesgos a la baja; como los legados de la crisis económica y financiera de 2008-2009, incluyendo el alto nivel de la cartera de crédito en mora, que ha impedido a los bancos europeos liberar recursos para otorgar nuevos préstamos; los altos niveles de deuda, tanto pública como privada, que no permiten incrementar la inversión; y los elevados niveles de desempleo en algunos países de la periferia. Cabe mencionar que la decisión del Reino Unido de salirse de la Unión Europea (*Brexit*) tuvo un impacto moderado en las perspectivas de crecimiento económico en dicha zona, dada la evolución de los indicadores de confianza del consumidor e inversionista, en adición al apoyo de la postura altamente acomodaticia del Banco Central Europeo. Un factor de riesgo latente es la vulnerabilidad de los sistemas bancarios de algunos países de la zona, en particular en Italia y en Portugal. Aun cuando en el corto plazo se mantiene una perspectiva positiva para la región, uno de los riesgos de mediano plazo sigue siendo el *Brexit* por la incertidumbre que genera en cuanto el futuro de las relaciones comerciales y financieras de la zona con el Reino Unido. Para el cierre de 2016 se proyecta un crecimiento económico de 1.7% y para 2017 de 1.4%.

En el Reino Unido las expectativas de crecimiento económico se deterioraron como consecuencia del *Brexit* que, como se indicó, habría afectado la confianza de los inversionistas y de los consumidores; no obstante, la depreciación de la libra esterlina cuyo impacto habría sido positivo sobre las exportaciones, habría ayudado a contrarrestar, en parte, los efectos negativos mencionados. Por ello, fue fundamental la decisión del Banco de Inglaterra de implementar, en agosto, un paquete de estímulos monetarios (reducción de la tasa de interés de política monetaria, expansión de su programa de compra de activos e implementación de un nuevo programa de financiamiento para las instituciones financieras), pues parece haberle dado un impulso a la actividad económica, como lo reflejan algunos indicadores económicos de corto plazo. Si bien se prevé que el Reino Unido registre un crecimiento de 1.9% en 2016, para 2017 este se reduciría, al situarse en 1.2%.

En Japón, de acuerdo con la Oficina del Gabinete de Gobierno, en el tercer trimestre la actividad económica continuó desacelerándose, al registrar un crecimiento de 1.3%, menor al registrado en el primer y segundo trimestres de 2016 (2.8% y 1.8%, respectivamente), afectada por el menor dinamismo del consumo privado. El Banco de Japón anunció a finales de septiembre un cambio en sus instrumentos de política monetaria, al buscar que los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años se ubiquen en torno a 0.0%, mediante el control de la curva de rendimientos, ello para contrarrestar la continua debilidad de la economía; en tanto, estima que la postura fiscal se mantendría relativamente neutral. Para 2016 se prevé un crecimiento de la actividad económica de 0.6% y para 2017 de 0.7%.

A pesar del crecimiento moderado en las economías avanzadas, las economías de mercados emergentes y en desarrollo evidencian perspectivas más favorables, asociadas, por una parte, a la mejora en las condiciones financieras y a la recuperación del precio de algunas materias primas, particularmente del petróleo y, por la otra, a una menor contracción en la actividad económica en Brasil y en Rusia, que provendría de mejores condiciones externas y una mejora en la confianza económica. En cuanto a las condiciones financieras, estas se mantienen favorables, debido tanto a la normalización más gradual de la política monetaria en Estados Unidos de América, así como a la aplicación de medidas de política monetaria más expansivas en otras economías avanzadas (Zona del Euro, Japón y Reino Unido), y a que se mantendrían los costos de financiamiento relativamente bajos. Sin embargo, en los países exportadores netos de petróleo las perspectivas de crecimiento continúan siendo débiles.

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadística, el crecimiento durante el tercer trimestre de 2016 (6.7%) estuvo asociado, principalmente, a un mayor dinamismo y a la creciente importancia del consumo (más de 66.0% del PIB), respecto de la inversión; mientras que, el dinamismo de los servicios superó al de la actividad manufacturera, como consecuencia del cambio en su modelo económico. El FMI considera que el progreso del programa de reequilibrio de la economía china ha sido mixto, dado que se ha fortalecido el rebalanceo externo (cambio de demanda externa a demanda interna como motor del crecimiento), pero el rebalanceo interno no ha sido tan profundo. En efecto, desde la perspectiva de la oferta (donde el cambio se orienta a los servicios en lugar de la industria) los avances son adecuados, pero desde la perspectiva de la demanda (más basado en el consumo que en la inversión), los resultados son moderados y con avances limitados desde el punto de vista del crédito, pues aún no se han logrado diferencias sustanciales para una asignación más eficiente de los recursos productivos. El superávit de cuenta corriente disminuyó de 10.0% del PIB antes de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, a cerca de 3.0% en años recientes, reflejo de que las exportaciones dejaron de ser el principal motor de crecimiento. El proceso de transición se ha rezagado, debido a la excesiva dependencia del crédito para financiar el crecimiento; por ejemplo, la intensidad del crédito; es decir, el monto de nuevos créditos otorgados por unidad adicional de producto, ha aumentado más de dos veces desde la crisis. Asimismo, debido al envejecimiento de la población y al necesario fortalecimiento de la seguridad social, se prevé que el ahorro de los hogares disminuya gradualmente, mientras aumenta el consumo, lo que moderaría la inversión, pero manteniendo la cuenta corriente en saldos relativamente bajos. En consecuencia, el reequilibrio apoyado con un exceso de crédito continúa siendo la principal vulnerabilidad; además, la ausencia de una reforma de las empresas estatales, podría implicar que el crédito al sector privado no financiero aumente de manera continua, lo que elevaría los niveles de riesgos para el desempeño económico del país.

En Rusia, la contracción económica ha llegado a un punto de inflexión, asociada a una mejora en la confianza, por precios del petróleo más favorables y por la reducción de los costos de financiamiento como consecuencia del apoyo financiero que recibieron los bancos rusos con fondos del gobierno.

En América Latina, si bien las condiciones, tanto internas como externas, han mejorado, las perspectivas siguen siendo inciertas. A nivel interno, la confianza empresarial y del consumidor ha mejorado y a nivel externo, los precios de las

materias primas se han recuperado moderadamente, aunque podrían permanecer en niveles bajos; las depreciaciones que en 2015 registraron algunas monedas se han empezado a revertir y la exposición directa de América Latina al Reino Unido vía el canal comercial es limitada (alrededor del 1.0% del total de exportaciones). Sin embargo, América Latina está expuesta a la posible desaceleración de sus principales socios comerciales (Estados Unidos de América y la República Popular China) y a la volatilidad de los mercados financieros. Sin embargo, la normalización más gradual de la política monetaria estadounidense ha contribuido a mantener los costos de financiamiento relativamente bajos. El desempeño regional continúa siendo heterogéneo, mientras que Colombia, Chile, México y Perú siguen un ajuste interno ordenado asociado con el choque negativo de términos de intercambio, Centroamérica continuó beneficiándose de los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados y del flujo de remesas familiares, lo cual contribuyó a mejorar el ingreso real disponible y apoyó la evolución de su demanda interna en 2016. No obstante, la incertidumbre generada por las posibles políticas que el presidente electo de Estados Unidos de América podría adoptar a partir de 2017, principalmente en temas de inmigración y tratados comerciales, son factores que podrían deteriorar las perspectivas de crecimiento económico, principalmente para México y Centroamérica.

En Brasil, según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la actividad económica durante el tercer trimestre registró una variación interanual de -2.9%, contracción inferior a la registrada el trimestre previo (-3.6%), que se asocia a la mejora en los niveles de confianza de las empresas y de los consumidores, a la disminución de la incertidumbre política y a una mayor certeza con relación a la política económica, así como al desvanecimiento de algunos efectos transitorios de choques negativos anteriores.

En México, la actividad económica creció 2.0% en el tercer trimestre de 2016, tasa inferior a la del trimestre previo (2.6%). De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), dicho desempeño continuó siendo influenciado, fundamentalmente, por la disminución en su actividad manufacturera, la cual está vinculada al comercio con Estados Unidos de América, su principal socio comercial, y que se explicaría por la cautela de los agentes económicos ante las posibles implicaciones que podría tener un cambio en las relaciones comerciales entre ambos países, resultado de las elecciones presidenciales estadounidenses, además habrían influido la depreciación del peso mexicano frente al dólar estadounidense, por ello se prevé un crecimiento anual de 2.1% para 2016.

En general, excluyendo Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela (países que se encuentran todavía en recesión), el resto de países de América Latina sigue creciendo, a pesar de que la demanda interna tendrá que seguir ajustándose a menores niveles de ingreso, por la fuerte caída de las exportaciones, debido a los bajos precios internacionales de las materias primas (incluidos los metales) y la menor demanda por parte de sus principales socios comerciales.

Centroamérica continuó siendo beneficiada (aunque en menor magnitud que el año anterior) por los bajos precios del petróleo y sus derivados y por el aumento en las remesas familiares, que habría mejorado el ingreso real disponible fortaleciendo el consumo privado, la posición fiscal y la cuenta corriente, ello a pesar de la desaceleración en el crecimiento de Estados Unidos de América en 2016.

2. Mercados financieros internacionales

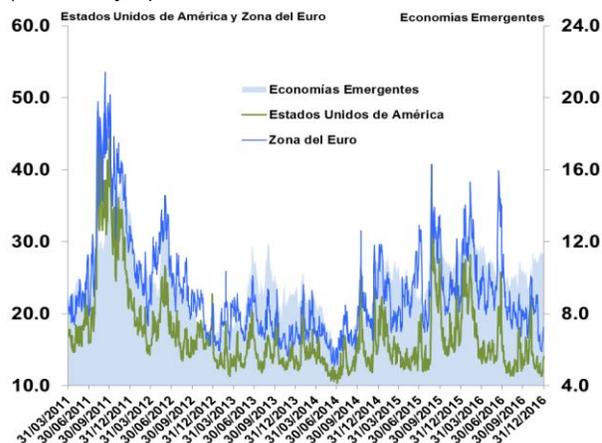
A lo largo de 2016, los mercados financieros internacionales registraron una marcada volatilidad, debido a la creciente incertidumbre y el aumento de la aversión al riesgo, particularmente ante dos acontecimientos relevantes que tuvieron resultados inesperados. El primero, el referéndum en el Reino Unido (*Brexit*) a finales de junio y, el segundo, la victoria del candidato republicano Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos de América a principios de noviembre. Ambos eventos generaron significativos aumentos en la volatilidad, fuertes depreciaciones de los tipos de cambio de las principales monedas del mundo, efectos en los flujos de capital y en las tasas de interés, así como en los mercados accionarios. No obstante, en ambos casos la incertidumbre tendió a disminuir rápidamente, registrándose una reducción de la aversión al riesgo y, consecuentemente, una moderación de la volatilidad. Las condiciones financieras internacionales para los países emergentes y en desarrollo también mejoraron ante las expectativas de que la tasa de interés en algunos países avanzados permanecería en niveles bajos, con lo que se restablecieron los flujos de capital a estos países. Sin embargo, la incertidumbre generada por la moderación del crecimiento de la actividad económica en la mayoría de economías avanzadas, el reequilibrio de la economía de la República Popular China, la incertidumbre respecto de la normalización de la política monetaria estadounidense, los bajos precios internacionales de las materias primas, la compleja y prolongada negociación de las nuevas relaciones financieras y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea, así como la incertidumbre por las políticas económicas que adoptaría el nuevo gobierno estadounidense, podrían implicar una caída abrupta en los precios de las acciones, cuyo impacto

podría ser negativo sobre las perspectivas de crecimiento de los países, por lo que podrían resurgir nuevos episodios de volatilidad durante el presente año.

En las economías avanzadas, particularmente, en Estados Unidos de América, los índices bursátiles continuaron registrando ganancias, apoyadas por tasas de interés históricamente bajas y por mejores perspectivas económicas. Por su parte, los índices bursátiles del resto de economías avanzadas mostraron ganancias por encima de los niveles previos al *Brexit*, y mantuvieron una tendencia al alza. Según el FMI, en su más reciente informe de Estabilidad Financiera Mundial, el elemento clave en los riesgos de corto plazo fue el resultado del *Brexit*, que fue una sorpresa para los inversionistas. Sin embargo, dicho organismo considera que el sistema financiero mundial se ha fortalecido, desde la crisis global económica y financiera de 2008-2009, y que los choques políticos han sido absorbidos adecuadamente por los mercados. Los mercados financieros mejoraron rápidamente, luego del referéndum en el Reino Unido y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América, con excepción del precio de las acciones de la banca en la Zona del Euro, particularmente en Italia y en Portugal, que se mantienen bajo presión debido al incremento de las pérdidas de varias instituciones bancarias. La autoridad bancaria europea ha resaltado que dentro de las posibles vulnerabilidades que afectan la solidez del sistema bancario de la región, destaca el elevado saldo de préstamos en mora, estimado en alrededor de 8.0% del PIB en la Zona del Euro, así como el débil crecimiento económico y las bajas tasas de interés. Por otra parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se han apoyado en la recuperación de las entradas de capital, tanto de corto como de largo plazos, en momentos en que algunos precios internacionales de las materias primas comenzaron a aumentar, y que prevalece la preocupación por una desaceleración mayor en la República Popular China. Para América Latina, la menor volatilidad financiera mundial ha resultado en reducciones en las primas de riesgo soberano y en una tendencia al alza en los índices bursátiles.

Gráfica 1

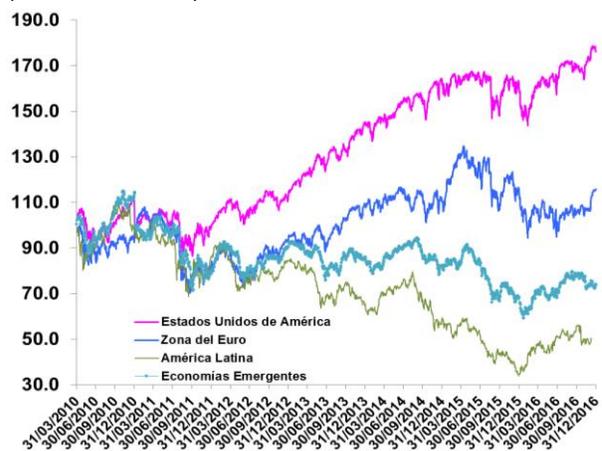
Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
(Porcentajes)



(1) Al 31 de diciembre de 2016.
(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)
2010-2016
(Base 2010=100)



(1) Al 31 de diciembre de 2016.
(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al *Euro Stoxx 50*; en Estados Unidos de América al *Standard & Poor's*; y en las economías emergentes y América Latina al *MCSI*.
Fuente: *Bloomberg*.

3. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante 2016, los precios internacionales de las materias primas que tienen impacto en la inflación de Guatemala continuaron presentando comportamientos mixtos; por una parte, la recuperación en el precio internacional del petróleo y,

por la otra, la tendencia moderada a la baja en los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo.

Al 31 de diciembre de 2016, el precio del petróleo registró un aumento de 45.0%, mientras que los precios del maíz amarillo y del trigo mostraron reducciones de 1.9% y 13.2%, respectivamente. En el caso del petróleo, el resultado responde a la expectativa de un equilibrio en el mercado, destacando la disminución de la oferta (especialmente de Estados Unidos de América y de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-, a partir de enero del presente año) y el incremento moderado en la demanda mundial, con lo que la brecha positiva que existe entre oferta y demanda de petróleo a nivel mundial se estaría reduciendo.

En el caso de los cereales, la baja se atribuye a las expectativas de mayor oferta, en combinación con una demanda moderada. No obstante, cabe indicar que se han registrado episodios de volatilidad que se explican por expectativas de posibles daños a la producción relacionadas con condiciones climáticas adversas, que de materializarse elevarían los precios de ambos cereales.

a) Petróleo y gasolinas

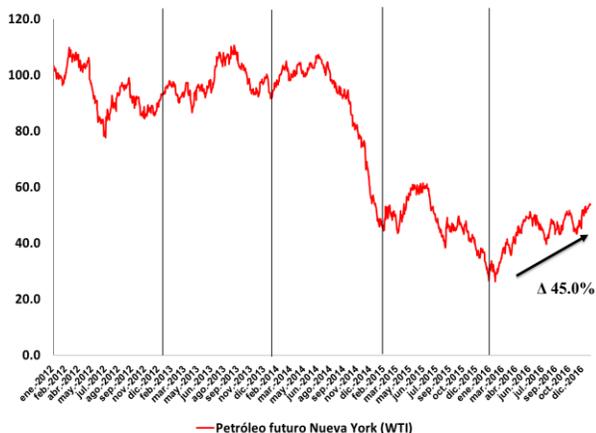
En 2016, el precio del petróleo registró una recuperación, luego de la tendencia a la baja observada desde el segundo semestre de 2014, que se mantuvo hasta mediados de febrero de 2016. Dicha recuperación se explica tanto por factores de oferta como de demanda. Dentro de los principales factores de oferta destacan la reducción en la producción de crudo por parte de Estados Unidos de América, asociada a la caída en la inversión en el sector energía ante la persistencia de los bajos precios del crudo; a la reducción en la producción en algunos países productores por factores geopolíticos (crisis en Nigeria y en Libia); así como por la expectativa de un posible acuerdo para estabilizar la producción de petróleo, cuando en septiembre, Arabia Saudita, Venezuela y Catar, entre otros países, propusieron congelar la cuota de producción de la OPEP en torno a 32.5 millones de barriles diarios (mbd). Dichas expectativas se materializaron, luego de que la OPEP, en su reunión del 30 de noviembre del año pasado acordara reducir su producción en alrededor de 1.2 mbd y establecer su cuota de producción en 32.5 mbd a partir de enero de 2017. Cabe destacar que Rusia, aun cuando no forma parte de la OPEP, también acordó reducir su producción en 0.6 mbd.

Por el lado de la demanda, a pesar del moderado crecimiento económico mundial, hubo una recuperación en la demanda global del crudo, la cual fue impulsada, principalmente, por la República

Popular China, ante el crecimiento económico observado y el aporte que en este tuvo en el consumo. Con relación a los inventarios, en algunos países estos han disminuido paulatinamente, aunque continúan en niveles históricamente altos.

Gráfica 3

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

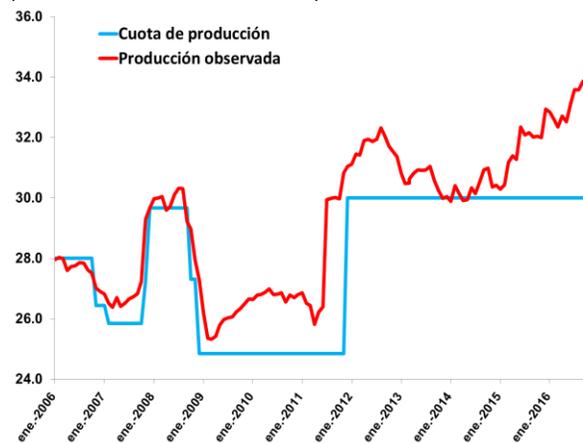


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2016.
Fuente: *Bloomberg*.

Vale destacar que se previó que el mercado mundial de petróleo alcanzaría el equilibrio a partir del tercer trimestre de 2016; sin embargo, recientemente la Agencia Internacional de Energía (AIE) indicó que la brecha entre oferta y demanda en el mercado mundial de petróleo aún se mantendría levemente positiva hacia finales del presente año, debido a que la producción no ha disminuido significativamente y que la demanda ha crecido moderadamente. En efecto, la producción de Estados Unidos de América continúa disminuyendo, pero aún se mantiene en niveles elevados respecto a los niveles históricos; dicha reducción ha sido compensada con el incremento observado en la producción efectiva de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la cual continuó excediendo la cuota acordada de 30.0 mbd, y que estuvo vigente desde enero de 2012, dicho excedente se explica, principalmente, por el aumento que registró la producción en Arabia Saudita, Irán e Irak, aun cuando otros miembros tuvieron problemas en su producción (Nigeria y Libia).

Gráfica 4

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

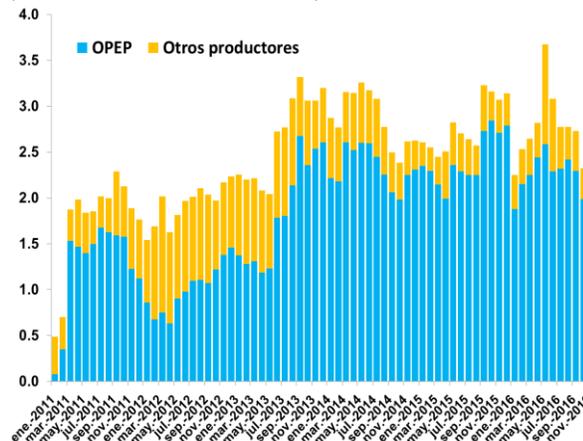


(1) Con información preliminar a diciembre de 2016.
Fuente: *Bloomberg*.

No obstante las interrupciones en la producción de petróleo fueron importantes, principalmente durante el primer semestre de 2016; su impacto en el precio fue limitado, dado el excedente de oferta observado. Los países que registraron mayores interrupciones fueron Libia, Nigeria y Canadá. Para el tercer trimestre de dicho año, la disminución en la producción afectada por las citadas interrupciones en el suministro se atribuyen tanto al mantenimiento previsto y no previsto de los pozos, aunque dicha producción continuó en niveles elevados.

Gráfica 5

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



(1) Con información preliminar a diciembre de 2016.
Fuente: Administración de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

La firma IHS *Energy* estima que la oferta mundial de petróleo de 2016 se situó en 96.3 mbd, levemente inferior a la oferta registrada el año previo (96.5 mbd). Dicho ente estima la demanda en 96.1 mbd, superior a la registrada en 2015 (94.8 mbd). Por lo anterior, el balance entre oferta y demanda fue positivo por tercer año consecutivo, aunque en menor magnitud.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2015-2016
(Millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de diciembre de 2016		
	2015 ^(a)	2016 ^(a)	Variación 2016/2015
Oferta	96.5	96.3	-0.2
Demanda	94.8	96.1	1.3
Balance (oferta - demanda)	1.7	0.2	-----

(a) Cifras preliminares.

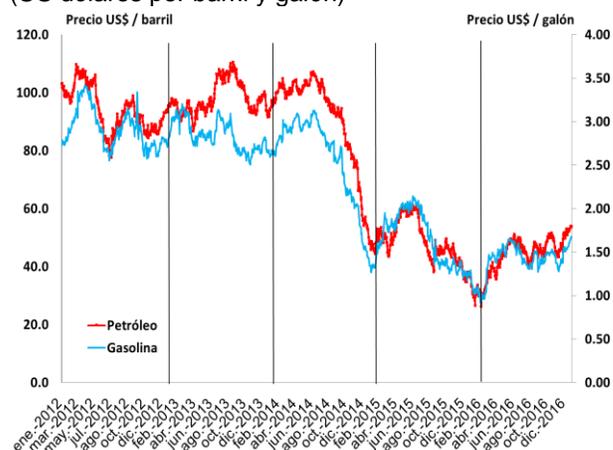
Fuente: IHS *Energy*.

Con relación al precio de la gasolina, al igual que el precio internacional del petróleo, este también mostró una recuperación durante 2016, la cual se explica, tanto por un incremento en la demanda, como por la evolución del precio del petróleo. En Estados Unidos de América el incremento estacional de la demanda por el periodo de vacaciones conocido como “*driving season*” y el aumento en las exportaciones, principalmente hacia México y Canadá, según información de la Agencia de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés), habrían influido en la evolución de dicho precio.

Cabe subrayar que, según la AIE, durante 2016 el proceso de refinado a nivel mundial ha sido afectado por el incremento considerable de mantenimientos no planificados y por otros factores como la huelga observada en Francia y los incendios forestales en Canadá; sin embargo, estos eventos no tuvieron un mayor impacto en el mercado dados los niveles históricamente elevados de inventarios de gasolina en los países de la OCDE. Por su parte, IHS *Energy* resalta que el crecimiento de la demanda de refinados a nivel mundial fue moderado, como consecuencia de la débil evolución de la actividad económica mundial.

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 2016.

Fuente: Bloomberg.

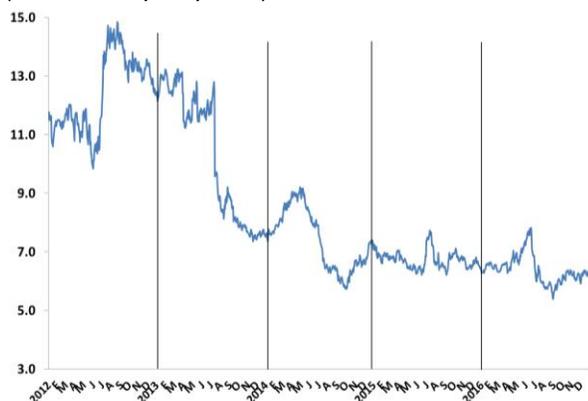
b) Maíz amarillo y trigo

Durante 2016, el precio internacional del maíz amarillo mostró, en general, una tendencia a la baja, asociada a una moderada demanda en combinación con un aumento de la oferta del grano, con algunos episodios de volatilidad, explicados por posibles daños a la producción por factores climáticos adversos, particularmente en Estados Unidos de América, América del Sur y Europa del Este. Sin embargo, los mismos no fueron tan importantes pues se anticipa que la actual cosecha (2016/2017) alcanzará nuevamente niveles récord.

Al respecto, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), prevé que la presente cosecha registre un excedente de 8.2 millones de toneladas métricas (mtm); lo que aunado a un crecimiento moderado en la demanda, permitiría que el nivel de los inventarios alcance un máximo histórico, limitando las presiones al alza sobre el precio internacional de dicho grano.

Gráfica 7

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

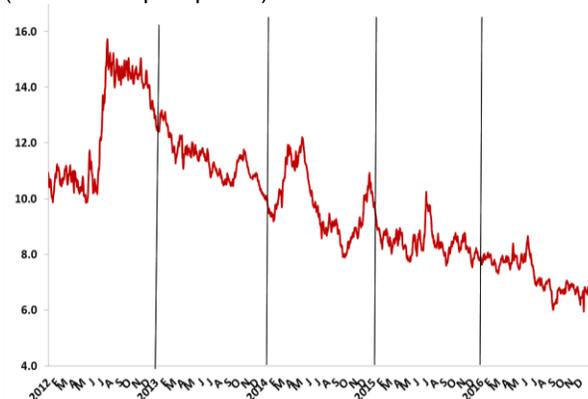


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

El precio internacional del trigo mostró volatilidad durante la mayor parte del primer semestre de 2016, ante expectativas también de posibles daños a la producción ante factores climáticos adversos, en especial, por el fenómeno de “El Niño” que afectó a varios de los principales países productores. No obstante, en la segunda parte de dicho año inició una tendencia a la baja, dado el aumento en la oferta mundial. Según el USDA, la presente cosecha también sería récord, por lo que la oferta superaría la demanda en casi 11.5 mtn.

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 2016.
Fuente: Bloomberg.

Aunque las proyecciones de precios evidencian una tendencia a la baja tanto del maíz amarillo como del trigo; condiciones climáticas adversas; la influencia de crisis geopolíticas que podría provocar suspensiones en el suministro, principalmente en la región del Mar Negro; y la

sustitución de algunas áreas de siembra por otros cultivos más rentables, podría moderar dicha tendencia. De hecho, como se ilustra en las gráficas 7 y 8, el precio de ambos cereales ha aumentado a partir de septiembre del año pasado debido, principalmente, a condiciones climáticas adversas.

4. Inflación y política monetaria

La inflación mundial, en términos generales, mostró un comportamiento relativamente estable durante 2016, aunque con resultados mixtos entre países y regiones. En las economías avanzadas, la inflación reflejó los bajos precios de la energía y el moderado nivel de crecimiento económico. Por su parte, en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, se observó recientemente una desaceleración en el ritmo inflacionario, debido a la reducción de los choques de oferta que afectaron a los precios de los alimentos, así como por el efecto en la demanda agregada ante las medidas de política monetaria restrictiva que algunos de estos países adoptaron desde inicios de 2016, entre ellos Colombia y Perú.

La inflación en Estados Unidos de América se mantuvo baja, a pesar del repunte ocurrido en los últimos meses (1.69% a noviembre de 2016), y se ubicó por debajo del objetivo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, aunque por arriba de las inflaciones de la mayoría de economías avanzadas. Este comportamiento, en parte, responde al efecto más moderado de los descensos en los precios de la energía y de algunos bienes importados y a la apreciación de la moneda estadounidense. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó en 25 puntos básicos la tasa de interés objetivo de fondos federales, ubicándola en un rango de 0.50%-0.75% en su reunión de diciembre de 2016, en virtud de que el mercado laboral se fortaleció, al igual que el crecimiento económico, fundamentalmente en la segunda mitad del año. Vale mencionar que, debido a la incertidumbre sobre los efectos que tendrían en la actividad económica los estímulos fiscales de la administración Trump, la normalización de la política monetaria podría acelerarse, en un contexto en el que han surgido nuevos retos asociados a la posible imposición de barreras comerciales y a la apreciación del dólar estadounidense frente a las principales monedas del mundo.

En la Zona del Euro, aunque la inflación repuntó levemente desde mayo, continuó considerablemente por debajo de la meta del BCE (2.0%). En efecto, en noviembre se situó en 0.57%, resultado de la incidencia negativa de los precios de la energía, así como de algunos bienes industriales no energéticos y de los servicios, a pesar de la depreciación del euro. El BCE ha indicado que el

apoyo de la política monetaria acomodaticia continuará hasta que se observe un ajuste sostenido en la senda de inflación que sea compatible con su meta, por lo que las tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales por un período mayor de tiempo. Respecto a las medidas de política monetaria no convencionales, el BCE prevé compras mensuales de activos por €80.0 millardos, hasta marzo de 2017; y, a partir de abril hasta finales de diciembre del presente año, las compras de activos serían por €60.0 millardos.

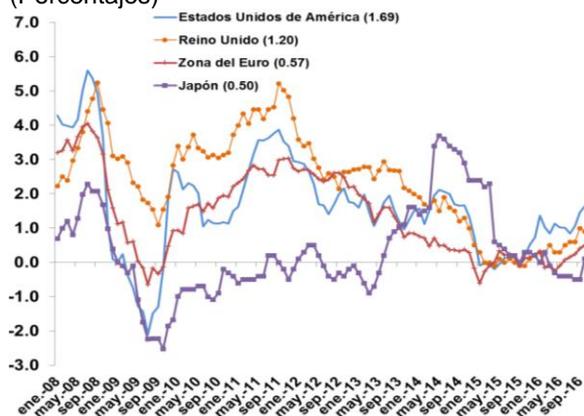
En el Reino Unido la inflación ha presentado una tendencia moderada al alza desde finales de 2015, registrando una tasa de 1.20% a noviembre. La desviación de la inflación respecto a la meta del Banco de Inglaterra (2.0%), es atribuible, en buena medida, a los precios bajos de la energía, de los alimentos y de los precios de algunos servicios importados. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, en junio, derivado del resultado del referéndum para abandonar la Unión Europea, se generó incertidumbre y mayor volatilidad en los mercados financieros, que afectaron la inflación; pero sus efectos parecieran haberse neutralizado, ya que aunque la abrupta depreciación de la libra esterlina podría impulsar al alza los precios de algunos bienes y servicios importados, la desaceleración prevista en el crecimiento económico reduciría las presiones sobre los precios internos. Ante ese escenario, el Comité de Política Monetaria decidió en agosto reducir en 25 puntos básicos la tasa de política monetaria, para situarla en 0.25%; comprar bonos corporativos con reservas del Banco Central, hasta por £10.0 millardos; y comprar bonos del gobierno británico, entre £60.0 millardos y £435.0 millardos.

En Japón, la inflación continuó siendo negativa durante la mayor parte de 2016, situándose en alrededor de -0.50% desde mayo hasta septiembre, consecuencia de los precios bajos de la energía y de la persistente brecha negativa del producto, ante las expectativas poco alentadoras del desempeño de la demanda interna; no obstante, en noviembre la inflación se ubicó en 0.50%, debido, principalmente, a que el efecto que ejercieron los bajos precios del petróleo se ha desvanecido casi en su totalidad. Durante el tercer trimestre de 2016, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Japón, ante la creciente incertidumbre externa, propiciada por el resultado del *Brexit*, decidió, en congruencia con la "Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa" (QQE, por sus siglas en inglés) con tasa de interés negativa aprobada en enero de 2016, ampliar el Programa de Compras de Fondos Cotizados en Bolsa (ETFs, por sus siglas en inglés), que pasó de ¥3,300.0 millardos anuales (US\$32.4 millardos) a ¥6,000.0 millardos anuales (US\$59.0 millardos). Asimismo, duplicó el monto del Programa de Créditos

en dólares estadounidenses de US\$12.0 millardos a US\$24.0 millardos. A finales de septiembre de 2016, el Banco de Japón anunció un cambio en su política monetaria, cuyo enfoque será en los rendimientos de los bonos soberanos para alcanzar su meta de inflación, mediante la implementación del programa denominado "QQE con *Yield Curve Control*", que implica el "control de la curva de rendimiento" sobre las tasas de interés a largo y corto plazos y se compromete a ampliar la base monetaria hasta que la inflación interanual supere el objetivo de estabilidad de precios de 2.0%, postura que fue ratificada en el resto de reuniones de política monetaria celebradas el año pasado.

Gráfica 9

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2008-2016
(Porcentajes)



(1) Datos a noviembre de 2016.

Fuente: Bancos centrales.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias del primer semestre de 2016, sobre todo en la mayoría de países de América Latina, empezaron a moderarse durante el segundo semestre, como resultado de la reversión de algunos choques de oferta en el rubro de alimentos, la persistencia de bajos precios de los combustibles, la política monetaria restrictiva implementada en algunos países y la apreciación moderada que están experimentando algunas de las monedas de este grupo de países, luego de un período de amplias depreciaciones cambiarias.

En la República Popular China, el comportamiento de la inflación ha sido más estable, aunque con tendencia a la baja, lo que se explica principalmente por factores de demanda interna. En efecto, la inflación a diciembre de 2016 se ubicó en 2.1%, menor a la meta oficial de 3.0%, reflejo de que el crecimiento de la economía se está estabilizando a tasas más moderadas y de menores precios de los alimentos. El Banco Popular de China ha mantenido

su tasa de interés de política monetaria en 4.35%, desde octubre de 2015 y no se prevén cambios relevantes en el mediano plazo, debido a que los esfuerzos de las autoridades están orientados a reducir el exceso de capacidad ociosa industrial y prevenir mayores riesgos crediticios en el sistema financiero.

En México, la inflación se ubicó en 3.36% en diciembre de 2016, por encima del valor central de la meta de la autoridad monetaria (3.0%), debido al menor efecto de los descensos previos de los precios de los hidrocarburos y al impacto transitorio de algunos choques de oferta, particularmente en los bienes agropecuarios. Asimismo, la persistente tendencia a la depreciación de su moneda ha presionado al alza el precio de algunos productos alimenticios importados. A diciembre, el Banco de México había incrementado en 250 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria, en respuesta a condiciones externas desfavorables que provocaron una significativa depreciación y una elevada volatilidad de su moneda, la cual se agravó luego de conocerse los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América. Los aumentos de 50 puntos básicos que se dieron en septiembre, en noviembre y en diciembre de 2016 buscaban evitar posibles efectos inflacionarios que pudieran derivarse de un efecto traspaso del tipo de cambio nominal a los precios internos, así como fortalecer la estabilidad financiera. Es importante destacar que las condiciones externas continúan influyendo en la depreciación del peso, lo que podría motivar al Banco de México a actuar nuevamente para no arriesgar el anclaje de las expectativas de inflación.

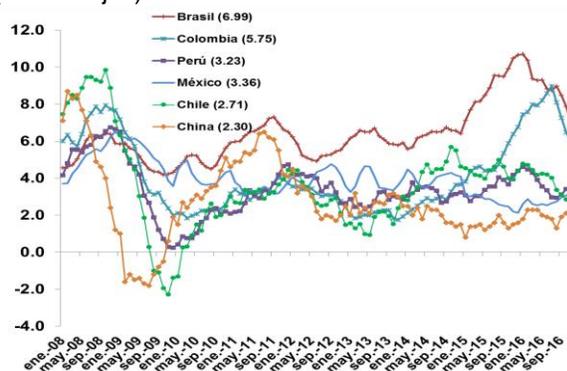
Por su parte, en Chile la inflación se ubicó en el rango meta en diciembre de 2016, luego de haber registrado en la primera mitad del año fuertes presiones inflacionarias, asociadas, principalmente, al efecto traspaso a los precios internos de la depreciación cambiaria registrada en 2015. Sin embargo, el Banco Central de Chile no modificó su postura de política monetaria en lo que va del año, al considerar que no se había perdido el anclaje de las expectativas de inflación.

En contraste, en Brasil, Colombia y Perú la inflación se situó por encima de sus respectivos rangos meta de política monetaria. En Brasil, la inflación se situó en 6.99% a noviembre, impulsada por los efectos negativos del fenómeno climatológico de El Niño sobre algunos productos agrícolas. Los precios mayoristas en meses recientes han mostrado signos de moderación, lo que anticipa una reversión de las presiones inflacionarias. El Banco Central de Brasil, después de mantener invariable su tasa de interés de política monetaria (tasa Selic) desde julio

de 2015, en octubre y en noviembre de 2016 la redujo en 25 puntos básicos (en cada reunión), ubicándola en 13.75%, ante la evidencia de menores presiones inflacionarias y de la estabilización de la demanda interna. En Colombia, la inflación se aceleró en el primer semestre del año, pero empezó a ceder en el inicio del cuarto trimestre, alcanzando un ritmo de 5.75% a diciembre. El incremento en los precios de los alimentos, debido tanto a factores climáticos como a la obstrucción de los canales de distribución de algunos productos agrícolas, explican en parte ese comportamiento. Ante este panorama, el Banco de la República, con el objetivo de anclar las expectativas de inflación a la meta, aumentó 200 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria en el transcurso de 2016. En Perú, la inflación, luego de registrar una marcada tendencia decreciente durante los primeros meses del año, mostró un leve repunte en meses recientes (3.23% a diciembre), por encima del límite superior de la meta de inflación, lo cual motivó un ajuste al alza de 50 puntos básicos en la tasa de política monetaria del Banco de Reserva del Perú.

Gráfica 10

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo (1) 2008-2016 (Porcentajes)



(1) Datos a diciembre de 2016. Brasil a noviembre de 2016. Fuente: Bancos centrales.

En cuanto a la inflación en Centroamérica y en la República Dominicana, con excepción de Guatemala, durante 2016 se mantuvo por debajo de las metas de inflación, aunque en los últimos meses de ese año registró una leve alza ante la reducción del efecto favorable de la caída de los precios de los combustibles. Con relación a las tasas de interés de política monetaria, el Banco Central de Costa Rica redujo su tasa de política monetaria en 50 puntos básicos en enero, situándola en 1.75%, en tanto que en octubre el Banco Central de República Dominicana incrementó en 50 puntos básicos su tasa de política monetaria, ubicándola en 5.50%.

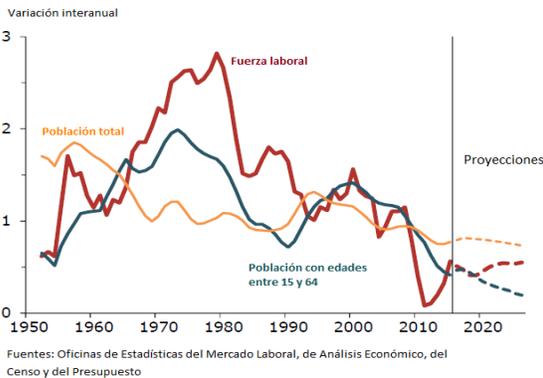
RECUADRO 1 ¿CUÁL ES LA NUEVA REALIDAD DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LARGO PLAZO DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA?

De acuerdo con estimaciones recientes de la Reserva Federal de Estados Unidos de América (FED), el crecimiento económico de largo plazo de dicho país se ubica entre 1.50% y 1.75%, el cual es menor al observado después de la segunda guerra mundial, aunque similar al registrado durante el período 1973-1995. Para la FED, los principales determinantes de esta nueva realidad de crecimiento económico son: el factor demográfico, la productividad y la educación.



El crecimiento de la fuerza laboral (grupo poblacional en edad de trabajar, entre 15 y 64 años) ha ido variando significativamente en el tiempo, a pesar del comportamiento divergente que la fuerza laboral ha tenido con respecto al crecimiento poblacional. En efecto, cuando se analiza el período 1950-1965, la población total creció más rápido en comparación con la fuerza laboral; sin embargo, a partir de 1965 y hasta finales de la década de los ochenta, las variables mostraron un comportamiento contrario al registrado durante el periodo anterior, en línea con el aumento de la participación femenina en el mercado de trabajo y la incorporación de la generación de los *baby boomers* (nacidos entre 1946-1964) a la fuerza laboral.

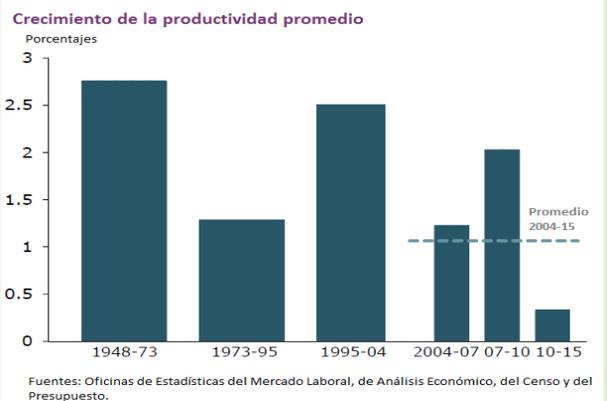
Débil crecimiento de la fuerza laboral



Fuente: Fernald, John (2016): "Economic Letter". Federal Reserve Bank of San Francisco. October.

Desde entonces, la fuerza laboral y la población total han exhibido un crecimiento tendencial más lento. De hecho, la participación de la población en edad de trabajar cayó significativamente durante la crisis económica y financiera global de 2008-2009, lo que consecuentemente impactó en el crecimiento de la fuerza laboral. Debido a ello, autores como Fernald (2016) consideran que es muy probable que el crecimiento de la actividad económica estadounidense permanezca en niveles históricamente bajos en el mediano plazo.

Dicho autor también subraya que existen al menos otros dos factores que ayudarían a explicar por qué el nivel tendencial de crecimiento económico en la actualidad es similar al observado durante el período 1973-1995. Por una parte, la productividad total en general y la productividad laboral en específico, están creciendo a niveles normales, considerando que el impacto de la tecnología de la información tuvo su auge en el período 1995-2010 y, por tanto, los rendimientos a partir de 2010 tienden a ser marginalmente menores y su impacto sobre la actividad económica considerablemente inferior. Por otra parte, la escolaridad representa cada vez más un menor valor agregado sobre el crecimiento de la productividad, en línea con lo observado en otros países avanzados.



El autor concluye su análisis enumerando algunas implicaciones para la economía estadounidense de esta nueva realidad de crecimiento económico. En primer lugar, los trabajadores tendrían un crecimiento promedio de salarios reales más lento y, por tanto, su nivel de vida tendería a estancarse; en segundo lugar, los empresarios registrarían en el mediano plazo un crecimiento modesto de sus ventas; y, en tercer lugar, los encargados de la política económica tendrían que diseñar nuevas estrategias para incrementar los ingresos tributarios, como consecuencia de un crecimiento económico esperado, en promedio, más bajo.

RECUADRO 2

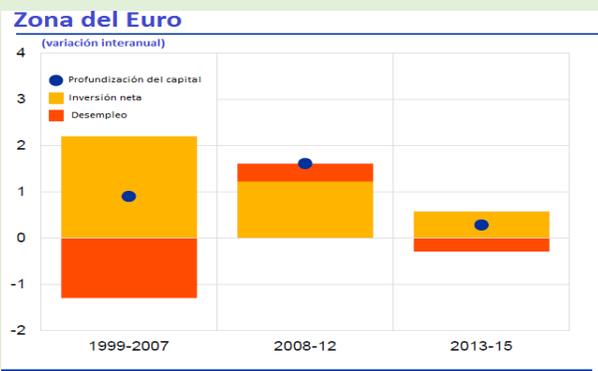
INVERSIÓN Y PRODUCTIVIDAD: UNA COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

Luego de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, la inversión (formación bruta de capital) tanto en la Zona del Euro como en Estados Unidos de América, se ha recuperado pero de una manera moderada, teniendo efectos importantes sobre la productividad del trabajo. Al respecto, un estudio reciente del Banco Central Europeo (BCE) señala que para entender dicha dinámica y poder hacer recomendaciones de política, se debe analizar el comportamiento de la profundización del capital (entendida como la razón capital/trabajo) en dichas economías, antes y después de la crisis.

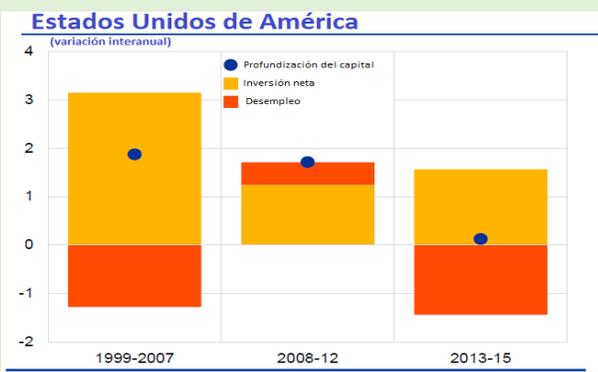
De acuerdo al BCE, es importante tomar en cuenta que si bien la profundización del capital puede aumentar cuando existe más capital por trabajador efectivo, también puede ocurrir cuando coincide con una baja inversión neta y una significativa caída de la mano de obra. Previa a la Gran Recesión, la profundización del capital en Estados Unidos de América había aumentado a casi el doble en comparación con la de la Zona del Euro, debido, en parte, a la mayor tasa de inversión en dicho país. En contraste, durante la crisis económica y financiera global de 2008-2009, en ambas economías, la fuerte disminución de la mano de obra ayudó a mitigar el impacto que tuvo la caída de la inversión neta sobre la profundización del capital. Cabe indicar que a pesar de la recuperación económica observada en la Zona del Euro desde el primer trimestre de 2013, la profundización del capital sólo se ha incrementado levemente.

Un estancamiento similar ha ocurrido en Estados Unidos de América, aunque en dicho país la inversión se ha recuperado con mayor fuerza hasta ubicarse en niveles similares a los observados previo a la crisis, mientras que en la Zona del Euro permanece deprimida.

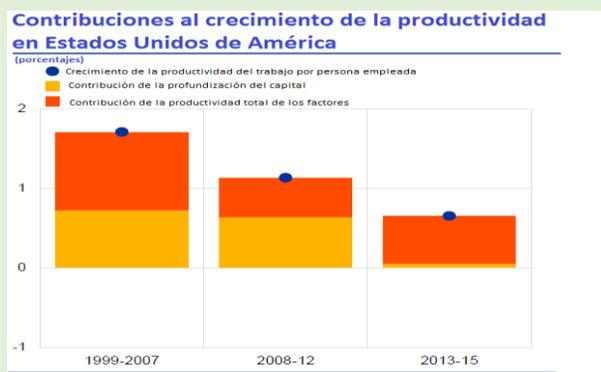
En términos de la productividad del trabajo, los resultados del BCE señalan que los efectos combinados de la profundización del capital y del progreso tecnológico y organizacional, conocido como la productividad total de los factores, han sido los determinantes del bajo desempeño económico de la Zona del Euro comparado con el de Estados Unidos de América. Para el efecto, el BCE utiliza un marco metodológico estándar de contabilidad del crecimiento para descomponer la productividad del trabajo durante el período 1999-2015 y, como puede observarse, en el período de la post-crisis, en ambos países la profundización del capital ha decaído.



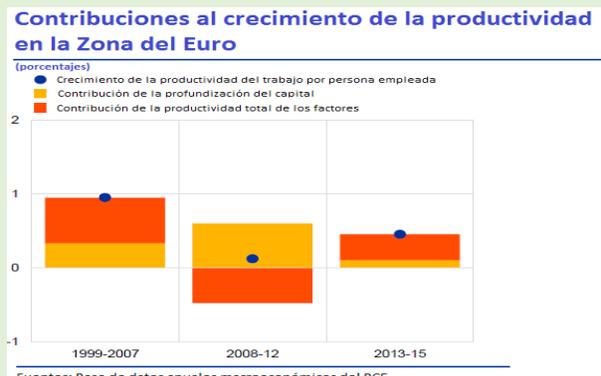
Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.

En sus conclusiones, el BCE recomienda políticas encaminadas a mejorar el clima de negocios y las condiciones crediticias de la Zona del Euro, además de indicar que la reducción de las barreras de entrada, el aumento de la flexibilidad general de los mercados de trabajo y de productos y la creación de un marco eficiente de reestructuración de la deuda, son particularmente importantes para fomentar la inversión, dado que una inversión en infraestructura, específica y eficiente, podría apoyar la inversión corporativa.

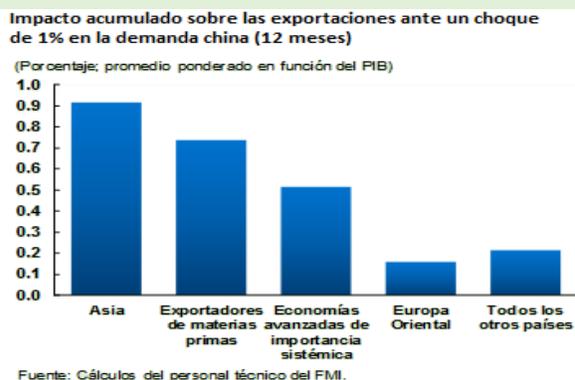
Fuente: Banco Central Europeo (2016). Economic Bulletin, Issue 7. Octubre.

RECUADRO 3 POSIBLES EFECTOS DE LA TRANSICIÓN EN CHINA Y LA MIGRACIÓN INTERNACIONAL SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Uno de los determinantes fundamentales del crecimiento económico mundial durante la última década fue el buen desempeño de la actividad económica de China. Sin embargo, la actual desaceleración por la que atraviesa dicho país, aunada a la reorientación de su modelo de crecimiento económico hacia un mayor consumo interno, ha comenzado a tener efectos importantes sobre el resto de las economías.



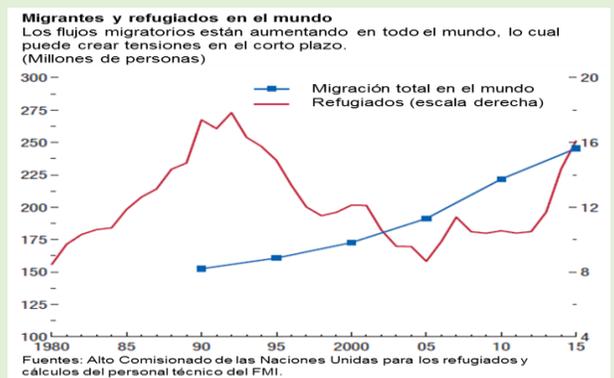
En ese contexto, el FMI ha señalado que la demanda de maquinaria y materias primas en China se ha reducido, con un efecto significativamente fuerte sobre los países proveedores de Asia, lo que consecuentemente ha impactado en el comercio mundial. Asimismo, considerando la importante participación que este país tiene en el consumo mundial de metales y de petróleo, es evidente que los precios internacionales de estas materias primas han disminuido como consecuencia de la disminución de su demanda.



Si bien la transición del modelo de crecimiento económico de China impone desafíos para el resto de países, estos podrían tener efectos positivos en el largo plazo, si los mismos son manejados de manera adecuada. En contraste, el FMI señala que de darse una transición abrupta o incompleta se podrían exacerbar los efectos negativos en la economía china y tener

graves consecuencias para el resto de países, en cuyo caso los principales socios comerciales de China deberán ajustarse a un nivel de demanda permanentemente más bajo.

Por su parte, la migración a nivel internacional también presenta retos y oportunidades para el crecimiento mundial. De acuerdo con el FMI, un incremento de un punto porcentual de la proporción de migrantes en la población adulta puede aumentar en 2.0% el Producto Interno Bruto (PIB) *per cápita* de largo plazo en los países receptores. En este contexto, el FMI indica que así como los migrantes altamente calificados contribuyen a las economías receptoras, los trabajadores migrantes menos calificados también pueden ayudar a aumentar el crecimiento de la productividad, por ejemplo, al permitir que las mujeres altamente calificadas se reincorporen al mercado laboral o puedan trabajar más horas.



Evidentemente, la migración también conlleva desafíos importantes tanto para los países de origen como para los países receptores. En los países de origen, la salida de los jóvenes en busca de mejores oportunidades puede tener un efecto negativo en el crecimiento de largo plazo. La pérdida de capital humano tiene como consecuencia una menor productividad, una reducción de las competencias disponibles e ingresos tributarios más bajos. En parte, estas pérdidas pueden mitigarse mediante el uso de remesas y redes sociales de migrantes, aunque tarde o temprano deberá abordarse el problema que desencadenó el movimiento migratorio.

En cuanto a los países receptores, la inmigración puede provocar tensiones sociales, preocupaciones sobre la seguridad e incluso reacciones en el ámbito político, por lo que la integración en el mercado laboral es esencial. A este respecto, el mejoramiento de las políticas del mercado de trabajo y el acceso a la educación podrían ser beneficiosos. Estas políticas, si bien tienen un costo elevado en el corto plazo e incrementan las presiones fiscales en el país receptor, permiten a los migrantes obtener y mantener empleos y contribuyen progresivamente a las cuentas fiscales.

Fuente: Blagrove, Patrick; Saxena, Sweta; and Vesperoni, Esteban (2016): "Spillovers From China's Transition And From Migration". Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre.

B. INTERNO

1. La actividad económica

El crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, fue de 3.1% en 2016², menor al observado el año previo (4.1%) y por debajo del PIB potencial (3.5%). Dicho resultado se explica por la moderación registrada en la demanda interna, la cual aumentó 4.2% (5.6% en 2015), debido, principalmente, a que el consumo privado, que representa alrededor de 87.0% del PIB, se estima que creció 4.9% en 2016 (5.8% en 2015). No obstante dicha moderación, el consumo privado continuó siendo apoyado por el incremento en el ingreso de los hogares, debido, entre otros factores, al dinamismo en el flujo de remesas familiares, al incremento en el salario formal (con base en información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social), al aumento en el crédito bancario al sector privado destinado al consumo y al efecto ingreso proveniente de la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados, aunque en menor magnitud respecto del año anterior.

Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se estima que aumentó 2.2% en 2016 (5.5% el año anterior), asociado al menor dinamismo en la inversión en maquinaria y equipo, particularmente la relacionada con la importación de bienes de capital destinadas para la construcción. Vale indicar que la inversión privada tuvo un comportamiento positivo, en tanto que la inversión pública registró una contracción al cierre de 2016.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios se estima que registraron al finalizar 2016 una disminución, en términos reales, de 2.1%, en contraste con el crecimiento observado en 2015 (4.0%), explicado, principalmente, por la reducción del volumen exportado de concentrados de níquel, azúcar, banano, caucho natural y artículos de vestuario. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registraron un crecimiento de 3.7%, inferior al del año previo (8.9%), derivado del leve dinamismo, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de consumo, de combustibles y lubricantes y de materiales de construcción.

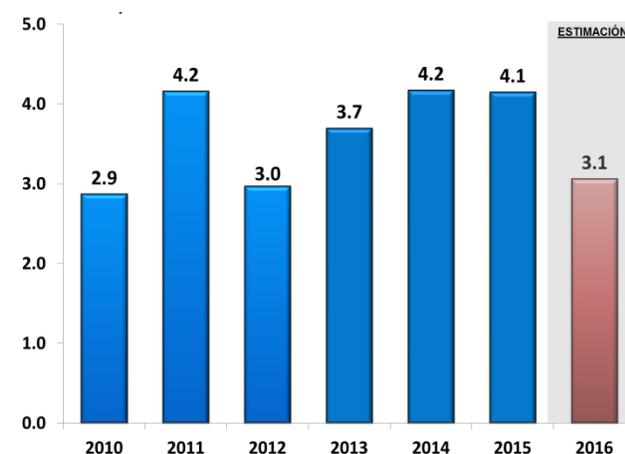
Por el lado del origen de la producción, destaca el crecimiento positivo en la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras), particularmente, industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y

² Estimación de cierre del PIB anual.

actividades auxiliares; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor de 77.0% de la tasa de crecimiento del PIB de 2016.

Gráfica 11

Producto Interno Bruto (1)
(Porcentajes)



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

Fuente: Banco de Guatemala.

2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria

a) Evolución de la inflación

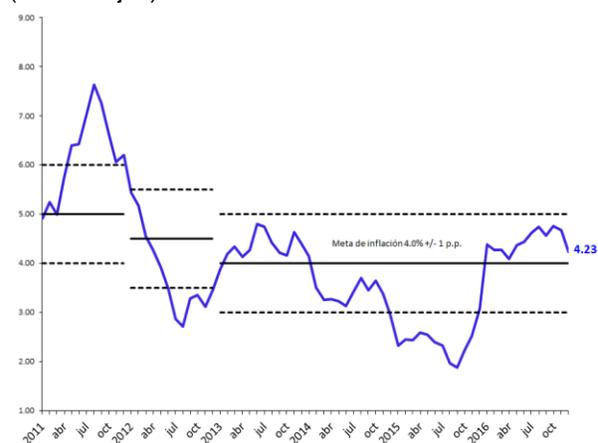
A diciembre de 2016, el ritmo inflacionario fue de 4.23%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria del ritmo inflacionario fue descendente entre el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, reflejo del efecto combinado de factores de oferta y demanda, así como de la disminución en el precio medio de los bienes importados no petroleros, que moderó el comportamiento de varias divisiones de gasto que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Dicha tendencia se intensificó a partir del segundo semestre de 2014 cuando la caída del precio del petróleo y sus derivados provocó contracciones en términos interanuales en las divisiones de gasto: i) transporte, que incluye gasolinas y diésel; y ii) vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, que incluye el servicio de electricidad y el gas propano. Los bienes y servicios citados responden de manera casi contemporánea a cambios en los precios del crudo y sus derivados. Por su parte, en el caso de los factores de demanda resalta el dinamismo en el consumo privado, el cual si

bien no fue tan evidente, dado el efecto compensador que provocó el choque de oferta externo antes citado, generó un incremento sostenido en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas desde mediados de 2014.

La disminución en el ritmo inflacionario, que se extendió hasta septiembre de 2015 (mes en el que alcanzó un mínimo de 1.88%) y que fundamentalmente se debió a que la fuerte reducción en el precio de los energéticos³, compensó el incremento que se venía registrando en el precio de los alimentos (variación interanual de 8.57% a septiembre de 2015). No obstante, el ritmo inflacionario revirtió su tendencia a la baja a partir de octubre de 2015 y comenzó a registrar un incremento significativo, debido, por una parte, a que el efecto que generó la disminución en el precio de los energéticos comenzó a desvanecerse y, por la otra, a que se observó un choque de oferta asociado al incremento en los precios de varios productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas), con el consecuente efecto en el precio de los alimentos y a su vez en el ritmo inflacionario que aumentó desde el último trimestre de 2015 (gráfica 12).

Gráfica 12

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a diciembre de 2016.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 13 se ilustran tres aspectos importantes respecto del comportamiento reciente de la inflación. El primer aspecto, relativo a que las variaciones negativas de precios en las divisiones de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, que se observaron hasta

³ Incluye las gasolinas superior y regular, el diésel, el gas propano y el servicio de electricidad.

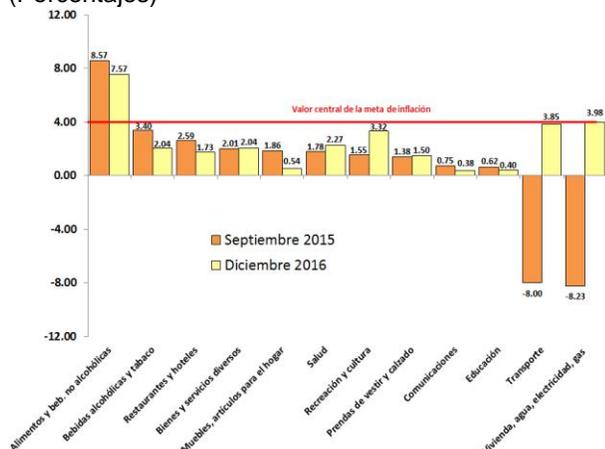
septiembre de 2015 (8.00% y 8.23%, en su orden), se empezaron a revertir en octubre de ese año y a diciembre de 2016 ambas divisiones tienen variaciones positivas, la de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles⁴ (3.98%) y la de transporte (3.85%). No obstante que los precios de los energéticos continuaron en niveles bajos, estos se ubicaron en niveles superiores a los observados el año previo, lo cual denota que se revirtió la incidencia negativa en el ritmo inflacionario de estas dos divisiones de gasto, reflejo de que el choque de oferta se desvaneció. El segundo aspecto, se relaciona con el hecho de que once⁵ de las doce divisiones de gasto del IPC no han ejercido una incidencia significativa en el comportamiento de la inflación, dado que las variaciones de precios en estas divisiones son bajas (todas por debajo del valor central de la meta de inflación) y no presentan cambios relevantes en los meses recientes. Lo anterior puede asociarse al hecho de que algunas de dichas divisiones siguen siendo influenciadas, fundamentalmente, por la disminución en el precio medio de los bienes importados (no petroleros), que se comentó anteriormente. El último aspecto, aunque no menos importante, se refiere a la variación de precios en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, que representa el 28.75% del total del IPC, mostró un crecimiento relevante entre agosto de 2014 y septiembre de 2015 (9.00% en promedio), en tanto que entre octubre de 2015 y diciembre de 2016, se observó que ese incremento se aceleró (a 9.84% en promedio); sin embargo, tomando en cuenta que dicho aumento fue provocado por un choque de oferta que afectó recientemente algunos productos agrícolas, el efecto del referido choque podría moderarse. En efecto, al finalizar 2016 la inflación de alimentos fue de 7.57%, lo que significa una reducción relevante respecto de los niveles registrados a inicios de dicho año. La moderación de la inflación de alimentos podría continuar en 2017, en la medida que se vayan desvaneciendo los efectos del choque de oferta interno citado.

⁴ Como consecuencia, fundamentalmente, del alza en el precio medio del gas propano asociado al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados; así como a la tendencia al alza del precio internacional del gas natural; del incremento en el precio medio del servicio de electricidad, explicado por la reducción progresiva del subsidio a la tarifa social implementada por el Instituto Nacional de Electrificación (INDE); y del aumento importante en el rubro de agua potable, como resultado del incremento en la tarifa de dicho servicio en la Región I (Metropolitana).

⁵ Incluye las divisiones de gasto bebidas alcohólicas y tabaco; restaurantes y hoteles; bienes y servicios diversos; muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar; salud; prendas de vestir y calzado; recreación y cultura; educación; comunicaciones; vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y transporte.

Gráfica 13

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



(1) Con información a septiembre de 2015 y diciembre de 2016.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Para comprender el marcado dinamismo en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es necesario analizar los factores que explican dicho comportamiento, los cuales están asociados, fundamentalmente, a factores de demanda, aunque en los últimos meses, como se mencionó, también afectó el choque de oferta interno que provocó el alza de precios en varios productos agrícolas incidiendo en el ritmo de crecimiento de la referida división de gasto. Entre los principales factores que ayudan a explicar el comportamiento de la inflación de alimentos son el nivel de los salarios⁶, el crédito bancario al consumo y el ingreso de divisas por remesas familiares, los cuales propiciaron las condiciones necesarias para una expansión del consumo privado con los consecuentes efectos en la inflación de alimentos⁷. En la gráfica 14 se ilustra el efecto que uno de los factores de demanda ha ejercido sobre la inflación de alimentos; en primer lugar, se observa que a medida que el nivel de salarios se expandió, la inflación de alimentos también registró un crecimiento importante; posteriormente, a medida que el nivel de salarios se moderó, la inflación de alimentos también reflejó ese comportamiento; no obstante, entre noviembre de 2015 y enero de 2016, a pesar de que el nivel de salarios se mantuvo estable, la inflación de alimentos comenzó a expandirse nuevamente, lo cual podría ser indicio de que en ese periodo otros factores

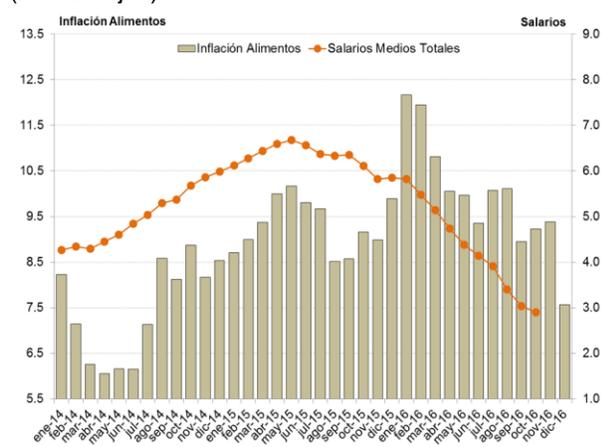
⁶ Se refiere a los salarios medios de los afiliados cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS).

⁷ Un análisis más detallado de los factores de demanda que han afectado la inflación de alimentos, fue incluido en el Informe de Política Monetaria a Junio de 2015.

influyeron en ese comportamiento. Entre esos factores destaca el choque de oferta interno que afectó el precio medio del tomate, el cual representó alrededor del 50.0% de los incrementos de la inflación intermensual en diciembre de 2015 y enero de 2016; no obstante, ese choque se revirtió a partir de febrero y, como se anticipó, se desvaneció gradualmente a lo largo del primer semestre de 2016⁸, lo que aunado a la menor presión salarial, explicaron la desaceleración de la inflación de alimentos de febrero a junio; y aunque en julio, agosto, octubre y noviembre hubo nuevas alzas en la inflación de alimentos ocasionadas también por factores de oferta, reflejados en incrementos adicionales en el precio medio del tomate, del maíz blanco, de productos de tortillería, del aguacate y de otras legumbres y hortalizas, posteriormente la desaceleración en esta división de gasto, como se indicó, continuó y en diciembre de 2016 se registró la variación interanual más baja de ese año (7.57%).

Gráfica 14

Salarios Medios de los Afiliados Cotizantes al IGSS (1) e Inflación de Alimentos (2)
(Porcentajes)



(1) Con información a octubre de 2016.

(2) Con información a diciembre de 2016.

NOTA: Las tasas de variación se calculan sobre el índice elaborado con base en los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS. Fuente: Banco de Guatemala con información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social y del Instituto Nacional de Estadística.

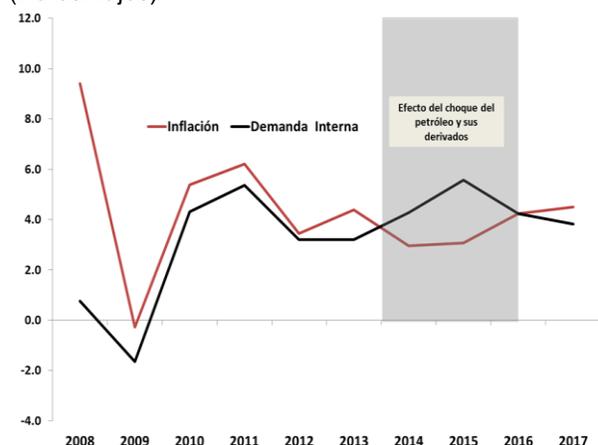
En la gráfica 15 se ilustran los efectos comentados anteriormente y además permite anticipar el comportamiento que podría esperarse en la inflación, en ausencia de choques de oferta. En

⁸ En marzo se registró la primera variación intermensual negativa en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas (0.49%) desde enero 2012; lo cual, como se había anticipado, moderó el comportamiento de la inflación de alimentos.

efecto, la gráfica muestra que desde 2014 las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna, fueron compensadas por el choque de oferta en el precio del petróleo y sus derivados, el cual, como se comentó, comenzó a desvanecerse, provocando que las referidas presiones inflacionarias de demanda se hicieran cada vez más evidentes. En la medida en que ha ido desapareciendo el choque de oferta (del petróleo y sus derivados en el entorno externo y de los productos agrícolas en el entorno interno) y la demanda interna se han moderado (como se previó que ocurriría en 2016), la inflación se mantuvo dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación.

Gráfica 15

Inflación y Demanda Interna (1)
(Porcentajes)



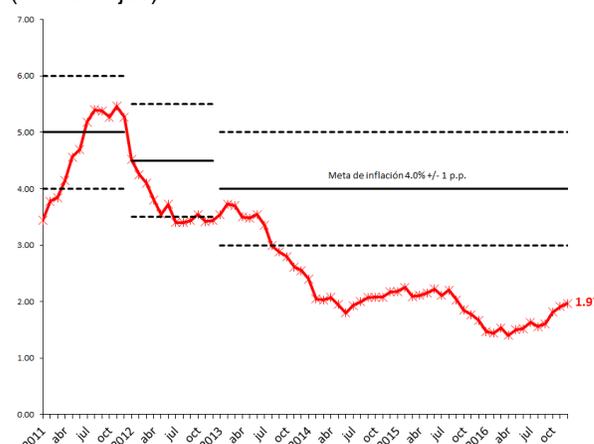
(1) Con información a 2015 y estimaciones para 2016.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente, a diciembre de 2016 fue de 1.97%, confirmando que la tendencia a la baja que inició en el segundo semestre de 2015 se detuvo y empezó a evidenciar una moderada tendencia creciente (gráfica 16). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación 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 en algunas ocasiones también presentan una marcada volatilidad. Por ello, el comportamiento de esta medida de 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 16

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a diciembre de 2016.

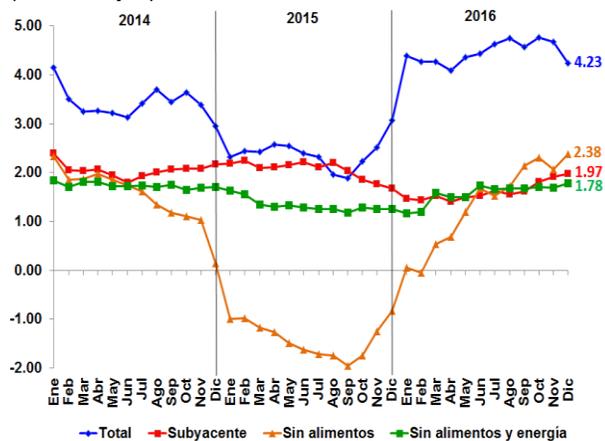
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

En ese sentido, si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada durante 2016 tendieron a moderarse, en congruencia con la desaceleración de la actividad económica, ello no produjo una reducción sustancial en el ritmo inflacionario total, debido a que dicha variable fue influenciada por el efecto de choques de oferta (reversión del choque de oferta externo asociado a los energéticos y el impacto del choque de oferta interno relativo al incremento en los precios de algunos productos agrícolas), ver gráfica 17.

En adición, debe tenerse presente que el efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada fue adecuado, pues dicha política ha tenido una postura acomodaticia, derivado de que la coyuntura externa ha favorecido una inflación total en torno a la meta. Por ello, la autoridad monetaria mantuvo la tasa de interés líder de política monetaria en 3.0%, a la vez que propició niveles de liquidez en la economía congruentes con el ritmo de crecimiento de la actividad económica y con la meta de inflación, dado que, como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), si bien deben crecer de manera consistente con la demanda, también lo es que no deben generar presiones en el nivel general de precios internos, que terminen elevando las expectativas de inflación.

Gráfica 17

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

El Banco de Guatemala elabora 13 diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial⁹, es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 18); sin embargo, en los últimos meses ha tendido a ubicarse, consistentemente, cerca del límite inferior de dicho rango y en ocasiones por debajo del mismo, lo cual evidenció la necesidad de hacer una revisión integral de dicho indicador¹⁰.

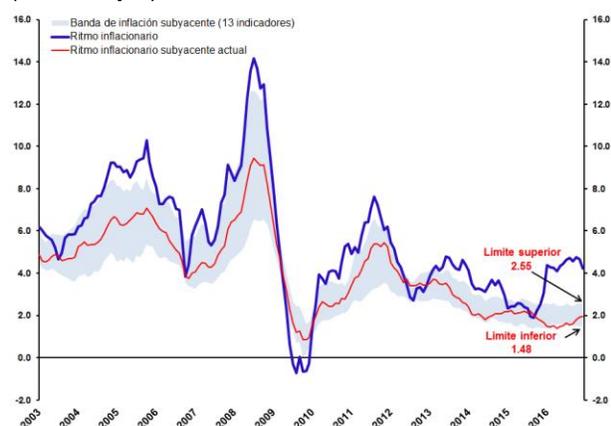
Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a diciembre de 2016, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.48% y 2.55%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan moderadamente la inflación a la baja, pero su incidencia es limitada, dado que, como se indicó, el ritmo inflacionario total ha estado afectado por choques de oferta tanto internos como externos. En efecto, en ausencia de dichos choques, las condiciones de inflación son congruentes con la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria.

⁹ Excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones intermensuales de toda la canasta para el mes en estudio.

¹⁰ En el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2016, y Perspectivas Económicas para 2017, se presentó una revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente, a aplicarse a partir de 2017.

Gráfica 18

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)

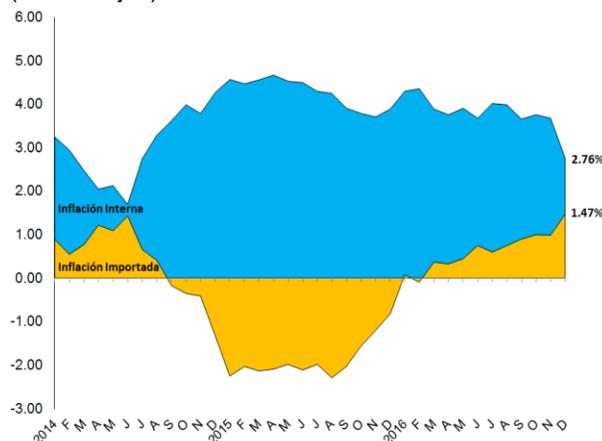


(1) Con información a diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual registró variaciones negativas a lo largo de 2015 (en línea con el choque de origen externo); sin embargo, a partir de septiembre de 2015 dichas variaciones fueron menos negativas (y positivas a partir de marzo 2016) a medida que el impacto favorable del precio internacional del petróleo y sus derivados, comenzó a disiparse (gráfica 19). A diciembre de 2016, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 2.76% y 1.47%, respectivamente.

Gráfica 19

Composición de la Inflación Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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

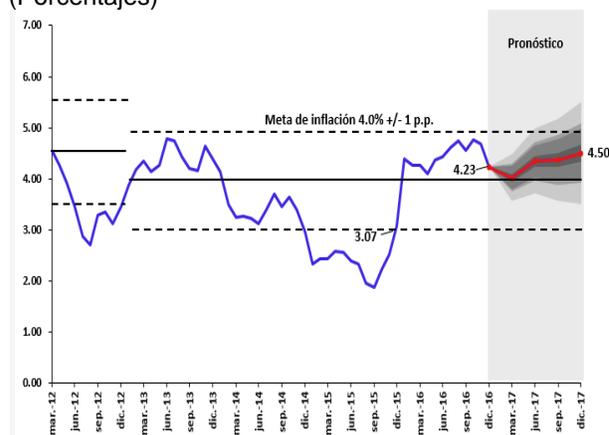
i) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en 4.50% en diciembre de 2017, nivel que se encuentran por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia.

En su construcción, los pronósticos de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas relevantes en el precio de las gasolinas y el diésel; ii) incrementos en el precio interno del gas propano a partir del primer semestre de 2017; iii) alzas en el precio del servicio de electricidad durante el año; iv) variación en los precios de los productos agrícolas de acuerdo a su comportamiento estacional; v) estabilidad en el precio de la carne de res; y vi) alzas moderadas en el precio medio del pan. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes: i) actividad económica comportándose de acuerdo con el ciclo económico; ii) brecha del producto prácticamente cerrada; iii) estabilidad en el consumo privado; iv) recuperación en el gasto de gobierno; v) crédito bancario empresarial y al consumo acorde a mayores niveles de actividad económica; y vi) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de Estados Unidos de América con un rezago de 3 meses.

Gráfica 20

Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



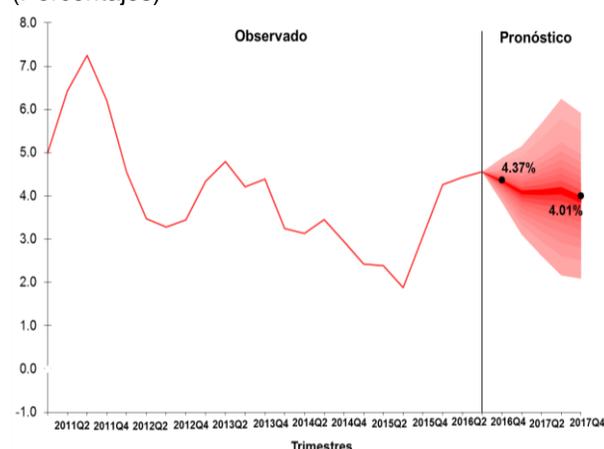
(1) Información observada a diciembre de 2016 y proyectada a diciembre 2017.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

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 21

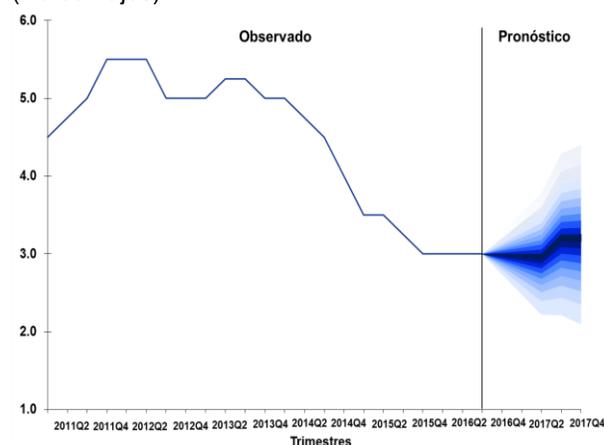
Pronósticos de Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información observada a noviembre de 2016 y pronosticada hasta diciembre 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 22

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



(1) Con información observada a noviembre de 2016 y pronosticada hasta diciembre 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) se espera que las presiones desinflacionarias externas continúen reduciéndose en el horizonte de pronóstico; y ii) el análisis de presiones inflacionarias de oferta y de demanda sugiere que se registrarán leves presiones inflacionarias.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos, con datos a noviembre, anticipan una trayectoria de inflación con valores dentro del valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría a finales de 2017 en 4.01%. Dicho pronóstico es consistente con una trayectoria proyectada para la tasa de interés líder de política monetaria, cuyo propósito es mantener el nivel de inflación alrededor del valor central de la meta.

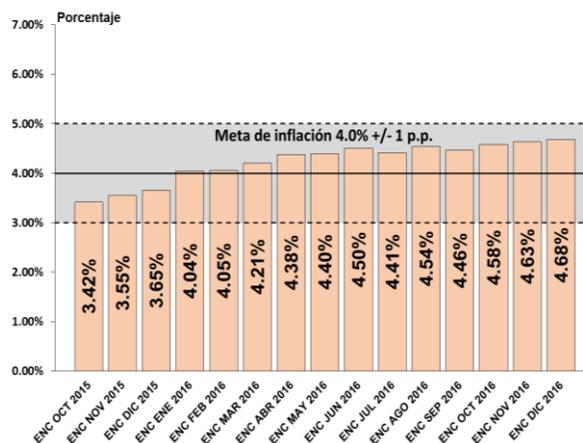
iii) Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados¹¹, anticipan que el ritmo inflacionario total, para finales de 2017, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel de analistas, el ritmo inflacionario se situaría en 4.68% en diciembre de 2017. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento en los precios de los combustibles; la trayectoria del precio internacional del petróleo; el comportamiento del tipo de cambio nominal; el desempeño de las políticas monetaria y fiscal; y la estacionalidad de los productos agrícolas.

¹¹ Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en diciembre de 2016.

Gráfica 23

Expectativas de Inflación para Diciembre de 2017 (1) (Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de diciembre de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

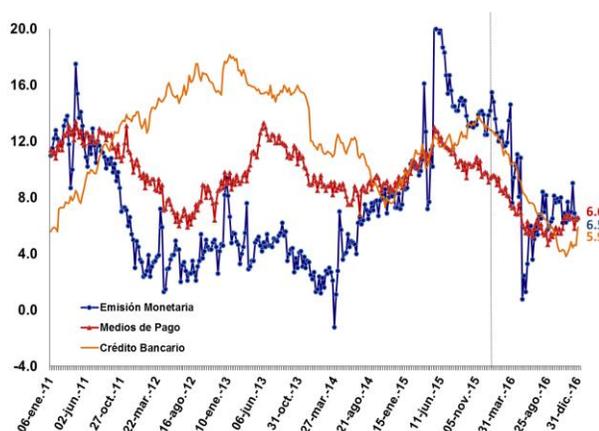
c) Variables informativas de la política monetaria

i) Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2016 los principales agregados monetarios y de crédito, evidenciaron un comportamiento moderado y congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación.

Gráfica 24

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



(1) Variación interanual observada al 31 de diciembre de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de la demanda de emisión monetaria en un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. Con relación al primer componente, la estimación de la emisión monetaria anticipó una desaceleración respecto de 2015, en congruencia con la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y la moderación en la actividad económica prevista para 2016. En cuanto al componente cíclico, en términos generales, la emisión monetaria se comportó de manera congruente con su estacionalidad; no obstante, en la segunda semana de mayo registró una reducción importante en su crecimiento interanual, explicado por el efecto aritmético derivado de que en mayo de 2015 ocurrió una demanda adicional de efectivo (componente aleatorio), debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema.

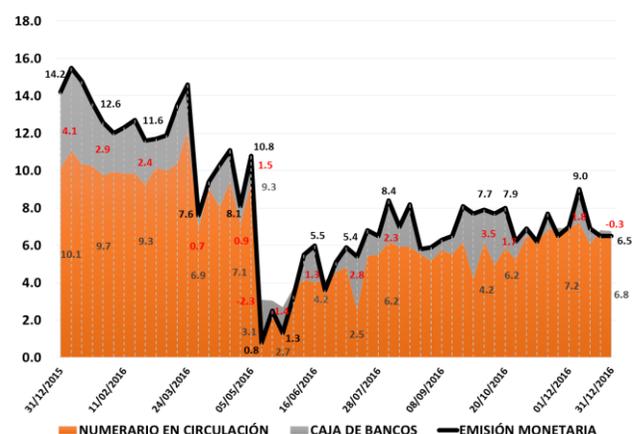
Adicionalmente, la referida tendencia a la moderación de la emisión monetaria (excluyendo el efecto aritmético antes comentado) se puede evidenciar en dos factores principales. El primero, relacionado con el coeficiente de preferencia de liquidez, que luego del incremento inusual de 2015, mostró una relativa estabilidad en el transcurso de 2016, con una tendencia a la baja durante los primeros meses del año y en niveles estables y cercanos al promedio del año en el transcurso del segundo semestre. En efecto, en 2016 el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó, en promedio, en 0.1487, similar al valor promedio observado en 2015. El segundo factor, está asociado a las finanzas públicas, que a octubre presionaban la emisión monetaria a la baja, dado que se registraba una contracción del gasto. Ello cambió a partir de noviembre, cuando el gasto público mostró una tasa de variación positiva (3.1%).

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observó que al 31 de diciembre de 2016 el numerario en circulación registró un crecimiento promedio de 8.0%, con una incidencia de 6.8 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (10.1 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2015); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual promedio de 9.0%, ritmo que denota una normalización respecto de los

valores cercanos a 36.0% que alcanzó en mayo de 2015, asociados al evento antes indicado. En términos de incidencia, la caja de bancos pasó de 4.1 puntos porcentuales a finales del año anterior a -0.3 puntos porcentuales el 31 de diciembre de 2016 (gráfica 25), ello se relaciona con una menor demanda de caja por parte del sistema bancario, luego de un aumento el año previo por motivo precaución, como se indicó.

Gráfica 25

Composición del Ritmo de la Emisión Monetaria
Incidencia por Componentes (1)
(Porcentajes)



(1) Al 31 de diciembre de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

Medios de pago

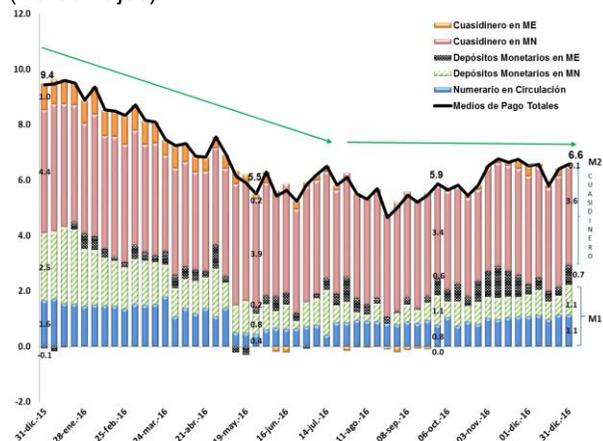
Los medios de pago (M2), al 31 de diciembre de 2016, registraron un crecimiento interanual de 6.6% (9.4% en diciembre de 2015). En el transcurso de ese año se identifican dos periodos diferenciados según el ritmo de crecimiento de M2. El primer periodo, comprendido entre enero y mayo, cuando se observó una tendencia a la baja en dicho indicador y, el segundo periodo, comprendido entre junio y diciembre, cuando M2 se estabilizó en torno a un ritmo de crecimiento promedio de 5.9%.

La moderación en el ritmo de crecimiento de M2 se observó tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, pero dado que la moneda nacional representa más de 82.0% de dicha variable, es ese comportamiento el que explica, en mayor medida, la desaceleración en el ritmo de crecimiento de ese indicador. En ese sentido, el M2 en moneda nacional pasó de registrar un crecimiento de 10.5% en diciembre de 2015 a 7.0% el 31 de diciembre de 2016; en tanto que M2 en moneda extranjera disminuyó su crecimiento, al pasar de

5.0% a 4.4% en el mismo período, reflejado en la reducción reciente del cuasidinero en la referida moneda.

Gráfica 26

Medios de Pago Totales por Componente (1)
(Porcentajes)



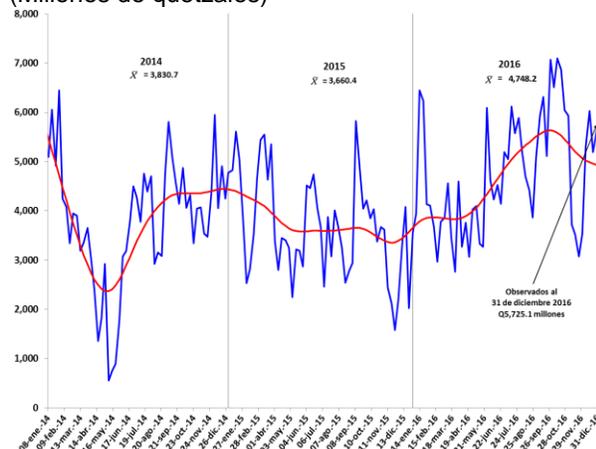
(1) Con información al 31 de diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de M2 por componentes durante 2016, se observó una desaceleración en la mayoría de ellos, particularmente, en los depósitos monetarios en moneda nacional. El numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional integran el agregado denominado M1 o “medio circulante”, el cual corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, ya que posee una alta liquidez y es el agregado que tiene una mayor naturaleza transaccional (dado que se integra por la suma del numerario en circulación y los depósitos monetarios). Por lo anterior, tomando en consideración que M1 (que al 31 de diciembre de 2015 creció 11.1% y al 31 de diciembre de 2016 aumentó 6.0%), es el que explica en gran medida la desaceleración de M2; la referida moderación se explicó, principalmente, por factores de demanda y la misma es consistente con la moderación en el crecimiento económico observada en 2016.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), en promedio durante 2016 se ubicaron en Q4,748.2 millones, nivel que se considera alto en términos históricos, en particular si se compara con los niveles promedio registrados en los dos años previos, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 27

Recursos Líquidos Disponibles del Sistema Bancario (1)
(Millones de quetzales)

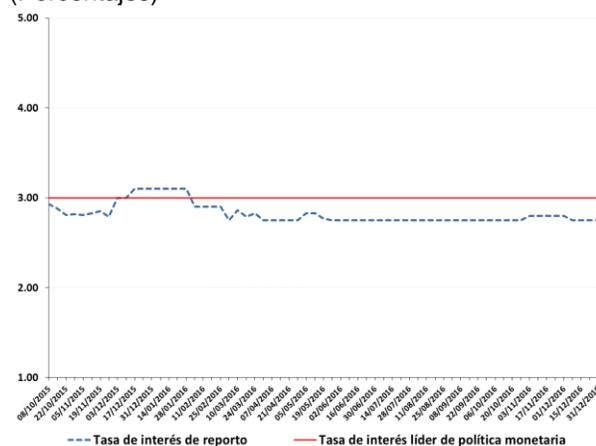


(1) Se refiere a la suma de la posición diaria de liquidez (excedente de encaje) y el saldo de las operaciones de estabilización monetaria a 1 día plazo. Con información al 31 de diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

Los amplios niveles de liquidez explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, la cual se mantuvo durante el año en aproximadamente 25 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en alrededor de 2.75%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 28

Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a 1 Día y Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información al 31 de diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

Finalmente, considerando que la emisión monetaria se comportó de conformidad a lo estimado; que la liquidez del sistema bancario fue alta, lo que se reflejó en la reducción de las tasas de interés de corto y largo plazos; y que la razón M2/PIB continúa ubicándose en alrededor de 40.0%, se estima que el crecimiento de los medios de pago guardó plena consistencia con las condiciones económicas prevaletientes y con la meta de inflación del Banco Central.

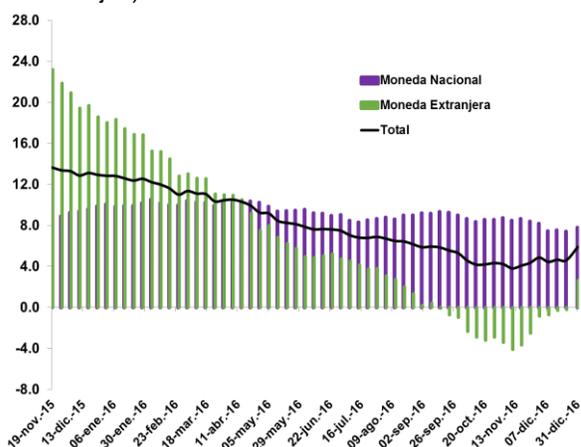
Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 31 de diciembre de 2016 registró un crecimiento interanual de 5.9%, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional (7.8%) y en menor medida en moneda extranjera (2.7%).

Como se observa en las gráficas siguientes, el crédito bancario en moneda extranjera registró una tendencia a la baja, explicada, principalmente, por la reducción en los préstamos otorgados al sector empresarial (que representaron alrededor del 94.0% del financiamiento concedido en dicha moneda), particularmente en los sectores de electricidad, gas y agua; industria manufacturera; y comercio.

Gráfica 29

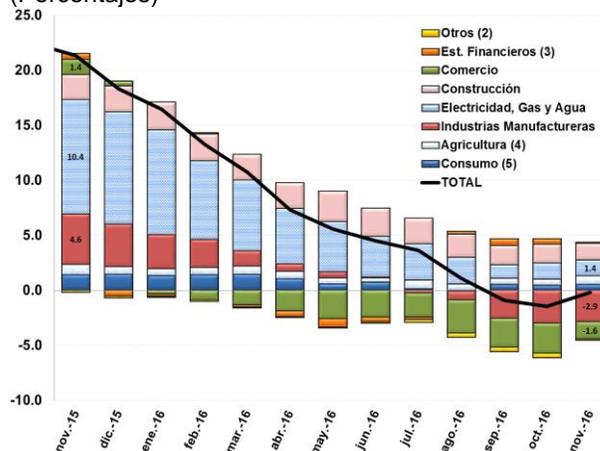
Crédito al Sector Privado por Tipo de Moneda (1) (Porcentajes)



(1) Con información al 31 de diciembre de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 30

Crédito al Sector Privado en Moneda Extranjera Incidencias por Actividad Económica (1) (Porcentajes)



- (1) Con información a noviembre de 2016.
 - (2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
 - (3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
 - (4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
 - (5) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.
- Fuente: Banco de Guatemala.

La disminución del crédito otorgado en moneda extranjera al sector de electricidad, gas y agua, también se puede relacionar con el cambio reciente en la normativa relativa al otorgamiento de crédito en moneda extranjera a los agentes no generadores de divisas en dicho sector¹².

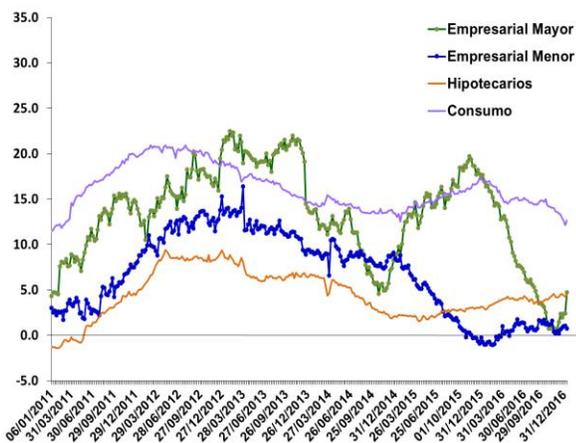
La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que más contribuyeron al crecimiento del crédito son, en orden de incidencia, consumo, (con una variación interanual de 11.9%) y construcción (con un ritmo de 7.7%).

Al analizar el crédito al sector privado total (moneda nacional y moneda extranjera) por tipo de deudor destacó la significativa desaceleración del crédito al sector empresarial mayor y la leve moderación del crédito al consumo, ya que el crédito hipotecario evidenció un comportamiento estable y el sector empresarial menor una leve recuperación.

¹² En el Informe a Política Monetaria a Septiembre de 2016, se incluye un análisis más amplio sobre los factores que han determinado el comportamiento del crédito en moneda extranjera.

Gráfica 31

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



(1) Con información al 31 de diciembre de 2016.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional, durante 2016 evidenció un ritmo dinámico de crecimiento, resultado del aumento del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor, que representan el 46.1% y 32.3% del total de la cartera en dicha moneda, en su orden. En efecto, al 31 de diciembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 12.8%, en tanto que el crédito al sector empresarial mayor aumentó 6.3%, asociado, entre otros factores, a la recuperación del crédito para el sector de industria manufacturera, el cual pasó de -3.4% a finales de 2015 a 24.6% al finalizar 2016.

Con relación a las fuentes de recursos que impulsan la actividad crediticia total, se observó que la misma fue financiada en 2016, principalmente, con las captaciones bancarias con el sector privado y, en menor medida, con un aumento de los depósitos del sector público. Cabe mencionar que para el crédito en moneda extranjera, una de sus principales fuentes de financiamiento fueron las líneas de crédito contratadas por el sistema bancario nacional con bancos del exterior, las cuales aunque se habían desacelerado hasta octubre de 2016, repuntaron a partir de noviembre, cuando la demanda de crédito en moneda extranjera empezó a recuperarse.

Por lo anterior, cabe puntualizar que a pesar de su desaceleración en 2016, el comportamiento del crédito bancario al sector privado se mantuvo alrededor de su tendencia de largo plazo (en términos del PIB) y es congruente con los niveles de actividad económica esperados para el año próximo y con la meta de inflación, en

particular el crédito en moneda nacional. Cabe indicar que en el caso del crédito en moneda extranjera, han incidido factores de demanda asociados a los sectores manufactura, comercio y electricidad; asimismo, han incidido factores de oferta relacionados con el cambio en la normativa para el otorgamiento de crédito en moneda extranjera a los agentes no generadores de divisas que han modificado las expectativas de los agentes económicos.

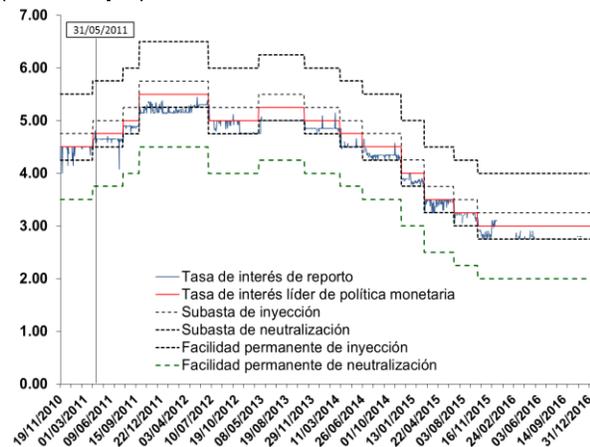
ii) Tasas de interés

De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, en 2016 se ubicó por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria y dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de que el mercado de dinero se encuentra líquido. 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 32

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 2016.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

De largo plazo

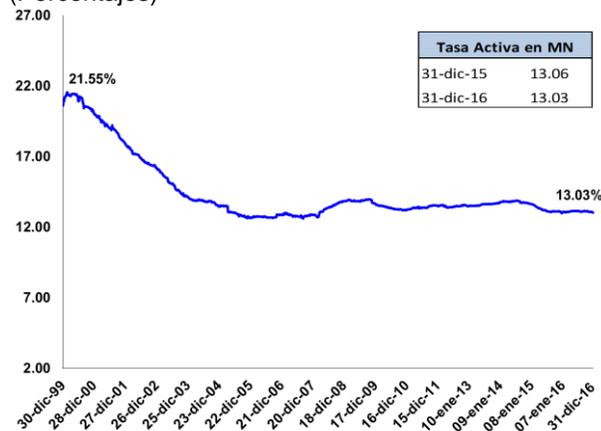
La tasa de interés representativa de largo plazo es la tasa de interés activa en moneda nacional del sistema bancario, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio

de alrededor de 13.44%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

Gráfica 33

Tasa de Interés Activa (1)

(Porcentajes)



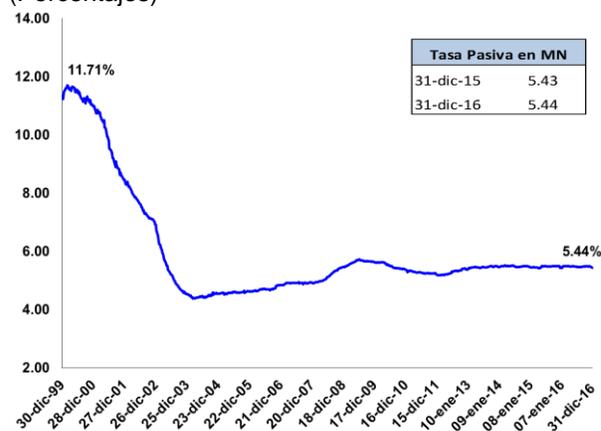
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 34

Tasa de Interés Pasiva (1)

(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, disminuyó tres puntos básicos, al pasar de 13.06% en diciembre de 2015 a 13.03% al 31 de diciembre de 2016 (gráfica 33), debido, principalmente, a la reducción durante el año observada en las tasas de interés en casi todos los créditos por tipo de deudor, con excepción del microcrédito (que representa el 2.7% del total de la cartera de créditos en moneda nacional). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional,

esta se situó en 5.44% (gráfica 34), un punto básico por arriba del valor observado a diciembre de 2015 (5.43%).

iii) Tipo de cambio real

El tipo de cambio real 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 el equilibrio externo.

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 Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al tercer trimestre de 2016, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2¹³ denotan una leve sobreapreciación de entre 2.78% y 1.16%, valores que se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 9.88%, como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos¹⁴. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por

¹³ 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.

¹⁴ El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país durante 2015 y al primer semestre de 2016, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó en el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un ITCER en equilibrio. Por su parte, cuando el indicador se encuentra entre el primero y el segundo umbrales, sería indicativo de un ITCER ligeramente sobreapreciado o sobredepreciado (para el caso de la presente estimación, el ITCER estaría ligeramente sobredepreciado). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría un ITCER sobreapreciado y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de un ITCER sobredepreciado.

Del análisis anterior se puede inferir que el tipo de cambio nominal en el país responde a sus determinantes fundamentales, por lo que la apreciación cambiaria registrada recientemente no ha tenido un impacto relevante en el ITCER, el cual se encuentra cerca del valor de equilibrio, como lo ilustran los resultados de los modelos mencionados.

3. Variables del sector externo

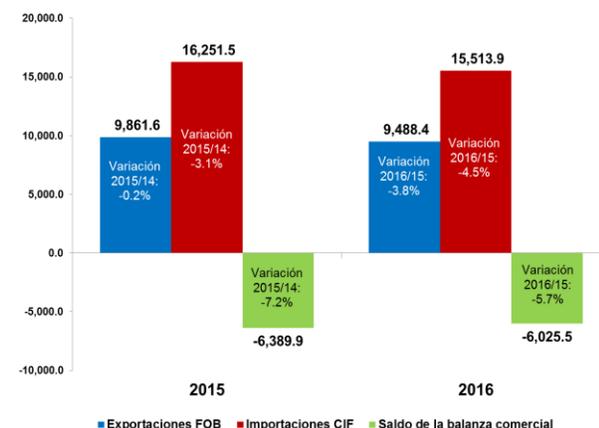
El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registra una reducción de 3.8% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a noviembre de 2016, respecto de similar período de 2015, resultado de la disminución tanto en el volumen exportado como en el precio medio. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 4.5%, como consecuencia de la reducción del precio medio, asociada, en buena medida, a precios de los combustibles y lubricantes que aún se mantienen por debajo de los del año previo, aunque en menor medida respecto de lo observado durante el año previo. El volumen importado aumentó a consecuencia de los citados precios de los derivados de petróleo y de la reducción de precios de otras importaciones de origen no petrolero, que habrían propiciado un aumento en la demanda.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$6,025.5 millones, inferior en US\$364.4 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$6,389.9 millones), lo que denota que la apreciación nominal del tipo de cambio no provocó un aumento de las importaciones. Con relación a los términos de intercambio, estos continúan siendo favorables, debido a la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, fundamentalmente, a que los precios internacionales de los combustibles aunque han aumentado desde febrero, aún continúan bajos respecto del año previo, lo que ha sido contrarrestado parcialmente por la leve

disminución en el precio medio de las exportaciones, que a noviembre de 2016 fue de 1.3%.

Gráfica 35

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



(1) Con información a noviembre de cada año.

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

En la citada reducción del valor FOB de las exportaciones, destacan las disminuciones en los productos de exportación siguientes: azúcar, piedras y metales preciosos y semipreciosos, artículos de vestuario, hierro y acero, petróleo, níquel, cardamomo, caucho natural, banano y café. Mientras que entre los que reportaron los mayores aumentos se encuentran: grasas y aceites comestibles, frutas frescas, secas o congeladas y bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres.

El valor de las ventas al exterior de azúcar disminuyó US\$87.0 millones (10.8%), derivado de la caída tanto del precio medio de exportación (2.3%), que pasó de US\$18.01 a US\$17.59 por quintal, así como del volumen (8.6%). Según *The Public Ledger*¹⁵, la reducción en el precio del azúcar se asocia a una producción mayor de caña de azúcar a la esperada en Brasil ante condiciones climáticas favorables; al alto nivel de inventarios del edulcorante a nivel mundial; y a la menor demanda externa por parte de Estados Unidos de América. Por su parte, la caída en el volumen se explica, principalmente, por un bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

El valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos cayó US\$70.1

¹⁵ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

millones (23.2%), influenciado por la reducción en el volumen exportado (64.1%), principalmente por la disminución en el nivel de operaciones que registró Montana Exploradora; lo que contrarrestó el importante aumento del precio medio.

Las exportaciones de artículos de vestuario disminuyeron US\$55.4 millones (4.5%), debido a la disminución tanto en el precio medio (3.4%) como en el volumen exportado (1.2%). La reducción en el precio se asocia, principalmente, al cambio en la composición de la exportación, privilegiando prendas de vestir con alto contenido de fibras sintéticas, con un costo menor de producción; en tanto que la contracción en el volumen exportado, se asocia a una menor demanda, principalmente, de parte de Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 92.0% de estos bienes.

Las ventas al exterior de hierro y acero disminuyeron US\$45.8 millones (21.4%), por la caída en el precio medio (29.5%), principalmente de ferrocromo, lo que contrarrestó el incremento en el volumen exportado (12.0%).

Las ventas al exterior de petróleo disminuyeron US\$44.9 millones (37.6%), por la caída observada del precio medio de exportación (32.9%) y por la disminución de 7.1% registrada en el volumen.

El valor de las exportaciones de níquel disminuyó US\$34.8 millones (41.6%), debido a la reducción, tanto del volumen (25.0%), como del precio medio (22.1%). El menor volumen exportado obedeció al considerable menor nivel de operaciones extractivas de la Minera Mayamérica, la Minera Guaxilan y la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN), ante la disminución del precio internacional del metal asociada al exceso de oferta y a la débil demanda en el mercado mundial, principalmente de la República Popular China.

El valor exportado de cardamomo disminuyó US\$23.3 millones (11.1%), explicado por la reducción del precio medio por quintal (19.4%), el cual pasó de US\$334.99 a US\$269.84, ante las expectativas de una mayor producción en India. Dicho efecto fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen (10.3%), principalmente asociado a la mayor demanda de Arabia Saudita, Bangladesh, Jordania, Pakistán, Siria e Irak.

El valor exportado de caucho natural se contrajo en US\$20.5 millones (16.0%), debido a la reducción del precio medio (10.4%), y del volumen (6.7%). Según el Banco Mundial, la baja del precio internacional se atribuye al exceso de oferta de algunos países asiáticos, así como a la reducción en la demanda de la República Popular China (principal país comprador); incidiendo, a su vez, en la reducción

del volumen, dado el menor incentivo para su venta al exterior.

El valor de las exportaciones de banano disminuyó US\$13.8 millones (2.1%), influenciado, tanto por una caída en el precio medio (0.9%), al pasar de US\$15.14 a US\$15.00, como un menor volumen de exportaciones (1.2%). La disminución en el precio obedece, fundamentalmente, a una mayor oferta de los principales países productores, entre ellos: Filipinas, Costa Rica y Colombia, que presentaron condiciones climáticas favorables para la producción de la fruta. Por su parte, la reducción en las ventas al exterior se asocia, en buena medida, a que las ventas del país a Estados Unidos se contrajeron ante la mayor oferta de la fruta por parte de los principales países exportadores. Cabe indicar que alrededor de 88.0% de las exportaciones de dicho producto, se destinaron a Estados Unidos de América (87.3% en 2015).

La caída en el valor de las exportaciones de café de US\$13.0 millones (2.0%), se asocia a la reducción en el precio medio (4.1%), al pasar de US\$169.00 a US\$162.07 por quintal, el cual fue compensado, parcialmente, por un leve aumento en el volumen (2.2%). De acuerdo con *The Public Ledger*, la reducción en el precio medio se explica, en buena medida, por condiciones climáticas favorables en Brasil, México, Centroamérica y Vietnam, así como por la normalización de las exportaciones de Colombia, situación que generó expectativas de una mayor oferta del aromático.

Por su parte, el valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles se incrementó en US\$82.6 millones (24.9%), que a pesar de la disminución en el precio medio (12.1%), se vio compensado por el aumento en el volumen exportado (42.5%). El aceite de palma tuvo una mayor participación (80.6%), destinándose a los mercados de México, Países Bajos, Alemania y El Salvador, países que en conjunto compraron alrededor del 93.0% de este producto.

Finalmente, el valor exportado de frutas frescas, secas o congeladas aumentó US\$19.0 millones (7.7%); el rubro de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró un incremento de US\$18.3 millones (6.5%). Para ambos rubros, se registraron aumentos en el volumen exportado.

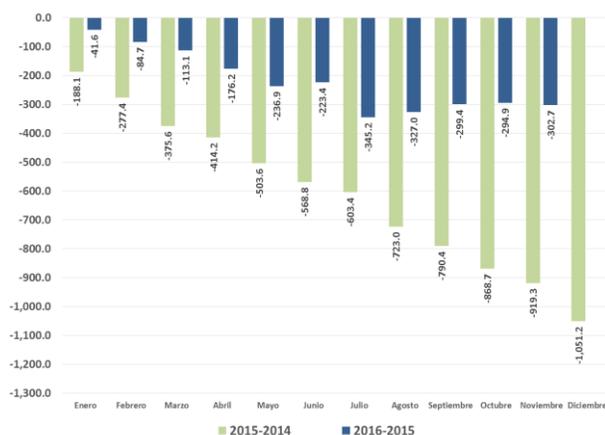
En cuanto a la disminución en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (4.5%), estuvo determinada por la reducción en el precio medio (9.2%), efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen importado (4.6%). El referido comportamiento se explica, principalmente, por la reducción del valor importado del rubro combustibles y lubricantes

(12.9%), asociada a la caída de 15.8% en el precio medio respecto del año previo, que contrarrestó el incremento de 3.6% en el volumen, ante una mayor demanda asociada a los menores precios de los combustibles y al aumento del parque vehicular. Adicionalmente, los rubros de materias primas y productos intermedios; bienes de capital y materiales de construcción registraron disminuciones de 6.9%, 6.5% y 3.1%, respectivamente; reducciones que fueron compensadas por el incremento de 2.8% en el valor importado de bienes de consumo. El comportamiento descrito del volumen de importaciones es indicativo de que la apreciación nominal que se ha venido observando en lo que va del año, no ha generado un aumento en dicho volumen.

Dado que el precio internacional del crudo continúa en niveles bajos respecto del año previo, se sigue generando un ahorro, aunque de menor magnitud, en la salida de divisas por el rubro de combustibles y lubricantes, dicho ahorro con cifras acumuladas a noviembre asciende a US\$302.7 millones (US\$919.3 millones a noviembre de 2015). Al respecto, es importante destacar que este menor ahorro respecto del año anterior es resultado, como se indicó, del aumento en el precio internacional del petróleo, pero también del efecto que dicho comportamiento de precios ha tenido en el volumen importado, el cual se ha desacelerado respecto del año previo ante precios más altos de estos productos.

Gráfica 36

Ahorro Acumulado en el Rubro de Combustibles y Lubricantes (1)
(Millones de US\$)



(1) Con información a noviembre de 2016.

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

En cuanto a las remesas familiares, al 31 de diciembre de 2016, estas registran un monto de

US\$7,160.0 millones, superior en US\$875.0 millones (13.9%) respecto de finales del año anterior. Dicho resultado se explica, entre otros factores, por la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América; el incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país que, de acuerdo con estimaciones del banco estadounidense *Wells Fargo*¹⁶ el 70% envían remesas al país, cuyo promedio de envío supera al de los residentes de otros países del área; así como, por la incertidumbre ante las medidas de política migratoria que podría implementar el presidente recién electo en Estados Unidos de América.

Al 31 de diciembre de 2016, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$9,160.4 millones, mayor en US\$1,409.2 millones al registrado en diciembre de 2015, dicho aumento refleja, principalmente, las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas por US\$1,109.1 millones y la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en los mercados internacionales. El referido nivel de RIN equivale a 6.7 meses de importación de bienes por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

4. Finanzas públicas

Durante 2016, el desempeño de las finanzas públicas se caracterizó por una contracción del gasto público, en particular en el primer semestre del año. No obstante que dicho comportamiento ha sido usual para un primer año de cada periodo de gobierno, vale destacar algunos elementos que afectaron la evolución durante 2016, entre estos: i) la significativa desaceleración de la recaudación tributaria durante el primer cuatrimestre del año; ii) las restricciones presupuestarias¹⁷ impuestas sobre la colocación de Bonos del Tesoro, aunque luego se viabilizó su ejecución; iii) la política de contención de gasto; y iv) la escasa ejecución del financiamiento externo

Por el lado de los ingresos, las acciones administrativas y judiciales realizadas por la Administración Tributaria en 2016 encaminadas a la recuperación de adeudos tributarios de ejercicios fiscales anteriores mejoraron la recaudación tributaria a partir de mayo de ese año, elevándola de una

¹⁶ Una de las principales entidades que intermedia el envío de remesas familiares de la comunidad latina en Estados Unidos de América.

¹⁷ El artículo 37 del Decreto Número 14-2015, que autorizó el presupuesto para 2016, facultó al Ministerio de Finanzas Públicas colocar durante el primer semestre hasta el 50% del monto autorizado de bonos del tesoro; posteriormente, en Decreto Número 29-2016 se reformó el referido artículo y se autorizó a dicho Ministerio la colocación de la totalidad de los bonos del tesoro según las prioridades del Estado.

variación acumulada de 2.2% registrada en abril a 8.8% en diciembre, según cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas. Además, las reformas aprobadas por el Congreso de la República a la Ley Orgánica de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), contribuyeron al fortalecimiento institucional y al mejoramiento de la recaudación.

La recuperación de la recaudación tributaria derivado de las acciones implementadas por la administración tributaria y la disponibilidad de recursos provenientes de la colocación de bonos del tesoro permitieron una mayor flexibilización en la aprobación de las cuotas financieras, lo cual contribuyó a dinamizar el gasto público a partir del cuarto trimestre; no obstante, el gasto público estuvo contenido por la limitada ejecución de los desembolsos de préstamos externos, los cuales incidieron, principalmente, en una baja ejecución del gasto en inversión pública.

En este contexto, con base a cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, al 31 de diciembre de 2016 los ingresos tributarios y los gastos totales crecieron 8.8% y 5.3%, respectivamente. Respecto del PIB, los ingresos tributarios se ubicaron en 10.4%, el gasto público total en 12.1% y el déficit fiscal en 1.1%.

a) Ingresos

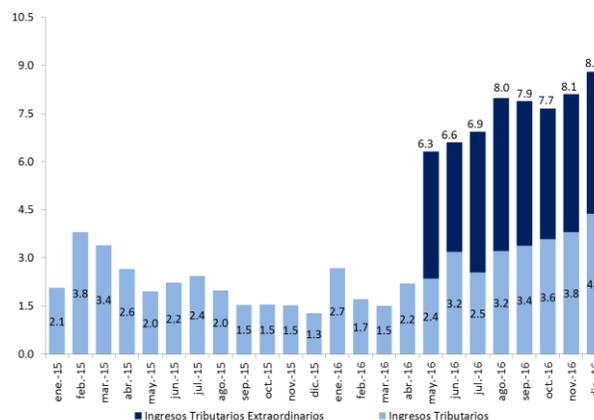
Al 31 de diciembre de 2016, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 8.5% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 8.8% que registraron los ingresos tributarios (94.3% de los ingresos totales) y de 4.5% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones).

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 17.3%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual creció 21.1%, asociado, principalmente, a las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 4.2%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 4.1%, destacando el desempeño del IVA doméstico (11.4%), el impuesto sobre la distribución de petróleo (10.2%) y derechos arancelarios (7.7%), mientras que el IVA sobre las importaciones disminuyó 2.2%, afectado por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, en el rubro de combustibles y lubricantes. Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 31 de diciembre de 2016, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q54,102.2 millones,

equivalente a 99.6% de la meta para dicho período (Q54,309.7 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q207.5 millones (0.4%).

Gráfica 37

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2015-2016
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada.
(2) Cifras preliminares a diciembre de 2016.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

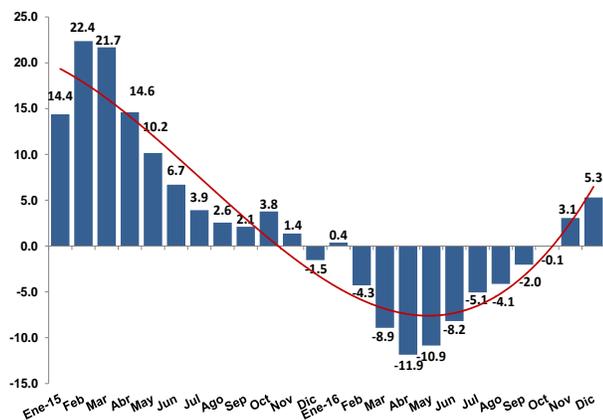
La recaudación tributaria registró, hasta abril, como se mencionó, una variación interanual de 2.2%; no obstante, a partir de mayo evidenció una significativa recuperación (8.8% a diciembre, gráfica 37), resultado, principalmente, de las acciones legales y administrativas efectuadas por la administración tributaria.

b) Gastos

Al 31 de diciembre de 2016, el gasto público, aunque aumentó 5.3%, respecto de similar período del año anterior, se contrajo la mayor parte del año, debido entre otros factores, al deterioro que durante el primer cuatrimestre del año registró la recaudación tributaria y al limitado acceso al financiamiento con los organismos financieros internacionales, lo que habría obligado al gobierno a continuar con una política de contención del gasto público. No obstante, a partir de mayo, los mejores resultados en la recaudación tributaria y el aumento en la disponibilidad de recursos, en especial, de los provenientes de la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional, permitieron recuperar la dinámica del gasto público a partir del segundo semestre, en particular durante noviembre y diciembre (ver gráfica 38).

Gráfica 38

Gasto Público y Tendencia (1) (2)
Años: 2015-2016
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a diciembre 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Al 31 de diciembre de 2016, los gastos de funcionamiento aumentaron 5.7%; mientras que los de capital se elevaron 3.5%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes y los intereses de la deuda pública fueron mayores en 16.7% y 4.0%, respectivamente, mientras los gastos en bienes y servicios disminuyeron 4.0%, esto puede explicarse por la caída en las compras por excepción en 2015 y por las reformas a la Ley de Contrataciones, así como por el temor de muchos funcionarios y empleados públicos de realizar compras por licitación ante la incertidumbre ocasionada por algunos procesos judiciales. El gasto de capital refleja una caída en la inversión directa de 37.9%, principalmente, por la reducida ejecución del gasto en infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda; mientras que la inversión indirecta registró un aumento de 13.5%.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 92.1%, superior a la registrada en 2015 (88.4%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Educación (94.2%) y el Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social (92.8%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (56.9%) y el Ministerio de Cultura y Deportes (66.3%).

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 31 de diciembre de 2016, resultó en un déficit fiscal de Q5,680.0 millones (1.1% del PIB), menor al registrado en el mismo período del año anterior (Q7,007.5 millones equivalente a 1.4% del PIB), el cual refleja, básicamente, la contención del gasto público en el primer semestre del año, pues los ingresos tributarios se ubicaron muy cerca de la meta de recaudación. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto ascendió a Q4,124.5 millones, destacando la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones¹⁸ (equivalente a Q5,407.9 millones), mientras que los desembolsos de préstamos fueron Q1,322.5 millones y las amortizaciones Q2,605.9 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q4,130.3 millones, asociado a negociaciones de bonos del tesoro por Q9,553.0 millones¹⁹, vencimientos por Q5,534.4 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q111.7 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, la caja del Gobierno Central aumentó Q2,574.8 millones.

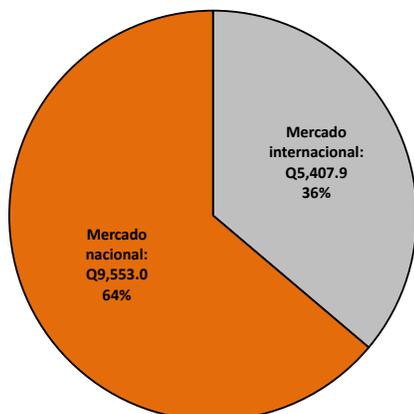
Al 31 de diciembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q65,641.9 millones, mayor en Q4,018.6 millones, respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa, al 30 de noviembre, se situó en US\$8,014.4 millones, mayor en US\$524.4 millones respecto del registrado a finales de 2015 (US\$7,489.9 millones).

¹⁸ Eurobono colocado a 10 años plazo, con tasa cupón de 4.50% y tasa de rendimiento de 4.60%. Cabe destacar que la demanda alcanzó 4.7 veces del monto colocado.

¹⁹ Al 30 de noviembre ya se había colocado el 100.0% (incluyendo la colocación en el mercado internacional) de un monto programado para el ejercicio fiscal 2016 de Q14,960.9 millones, de los cuales Q9,426.5 millones corresponden a nueva emisión y Q5,534.4 millones a *roll-over*. De las colocaciones realizadas en el mercado local en moneda nacional, el 49.8% fueron al plazo de 15 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.45%; el 36.0% fueron al plazo de 8 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.31%; el 8.9% fueron al plazo de 7 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.29%; y el restante 5.3% fue al plazo de 5 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 5.5%.

Gráfica 39

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)
Año: 2016
(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 31 de diciembre de 2016
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2016

1. Tasa de interés líder de política monetaria

Conforme el calendario previsto para 2016, 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.

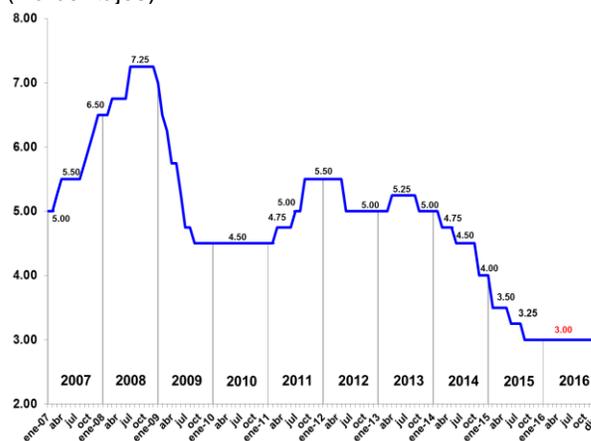
En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que se continuó evidenciando en las economías avanzadas una recuperación más débil de lo previsto y que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, si bien mostraron un crecimiento positivo, prevalecieron los riesgos a la baja. Asimismo, dicho cuerpo colegiado tomó en cuenta que los precios internacionales de las materias primas continuaron ubicándose en niveles inferiores a los del año previo; sin embargo, destacó la tendencia al alza del precio del petróleo. En el ámbito interno, consideró, entre otros factores, que la actividad económica evolucionó conforme el rango de crecimiento previsto, como lo confirman los indicadores económicos de corto plazo (el Índice Mensual de la Actividad Económica, el crédito bancario al sector privado, el volumen de importaciones y las remesas familiares, entre otros). Además, tomó en cuenta que tanto los pronósticos como las expectativas de inflación para 2016 y para 2017 anticipaban que la inflación se mantendría en

torno al valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual).

La Junta Monetaria mantuvo un 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 acciones oportunas y evitar que la trayectoria de la inflación se alejara 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.

Gráfica 40

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con Información a diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

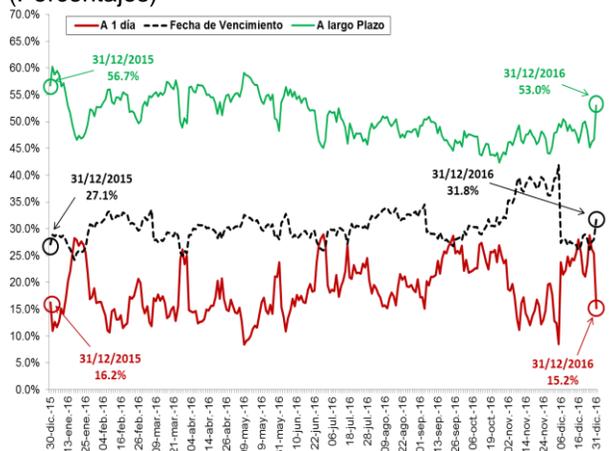
2. Operaciones de estabilización monetaria

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 monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario y de los flujos de deuda pública externa, al 31 de diciembre, las referidas operaciones registraron un crecimiento de Q403.8 millones. Cabe indicar que al finalizar 2015, el 16.2% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 31 de diciembre de 2016 la referida proporción disminuyó a 15.2%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 27.1% en diciembre de 2015 a 31.8% a diciembre de 2016, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 3.7 puntos porcentuales (de 56.7% en 2015 a 53.0% en 2016). El costo de política derivado de las

respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual que el año previo.

Gráfica 41

Composición de las Operaciones de Estabilización Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 31 de diciembre de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

3. Tipo de cambio nominal

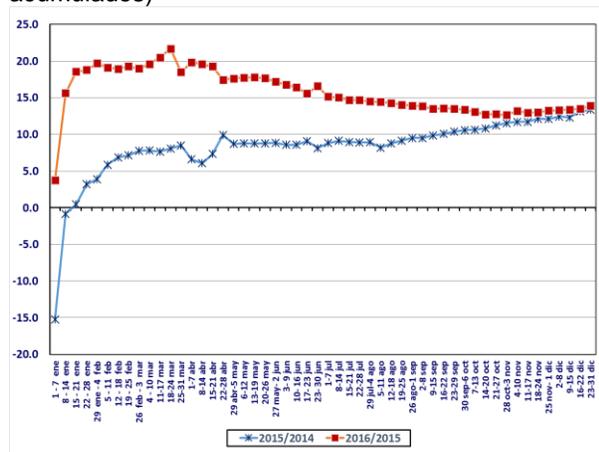
En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como el ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite 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 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 tendencia²⁰.

El tipo de cambio nominal del quetzal, respecto al dólar estadounidense registró al 31 de diciembre de 2016, un nivel de Q7.52213 por US\$1.00 que significa una apreciación nominal de 1.44% en términos interanuales, explicada por tres factores fundamentales. El primer factor está relacionado con el incremento en el flujo de divisas por remesas familiares, el cual muestra tasas de crecimiento de

dos dígitos en 2016 (ver gráfica 42) debido, entre otros aspectos, a la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América, al incremento del número de guatemaltecos que viven en dicho país y al temor de los migrantes guatemaltecos respecto al endurecimiento previsto de las políticas migratorias durante la administración Trump. Para finales de 2016 se registró una tasa de crecimiento de 13.9%.

Gráfica 42

Ingreso de Divisas por Remesas Familiares
(Variación relativa interanual de los flujos acumulados)



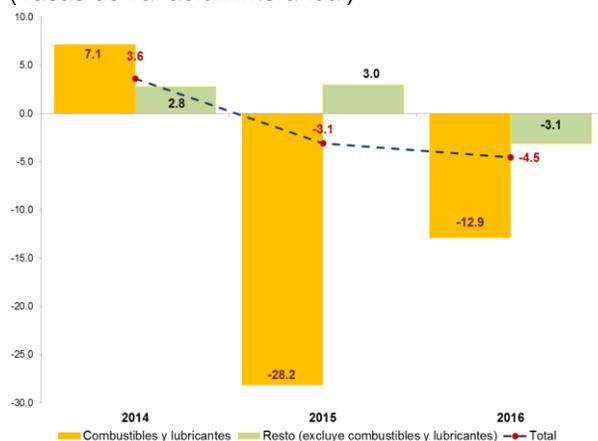
Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), asociada, por una parte, a la reducción de los precios internacionales del petróleo, lo que ha implicado un ahorro en la importación de combustibles (ver gráfica 36) y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también han registrado disminuciones de sus precios medios de importación (ver gráfica 43).

²⁰ En el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2016, y Perspectivas Económicas para 2017, se presentó una revisión de la regla, con el propósito de perfeccionarla y mejorar su efectividad.

Gráfica 43

Importaciones Totales, de Combustibles y Lubricantes y Resto de Importaciones (1)
(Tasas de variación interanual)



(1) A noviembre de cada año.

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

El tercer factor está asociado a la caída del gasto público, la cual está relacionada, principalmente, al deterioro de la recaudación tributaria a principios de año y al limitado acceso al financiamiento con préstamos del exterior, lo que obligó al gobierno a implementar una política de contención del gasto público durante el primer cuatrimestre del año (ver gráfica 38).

Por otra parte, cabe mencionar que, a diferencia de algunos episodios ocurridos en otros países de América Latina, la apreciación nominal del quetzal no está asociada a influjos de capitales de corto plazo (de portafolio), dado que estos son incipientes²¹.

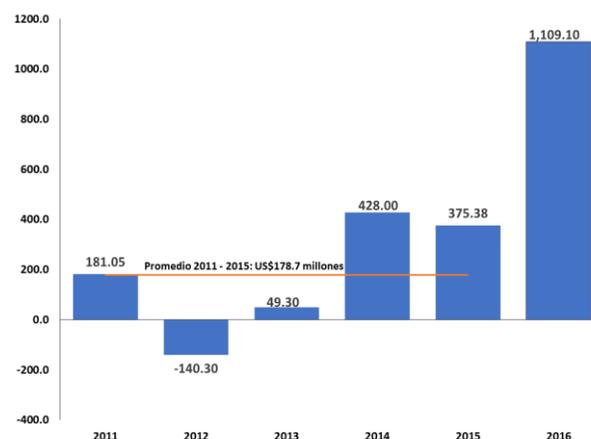
En ese contexto, al 31 de diciembre de 2016, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, generó compras de divisas por US\$1,188.5 millones y ventas por US\$79.4 millones, lo que da como resultado compras netas por US\$1,109.1 millones, equivalente a 2.73% del total negociado en el Mercado

²¹ Algunos analistas locales han planteado que el Banco Central mantiene alta la tasa de interés de política monetaria y con ello ha provocado flujos de capitales al país. Al respecto, las cifras observadas de la balanza cambiaria al 31 de diciembre de 2016, evidencian que ello no ha ocurrido, como tampoco ha sucedido en años anteriores. Un requisito importante para que exista un arbitraje de tasas de interés es que el país tenga una calificación crediticia internacional en "grado de inversión", lo cual aún no ha ocurrido. Además, los costos de transacción deben ser bajos, los instrumentos de inversión deberían ser suficientemente líquidos y debe existir un mercado secundario relativamente desarrollado, aspectos en los cuales el país todavía tiene que mejorar.

Institucional de Divisas. Cabe señalar que a similar fecha del año pasado, las compras ascendieron a US\$409.9 millones y las ventas a US\$34.5 millones, lo que implica compras netas por US\$375.4 millones, equivalente a 0.97% del total negociado.

Gráfica 44

Participación Neta del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario mediante Subasta de Compra y Venta de Divisas (1)
(Millones de US\$)



(1) Con información al 31 de diciembre de cada año.

Fuente: Banco de Guatemala.

SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2017

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

En su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial, el FMI sugiere que las condiciones económicas en las principales regiones y economías siguen debilitándose. Los mercados financieros mundiales, luego del estrés del *Brexit* y las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América, se estabilizaron rápidamente, no obstante, se han registrado caídas en los precios de los activos financieros, en particular, de la banca europea. Asimismo, continúan predominando los riesgos a la baja asociados a la futura relación comercial y financiera del Reino Unido con la Unión Europea, al debilitamiento de los ciclos económicos, al rebalanceo de la economía china y a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América, entre otros factores.

El FMI estima que el crecimiento de la actividad económica mundial para 2016 se situó en 3.1%, levemente inferior a lo observado en 2015 (3.2%), en tanto que para 2017 prevé una moderada recuperación (3.4%). En las economías avanzadas, la combinación de factores, como el legado de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, el bajo crecimiento de la productividad y los posibles efectos macroeconómicos adversos asociados al *Brexit*, especialmente en el Reino Unido y en la Zona del Euro, estaría afectando el crecimiento económico en 2016 y 2017 (1.6% y 1.8%, respectivamente); en tanto que las perspectivas de crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo son más favorables (4.2% en 2016 y 4.6% en 2017), aunque con bastante heterogeneidad.

En Estados Unidos de América, se anticipa un crecimiento de 1.6% en 2016 y de 2.3% en 2017, principalmente, por la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; por una política fiscal levemente expansiva; por condiciones financieras aún favorables; y por el dinamismo del gasto del consumidor, que compensarían, en parte, la caída en la inversión en el sector de energía; la fortaleza del dólar estadounidense y la incertidumbre asociada a las políticas económicas que estaría implementando la administración Trump.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 1.7% y 1.4% en 2016 y en 2017, respectivamente, resultado, entre otros factores, de la fortaleza de la demanda interna, del mantenimiento

de una política monetaria acomodaticia, de una modesta expansión fiscal y de los bajos precios del petróleo. No obstante, la incertidumbre acerca de la futura relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría afectar el crecimiento de la zona a partir de 2017. En el sistema bancario de algunos países de la región (Italia y Portugal) prevalecen ciertas vulnerabilidades que podrían afectar negativamente las perspectivas de crecimiento.

En Japón, a pesar de los estímulos fiscal y monetario, no se prevé que el crecimiento se acelere (0.6% en 2016 y 0.7% en 2017), ello a pesar de que las agresivas medidas de política económica están orientadas a apuntalar la demanda interna. Entre dichas medidas, destacan la nueva postergación de la entrada en vigencia del incremento en el impuesto sobre ventas, la ampliación del gasto fiscal y la nueva expansión de la política monetaria, medidas que además buscan contrarrestar la influencia negativa que genera la incertidumbre, la apreciación del yen y la débil demanda externa.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la República Popular China crecerá 6.7% en 2016 y 6.3% en 2017, derivado del proceso de rebalanceo de su modelo de crecimiento económico basado en el consumo en lugar de la inversión y orientado a los servicios en lugar de la industria. No obstante, persisten riesgos del sector corporativo (asignación de recursos deficiente), problemas de cambios demográficos futuros y problemas estructurales que pueden comprometer el desempeño futuro de dicha economía.

En América Latina, el crecimiento económico continuaría reflejando heterogeneidad entre países, dado que si bien algunos se encuentran en recesión (Brasil, Venezuela, Ecuador y Argentina), la mayoría de países registrarán crecimiento, aunque más moderado que el año anterior. En promedio, la región se contraería 0.6% en 2016 y repuntaría a 1.6% en 2017. El mejor desempeño de los países que continúan creciendo modestamente se sustenta en sólidos marcos de política económica en respuesta a los choques externos; mientras que los países con fundamentos más débiles continúan demandando ajustes más significativos. La contracción regional refleja, principalmente, la recesión de Brasil (-3.3%),

de Argentina (-1.8%), de Ecuador (-2.3%) y de Venezuela (-10.0%), como consecuencia de la caída del precio internacional de las materias primas y de la demanda externa, en combinación con importantes desequilibrios macroeconómicos internos que han afectado la inversión privada.

En Brasil, el debilitamiento de la confianza empresarial y del consumidor se viene revirtiendo moderadamente, ante una mejor perspectiva de la situación política y, aunque persiste un entorno externo poco favorable, la economía muestra signos de recuperación. En efecto, luego de la fuerte contracción económica de 2015 (-3.8%), se espera una contracción menos drástica en 2016 (-3.3%) y una leve recuperación en 2017 (0.5%).

En México, la economía moderaría su crecimiento en 2016 (2.1%) y mostraría un resultado similar en 2017, debido al comportamiento de la demanda interna, el crecimiento de las exportaciones asociado a la depreciación de la moneda y al crecimiento la economía estadounidense. No obstante, las expectativas de una política comercial proteccionista en Estados Unidos de América podrían anticipar un riesgo a la baja para el crecimiento futuro de la economía mexicana.

En Centroamérica, el crecimiento económico sería igual en 2016 y en 2017 (3.7%), debido al mantenimiento del dinamismo de la demanda interna, al desempeño de la actividad económica estadounidense y al mayor flujo de remesas familiares.

El FMI advierte que entre los riesgos que modificaron las perspectivas de crecimiento económico mundial en 2016 y que persistirían en 2017, destacan:

- 1) El *Brexit* y la incertidumbre sobre las políticas económicas del nuevo gobierno electo de Estados Unidos de América han puesto en evidencia debilidades relacionadas con la movilidad laboral e inmigración, integración del comercio mundial y regulación transfronteriza, lo cual genera incertidumbre sobre los arreglos institucionales existentes en dichos países y puede limitar el crecimiento económico.
- 2) Los ciclos que han debilitado la demanda y que generan niveles muy bajos de inflación, situación que priva fundamentalmente en las economías avanzadas. Además influye el debilitamiento de la productividad, en un contexto de inflación muy baja.
- 3) La desaceleración de la economía china, que podría seguir afectando el desempeño económico de los países cuyos vínculos financieros y comerciales con dicha economía

son relevantes (tanto emergentes como avanzados).

- 4) El endurecimiento de las condiciones financieras externas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ello puede asociarse al hecho de que aún existen vulnerabilidades en varias de estas economías, incluyendo altos niveles de deuda corporativa, disminución de la rentabilidad de los proyectos de inversión, debilidad en las hojas de balance de los bancos y la necesidad de restaurar los espacios de política económica, particularmente en los países exportadores de petróleo.
- 5) La interrupción de las relaciones de corresponsalía (*de-risking*) con economías de mercados emergentes y en desarrollo por parte de bancos globales, que de persistir podría limitar el acceso de economías pequeñas a flujos de remesas transfronterizas, disminuir su capacidad para financiar la actividad económica con flujos foráneos y restringir su respuesta ante desastres naturales. El impacto en la economía mundial de dicho riesgo podría ser limitado, pero las consecuencias económicas y sociales a nivel de los países afectados serían relevantes.
- 6) Los conflictos políticos, las epidemias y el deterioro climático, también son riesgos relevantes, que afectarían, principalmente a economías en desarrollo.

El FMI también menciona algunos factores que podrían mejorar el desempeño económico mundial, entre ellos:

- 1) El aumento en el precio de algunas materias primas, especialmente petróleo, que podría liberar parte de la presión sobre los países exportadores netos, sin imponer una carga excesiva en los países importadores.
- 2) La mayor resistencia en los mercados financieros internacionales, evidente en la respuesta ordenada que se observó luego del anuncio del *Brexit*.
- 3) La menor presión a la depreciación cambiaria en algunas economías emergentes y menor salida neta de capitales.
- 4) Las reformas estructurales orientadas a elevar los niveles de productividad.

2. Inflación mundial

Los niveles de inflación internacional han disminuido sustancialmente, especialmente en las economías avanzadas, como resultado de la persistente holgura en los mercados laborales y el menor crecimiento de los precios de importación, esto último, en buena medida, asociado a la caída de los

precios de las materias primas y a la amplia capacidad ociosa en el sector industrial de algunas economías grandes. En las economías de mercados emergentes y países en desarrollo, este fenómeno es menos generalizado, ya que la inflación se ha mantenido más alta, en parte, debido a depreciaciones nominales de varias monedas y a choques de oferta.

De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.2% en 2017. En las economías avanzadas se ubicaría en 1.8%; mientras que para las economías de mercados emergentes y países en desarrollo en 4.3%.

En Estados Unidos de América prevalece la expectativa de que la economía continuaría consolidándose de forma gradual y que la inflación convergería al nivel objetivo de 2.0%, en la medida que los efectos de los bajos precios internacionales del petróleo y de la apreciación del dólar estadounidense desaparezcán. Se estima que la inflación se situaría en 2.6% en 2017.

En la Zona del Euro la inflación aumentaría gradualmente, debido a la reducción de las brechas del producto negativas, al incremento gradual de los precios internacionales de las materias primas, así como a la consolidación de expectativas inflacionarias (1.0% en 2017).

En Japón, la inflación en 2017 podría subir a 0.7% (0.5% en 2016), todavía por debajo de la meta del Banco de Japón, pese a que el nuevo marco de política monetaria ha ampliado aún más las condiciones altamente expansivas.

En la República Popular China, la inflación se situaría en 2.3% en 2017, debido, entre otros factores, a la depreciación del yuan observada desde mediados de 2015. Asimismo, influirían los mayores precios de las materias primas y la reducción de la capacidad ociosa en algunos sectores de la economía.

En América Latina, la inflación se ubicaría en 3.9% en 2017, aunque con una considerable diferencia entre países. En Brasil, la inflación podría reducirse de 7.0% en 2016 a 5.0% en 2017; mientras que en México la inflación sería de 3.1% para 2017. En Chile y Colombia, la inflación prevista para 2017 es de 3.0% y 3.7%, respectivamente. Finalmente, en Perú la inflación se situaría en 2.5% en 2017. En Centroamérica, se anticipa que la inflación se situaría en 4.2% en 2017, mayor a la observada en 2016 (2.2%), asociada, principalmente, a la evolución del precio interno de los combustibles y a presiones en el precio de los alimentos en algunos países.

Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2015	Proyecciones		2015	2016 ^{al}	Proyecciones
		2016	2017			2017
Principales socios						
Estados Unidos	2.6	1.6	2.3	0.7	1.7	2.6
El Salvador	2.5	2.4	2.4	1.0	-0.8	2.0
Honduras	3.6	3.6	3.7	2.4	3.3	4.5
Zona del Euro	2.0	1.7	1.4	0.2	0.6	1.0
México	2.5	2.1	2.1	2.1	3.3	3.1
Otros socios						
Colombia	3.1	2.2	2.7	6.8	5.8	3.7
Japón	0.5	0.6	0.7	0.2	0.5	0.7
Brasil	-3.8	-3.3	0.5	10.7	7.0	5.0
Chile	2.3	1.7	2.0	4.4	2.7	3.0
Perú	3.3	3.7	4.1	4.4	3.2	2.5
Reino Unido	2.2	1.9	1.2	0.1	1.2	2.5
China	6.9	6.7	6.3	1.6	2.3	2.3
Mundial	3.2	3.1	3.4	2.9	3.2	3.2
-Economías avanzadas	2.1	1.6	1.8	0.5	1.2	1.8
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.0	4.2	4.6	4.7	4.7	4.3
-América Latina y el Caribe (1)	0.0	-0.6	1.6	6.2	5.1	3.9
-América Central	3.8	3.7	3.7	1.8	2.2	4.2
Principales socios (2)	2.6	1.9	2.3	1.0	1.6	2.6

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2016 y actualización a enero de 2017 y consultas de Artículo IV. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a noviembre de 2016.

^{al} Cifras preliminares a noviembre. Perú, Chile y Colombia a diciembre.

(1) En la inflación, se excluye a Argentina y Venezuela y se refiere a 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 en 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 0.6% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, de servicios y la renta, los cuales serían compensados, por el saldo superavitario de las transferencias corrientes netas, relacionado, principalmente, con el menor crecimiento previsto de 8.5% en las remesas familiares (ver cuadro 3).

De conformidad con lo anterior, se espera que el comportamiento del comercio exterior sea congruente con la aceleración del comercio mundial. Según el FMI, el crecimiento del comercio mundial pasaría de 2.3% en 2016 a 3.8% en 2017. En lo que

respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$10,907.2 millones, mayor en 5.5% al de 2016. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$91.0 millones (3.8%) en el valor de las exportaciones de los principales productos y el de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$467.7 millones (6.0%). En el caso de los principales productos, el mejor desempeño se asociaría a la recuperación de las exportaciones de banano, azúcar y café, como resultado de una mejora prevista en el volumen de exportación. Con relación a los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan alrededor de 7.0%; 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\$16,400.9 millones (5.0% de crecimiento), comportamiento

congruente con las proyecciones de crecimiento de la actividad económica, que se reflejaría en aumentos en los rubros de combustibles y lubricantes (19.2%), bienes de consumo (3.1%), materias primas y productos intermedios (2.8%), bienes de capital (2.6%) y materiales de construcción (2.3%),

Por su parte, las remesas familiares aumentarían 8.5% (13.9% registrado en 2016), ante las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos de América y los resultados que podrían derivarse de la nueva política migratoria de la nueva administración.

La cuenta de capital y financiera mostraría un saldo positivo de US\$579.0 millones, asociado al incremento previsto en la inversión extranjera directa por alrededor de 10.0% y a los flujos de financiamiento externo al país, en los que destacarían: la colocación de bonos del tesoro en el exterior y los créditos comerciales. Lo anterior permitiría un aumento de US\$500.0 millones en las Reservas Internacionales Netas (RIN).

Cuadro 3
BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2016 - 2017
(en millones de US Dólares)

CONCEPTO	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}	Variación			
			2016- 2015		2017-2016	
			Absoluta	%	Absoluta	%
CUENTA CORRIENTE	655.2	467.1	751.6	-779.7	-188.1	-28.7
A- BALANZA COMERCIAL	-5,275.5	-5,493.7	281.3	-5.1	-218.2	4.1
Exportaciones FOB	10,340.2	10,907.2	-483.6	-4.5	567.0	5.5
Mercancías Generales	10,188.4	10,747.1	-486.6	-4.6	558.7	5.5
Principales Productos	2,390.9	2,481.9	-202.9	-7.8	91.0	3.8
Otros Productos	7,797.5	8,265.2	-283.7	-3.5	467.7	6.0
Bienes Adquiridos en Puerto	151.8	160.1	3.0	2.0	8.3	5.5
Importaciones FOB	15,615.7	16,400.9	-764.9	-4.7	785.2	5.0
Mercancías Generales	15,607.6	16,392.3	-765.5	-4.7	784.7	5.0
Bienes Adquiridos en Puerto	8.1	8.6	0.6	8.0	0.5	6.2
B- SERVICIOS	-111.0	-201.8	32.7	-22.8	-90.8	81.8
Créditos	2,745.8	2,836.6	-82.5	-2.9	90.8	3.3
Débitos	2,856.8	3,038.4	-115.2	-3.9	181.6	6.4
C- RENTA	-1,674.0	-2,019.7	-79.6	5.0	-345.7	20.7
Créditos	491.6	526.7	52.4	11.9	35.1	7.1
Débitos	2,165.6	2,546.4	132.0	6.5	380.8	17.6
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	7,715.7	8,182.3	517.2	7.2	466.6	6.0
Remesas Familiares (Netas)	7,359.2	7,984.7	898.1	13.9	625.5	8.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	752.9	579.0	-289.2	-27.8	-173.9	-23.1
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	--	0.0	--
B- CUENTA FINANCIERA	752.9	579.0	-289.2	-27.8	-173.9	-23.1
1- Inversión Directa	1,080.9	1,192.2	-23.2	-2.1	111.3	10.3
En el exterior	-115.5	-124.2	1.2	-1.0	-8.7	7.5
En Guatemala	1,196.4	1,316.4	-24.4	-2.0	120.0	10.0
2- Inversión de Cartera	729.8	839.5	778.7	-1,592.4	109.7	15.0
3- Otra Inversión	-1,057.8	-1,452.7	-1,044.7	7,974.8	-394.9	37.3
Préstamos del Sector Público	-212.5	-173.2	-676.6	-145.8	39.3	-18.5
ERRORES Y OMISIONES	-16.4	-546.1	453.9	-96.5	-529.7	3,229.9
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	1,391.7	500.0	916.3	192.7	-891.7	-64.1
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)^{y/}	-1,391.7	-500.0	-916.3	192.7	891.7	-64.1
CUENTA CORRIENTE / PIB		1.0		0.6		

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

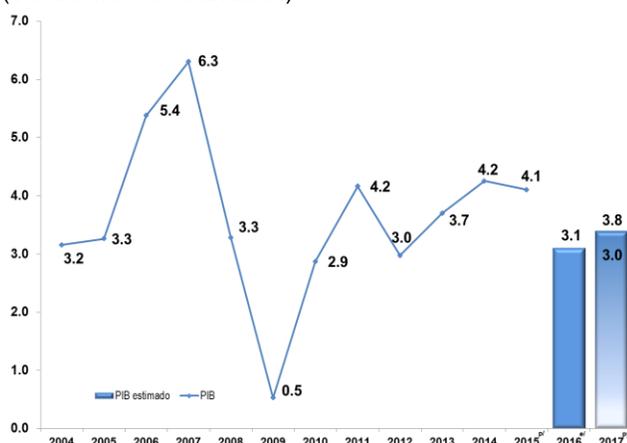
^{y/} De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado.

2. Actividad económica

La moderación 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. Cabe indicar que el menor crecimiento registrado en la mayoría de las ramas de actividad económica fue compensado por el dinamismo del consumo privado, por lo que la estimación de cierre del crecimiento del PIB anual para 2016 es de 3.1%. En cuanto a las perspectivas para 2017, con la última información disponible, las proyecciones de crecimiento para la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), así como las condiciones económicas internas, anticipan que el crecimiento del PIB podría ubicarse en un rango de entre 3.0% y 3.8% (ver Cuadro 4).

Gráfica 45

Producto Interno Bruto
(Variaciones interanuales)



^{p/} Cifras preliminares.

^{e/} Cifras estimadas.

^{pr/} Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2017.

a) Actividad sectorial

La actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.4% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.33 puntos porcentuales) se estima aumente 3.2%, 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, melón, plátano y sandía, debido a la ampliación de áreas productoras, resultado de mejores perspectivas de demanda externa. De igual forma se estima que la producción de caña de azúcar, palma africana, hortalizas y aves de corral, aumente ante una mayor demanda interna y externa de dichos productos.

La actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB y una contribución al crecimiento de -0.16 puntos porcentuales) se prevé registre una caída de 10.0%, explicada por la reducción en la extracción de oro y plata, como resultado del cierre de operaciones de la Mina Marlin contemplado para los primeros meses de 2017, aunado a la disminución prevista en la extracción de mena de níquel derivado de los bajos precios internacionales.

Para las *Industrias manufactureras* (con una participación de 17.6% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.64 puntos porcentuales) crecería 3.4%, influenciada por el mayor dinamismo esperado en las actividades dedicadas a la elaboración de alimentos, bebidas y tabaco y de la fabricación de textiles y prendas de vestir, ante mejores expectativas respecto de 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 madera, papel, químicos y materiales de construcción.

El *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.9% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima crezca 5.0%, asociado a un incremento en la demanda intermedia y final de energía eléctrica, así como a la normalización en el ritmo de crecimiento de las exportaciones.

El sector *Construcción* (con una participación de 2.8% en el PIB y una contribución de 0.19 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 4.9% en 2017, influenciado por la evolución positiva esperada en la construcción de edificaciones privadas para uso residencial y por la recuperación esperada en la ejecución de obras de ingeniería civil por parte de la Administración Central.

El *Comercio al por mayor y al por menor* (con un peso relativo de 11.8% en el PIB y una contribución de 0.77 puntos porcentuales) aumentaría a un ritmo de 3.5%, 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 10.2% en el PIB y una contribución de 0.23 puntos porcentuales) se estima crezca a un ritmo de 3.0%, 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 6.5% en el PIB y una contribución de 0.31 puntos porcentuales) se estima que crecería 8.6%, 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 0.22 puntos porcentuales) aumentaría 3.0%, debido al mayor dinamismo previsto de la cantidad de

viviendas terminadas en 2017, 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 0.42 puntos porcentuales) podría registrar un crecimiento de 3.2%, como consecuencia del mayor gasto en consumo final de los hogares, que incidiría favorablemente en las actividades de hoteles y restaurantes. Por su parte, se prevé un comportamiento positivo en las actividades inmobiliarias y de publicidad, cuya demanda se vería favorecida por el crecimiento esperado en las actividades de intermediación financiera y comercio al por mayor y al por menor.

La actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.8% en el PIB y una contribución de 0.35 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 4.7%, tomando en cuenta el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno Central, en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017.

Cuadro 4

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN AÑOS: 2016 - 2017 (estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual		Tasas de variación		Contribución al PIB	
	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	13.4	2.9	3.2	0.31	0.33
2. Explotación de minas y canteras	0.8	0.7	-8.5	-10.0	-0.20	-0.16
3. Industrias manufactureras	17.6	17.6	3.3	3.4	0.62	0.64
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.9	2.9	5.4	5.0	0.13	0.12
5. Construcción	2.8	2.8	1.8	4.9	0.07	0.19
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.8	11.8	3.7	3.5	0.75	0.77
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.3	10.2	2.6	3.0	0.19	0.23
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6.2	6.5	7.8	8.6	0.29	0.31
9. Alquiler de vivienda	9.8	9.8	3.1	3.0	0.23	0.22
10. Servicios privados	15.7	15.7	2.9	3.2	0.38	0.42
11. Administración pública y defensa	7.7	7.8	2.5	4.7	0.19	0.35
PRODUCTO INTERNO BRUTO			3.1	3.0 - 3.8		

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

b) Demanda interna

Para 2017 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.8%, impulsada, por una parte, por la evolución positiva del consumo privado, asociada al crecimiento en las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares y a la estabilidad esperada en el nivel general de precios, 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 2017.

c) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 1.4%, ante el incremento esperado en la demanda de los principales socios comerciales del país, así como por expectativas de precios internacionales favorables para la mayoría de los principales productos exportables.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 3.5% en 2017, resultado de estimaciones favorables 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 5

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS: 2016 - 2017**

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}
1. DEMANDA INTERNA			4.2	3.8
GASTO DE CONSUMO FINAL	97.9	98.7	4.3	4.3
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	87.3	87.8	4.9	4.1
Gastos en consumo del gobierno general	10.7	11.0	-0.6	6.5
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.6	14.5	2.2	2.9
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	0.3	0.0		
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	25.8	25.3	-2.1	1.4
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	39.9	39.9	3.7	3.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)			3.1	3.0 - 3.8

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

3. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017, prevé ingresos y donaciones por Q62,380.2 millones, mayores en Q4,981.7 millones (8.7%), respecto a cifras preliminares al 31 de diciembre de 2016, en tanto que por el lado del gasto se prevé ejecutar Q72,753.7 millones, monto superior en Q9,675.2 millones (15.3%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q10,373.5 millones, equivalente a 1.9% del PIB, porcentaje superior a las cifras preliminares al 31 de diciembre de 2016 (1.1% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, dicho presupuesto prevé como principal fuente de financiamiento la colocación de bonos del tesoro, y tomando en cuenta que el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) puede optar por la colocación de los títulos en el mercado local e internacional y que siguen privando condiciones financieras relativamente favorables a nivel mundial, es posible que el MFP realice una colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional²².

El financiamiento interno neto sería de Q4,000.2 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q4,658.6 millones, amortización parcial de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q646.0 millones y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q12.4 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q4,888.3 millones, resultado de desembolsos por Q2,580.7 millones, amortizaciones por Q3,897.3 millones y la negociación de Q6,204.9 millones de bonos del tesoro en el mercado internacional (US\$800.0 millones). Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q1,485.0 millones (ver cuadro 6).

Respecto al desempeño que puedan tener las cuentas fiscales, resulta imperativo que se mantenga la coordinación entre el MFP y el Banco de Guatemala, a efecto de que las colocaciones de los bonos del tesoro no alteren de manera sustancial la situación de liquidez en el mercado, así como las condiciones de estabilidad en el mercado cambiario, lo que contribuiría a preservar la estabilidad de los principales precios macroeconómicos.

²² En 2012, 2013 y 2016 el Ministerio de Finanzas Públicas optó por la colocación de bonos en el mercado internacional, aprovechando las condiciones financieras favorables en materia de tasas de interés y niveles de liquidez internacional, entre otros aspectos. El monto colocado en cada uno de estos años fue de US\$700.0 millones a plazos de 10, 15 y 10 años y a tasas de interés de cupón de 5.750%, de 4.875%, 4.500%, respectivamente.

Cuadro 6
GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2016 - 2017
(millones de quetzales)

Concepto	2016 ^{ef}	2017 ^{pyj}	Variaciones respecto de 2016	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	57,398.5	62,380.2	4,981.7	8.7
1. Ingresos Corrientes	57,394.7	62,375.3	4,980.6	8.7
a. Tributarios	54,102.2	57,994.9	3,892.7	7.2
b. No Tributarios y donaciones	3,292.4	4,380.4	1,088.0	33.0
2. Ingresos de Capital	3.8	4.9	1.1	29.8
II. Total de Gastos	63,078.5	72,753.7	9,675.2	15.3
A. De Funcionamiento	52,072.9	59,097.0	7,024.1	13.5
B. De Capital	11,005.5	13,656.7	2,651.2	24.1
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-5,680.0	-10,373.5	-4,693.5	82.6
(-) Déficit				
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	5,680.0	10,373.5	4,693.5	82.6
A. Interno (1-2+3)	4,130.3	4,000.2	-130.1	-3.1
1. Negociación neta de bonos del tesoro	4,018.6	4,658.6	640.0	15.9
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	646.0	646.0	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	111.7	-12.4	-124.1	-111.1
B. Externo (1-2+3)	4,124.5	4,888.3	763.8	18.5
1. Desembolsos	1,322.5	2,580.7	1,258.2	95.1
2. Amortizaciones	2,605.9	3,897.3	1,291.4	49.6
3. Negociación Neta EUROBONO	5,407.9	6,204.9	797.0	14.7
C. Variación de Caja	-2,574.8	1,485.0	4,059.8	-157.7
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	10.4	10.4		
Déficit/PIB	-1.1	-1.9		

^{ef} Cifras preliminares al 31 de diciembre de 2016.

^{pyj} Presupuesto aprobado según Decreto No.50-2016 del Congreso de la República.

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 se asocia, 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, han 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 segunda semana de mayo de 2016, la demanda de emisión monetaria mostró un ritmo de crecimiento de dos dígitos, aunque con una tendencia a la baja; no obstante, el 12 de mayo se redujo de manera importante como consecuencia del efecto aritmético²³ de la demanda adicional de efectivo, ocurrida en mayo de 2015, ya comentada. A partir de la tercera semana de mayo el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria evidenció una tendencia positiva, consistente con el proceso de convergencia esperado. En efecto, desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observó que ambos iniciaron un proceso de normalización en sus variaciones interanuales hacia niveles cercanos a sus promedios históricos. En ese contexto, al 31 de diciembre la emisión monetaria registró una variación interanual de 6.5% y se prevé que se sitúe entre 8.0% y 11.0% en 2017, rango congruente con el crecimiento económico previsto y la meta de inflación.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, aunque mostraron una moderada desaceleración durante el primer semestre de 2016 y reflejaron una recuperación en el segundo semestre, lo cual es consistente con las previsiones de actividad económica. Asimismo, el multiplicador bancario continúa mostrando niveles relativamente normales, 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 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 2017, podría situarse entre 9.0% y 11.0%.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado, desde noviembre de 2015 inició un proceso de desaceleración, explicado básicamente por el descenso del crédito al sector empresarial en moneda extranjera, ya que el crédito al sector privado en moneda nacional continuó evidenciando un ritmo dinámico de crecimiento, impulsado principalmente por el consumo. El crédito en moneda extranjera ha

sido afectado por factores de demanda asociados a los sectores de manufactura, comercio y electricidad. Asimismo, por factores de oferta relacionados con el cambio en la normativa para el otorgamiento de crédito en moneda extranjera. En ese sentido, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 7.0% y 10.0% en diciembre de 2017, congruente con las expectativas de crecimiento para ese año y la meta de inflación.

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 y de crédito no están sujetos al cumplimiento de metas de crecimiento. Sin embargo, dado que dicho programa monetario brinda una visión global y vincula 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 ese contexto, con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017 aprobado por el Congreso de la República, se elaboró el programa monetario y fiscal para 2017, el cual es congruente con la meta de inflación de 4.0% +/-1 punto porcentual, con el crecimiento previsto de la actividad económica y con las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2017 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q3,433.0 millones; b) un incremento de las reservas monetarias internacionales por US\$500.0 millones; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,485.0 millones; d) un aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q2,035.0 millones; y e) un incremento en las operaciones de estabilización monetaria (OEM) por Q1,583.0 millones.

²³ Se refiere al efecto que se produce en la variación interanual de una variable, derivado del comportamiento de la misma en igual período del año anterior, lo cual es particularmente evidente cuando dicho comportamiento ha registrado alzas o bajas importantes. En ese sentido, aun cuando una variable registre un comportamiento normal en el año corriente, es posible observar una reversión si en la misma fecha del año anterior la variable registró una variación significativa.

Cuadro 7
PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2017
(millones de quetzales)

Concepto	Total
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	62,380
Egresos	72,754
Corrientes	59,097
Capital	13,657
Déficit	10,373
(% del PIB)	1.9
Financiamiento externo neto	4,888
Financiamiento interno neto	4,000
Variación de Caja (-) Aumento (+) Disminución	1,485
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	4,000
En US\$	500
II. Activos Internos Netos	1,017
1. Gobierno Central	1,485
2. Resto del sector público	-333
3. Posición con bancos	-2,035
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-2,035
4. Otros Activos Netos	1,899
Gastos y productos	1,525
Otros	374
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	5,017
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	3,433
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-1,583
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-1,583

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, de acuerdo a 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, JM-120-2015 y JM-123-2016 (Anexos del 1 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 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 adoptar

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 hace una revisión al índice sintético de las variables indicativas, la cual consiste en una actualización del peso relativo de cada variable indicativa en dicho índice, con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada. El propósito de dicha revisión, además de transparencia, es el perfeccionar dicho índice a efecto de que mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación que elabora el Banco de Guatemala y de las herramientas que utiliza la autoridad monetaria para determinar la tasa de interés líder y su postura de política monetaria. La nueva ponderación del índice sintético se tomará en cuenta a partir de 2017 en las reuniones de la Junta Monetaria en las que se determine el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

Por otra parte, desde 2000 el Banco de Guatemala viene utilizando un indicador de inflación subyacente que forma parte de las variables indicativas de la política monetaria. Dicho indicador fue revisado y actualizado en 2008. No obstante, tomando en consideración, por un lado, que hubo una actualización de la base del IPC (diciembre de 2010) y, por el otro, que existen mediciones más precisas de la brecha del producto, se plantea la conveniencia de revisar y actualizar el indicador de la inflación subyacente vigente, con el objetivo de brindar señales más claras respecto de las presiones de demanda agregada que afectan a la inflación. Sobre el particular, se construyó una nueva medición que cumple con dos condiciones que, en términos generales, se contraen a lo siguiente: (i) revelar un comportamiento macroeconómicamente consistente con episodios provenientes de choques de oferta; y (ii) revelar en mayor medida y la mayor parte del tiempo factores de demanda. En ese sentido, a partir de 2017 el Banco Central dará seguimiento a un nuevo indicador de inflación subyacente que cumple con las dos condiciones citadas.

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 baja y estable. 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 permite que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación, lo que denota que la política monetaria no persigue un objetivo cambiario. 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 clave que ha brindado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación. Considerando, por un lado, 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 el otro, que en el escenario internacional se prevé la normalización de la política monetaria estadounidense, que implica incrementos en la tasa de interés objetivo de la Reserva Federal, así como un aumento en la incertidumbre, es prudente proponer modificaciones a la regla cambiaria. Dichas modificaciones persiguen dos propósitos fundamentales, por una parte, hacer más eficiente la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y, por la otra, propiciar que el tipo de cambio nominal absorba de mejor manera los choques que se derivarían de la coyuntura internacional. En ese sentido, la Junta Monetaria aprobó incrementar el número de subastas diarias de divisas (tanto de compra como de venta) de cuatro a cinco y mantuvo el monto de cada subasta en US\$8.0 millones, por lo que el monto máximo diario de compra o de venta se incrementó de US\$32.0 millones a US\$40.0 millones. Asimismo, dicho cuerpo colegiado facultó al Comité de Ejecución para determinar el horario de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario.

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-123-2016 (Anexo 7).

ANEXOS

ANEXO 1

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 continuaría 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 macrofinanciero 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 realicen 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,

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 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 formen 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 (sobredesprecitación) 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

I. 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.

c) 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) Prestamistía 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

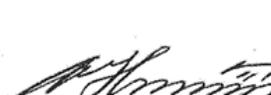
para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que esta Junta adoptará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

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 OPONGAN 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

(213378-2)-29-diciembre

ANEXO 2

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 cambiario 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*)

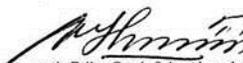
Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en línea y en tiempo real, por los medios que éste indique, sobre la totalidad de las operaciones interbancarias de reporto que realicen al plazo de 1 día (*overnight*).”

- “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 3

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 4

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 3.9% 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 5

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,

PORTANTO:

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 períodos 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 períodos 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 períodos 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 6

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



ANEXO 7

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-123-2016

Inserta en el punto tercero b) del acta 53-2016, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 14 de diciembre de 2016.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2016.

RESOLUCIÓN JM-123-2016. Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2016, y Perspectivas Económicas para 2017, del 12 de diciembre de 2016.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que ante las perspectivas de crecimiento de la economía internacional, incluyendo la de los principales socios comerciales de Guatemala, así como las condiciones económicas internas previstas, se estima que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.0% y 3.8% para 2017; **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 entes internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que la recuperación de la economía mundial está rodeada de riesgos, en una coyuntura en la que prevalece el avance del proceso de normalización de la política monetaria estadounidense; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017 prevé un déficit fiscal de 1.9% 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, particularmente en la actual coyuntura, dado que contribuye a que el tipo de cambio nominal absorba choques externos y brinde señales claras a los agentes económicos acerca de la determinación del precio de la divisa; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2016, este cuerpo colegiado 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 2016, y Perspectivas Económicas para 2017, del 12 de diciembre de 2016,

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, y sus modificaciones, 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 de las operaciones de compra liquidadas con el público, o de las operaciones interbancarias liquidadas, en ambos casos en el horario establecido por el Comité de Ejecución, 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 cinco 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 de las operaciones de venta liquidadas con el público, o de las operaciones interbancarias liquidadas, en ambos casos en el horario establecido por el Comité de Ejecución, 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 cinco 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 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, y sus modificaciones, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

“ANEXO 2

- a. Para 2017 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 2017

FECHA
22 DE FEBRERO
22 DE MARZO
26 DE ABRIL
31 DE MAYO
28 DE JUNIO
30 DE AGOSTO
27 DE SEPTIEMBRE
29 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 2017.


Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

