



BANCO DE GUATEMALA



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

ENERO DE 2018

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 2017

I.	INTRODUCCIÓN.....	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	1
	A. PANORAMA GENERAL	1
	B. ENTORNO EXTERNO	1
	C. ENTORNO INTERNO.....	2
III.	PANORAMA ECONÓMICO.....	4
	A. MUNDIAL.....	4
	1. Actividad económica	4
	2. Mercados financieros internacionales.....	9
	3. Precios internacionales de algunas materias primas.....	10
	4. Inflación y política monetaria.....	15
	B. INTERNO.....	20
	1. La actividad económica.....	20
	2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria.....	20
	3. Variables del sector externo.....	33
	4. Finanzas públicas	38
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2017	40
	1. Tasa de interés líder de política monetaria	40
	2. Operaciones de estabilización monetaria	41
	3. Tipo de cambio nominal	41

SEGUNDA PARTE

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I.	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2018.....	44
	A. DEL ENTORNO EXTERNO	44
	1. Crecimiento económico.....	44
	2. Inflación mundial	45
	B. DEL ENTORNO INTERNO.....	47

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 22 de enero de 2018.

1. Balanza de pagos	47
2. Actividad económica.....	50
3. Sector fiscal	53
4. Sector monetario	55
II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	57
ANEXOS	
ANEXO 1	60
ANEXO 2	63
ANEXO 3	64
ANEXO 4	65
ANEXO 5	66
ANEXO 6	67
ANEXO 7	68
ANEXO 8	69

PRIMERA PARTE

RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2017

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, JM-123-2016 y JM-113-2017, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, la cual tiene una vigencia indefinida y establece, entre otros aspectos, una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

B. ENTORNO EXTERNO

La recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuó consolidándose durante 2017, aunque en un entorno de riesgos a la baja. Según el FMI, la economía mundial crecería 3.7% en 2017 y 3.9% en 2018, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%), resultado del mejor desempeño previsto tanto para las economías avanzadas como para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento económico son positivas tanto para 2017 como para 2018 (2.3%). Estados Unidos de América crecería 2.3% en 2017 y 2.6% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo, en un entorno de elevados niveles de confianza y de condiciones monetarias aún acomodaticias, en línea con el proceso gradual de normalización de la política monetaria. No obstante, persiste la incertidumbre en torno a la capacidad de la administración Trump de

implementar las medidas de política económica anunciadas a inicios de su mandato.

En la Zona del Euro, la actividad económica continuó evidenciando un crecimiento sostenido, con una mejora cada vez más generalizada a nivel de países, reflejo de una recuperación de la demanda tanto interna como externa, así como de una política monetaria ampliamente acomodaticia. Las previsiones de crecimiento económico para 2017 (2.4%) y para 2018 (2.2%), aunque han mejorado respecto de 2016 (1.8%), aún denotan riesgos importantes, principalmente, por la incertidumbre que sigue generando el *Brexit* y por la fragilidad de los sistemas bancarios en algunos países de la región.

Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el desempeño económico continuaría fortaleciéndose, con un crecimiento económico de 4.7% en 2017 y de 4.9% en 2018, aunque con heterogeneidad entre países y regiones. Destaca el comportamiento esperado de la actividad económica de la República Popular China, que crecería 6.8% en 2017 y 6.6% en 2018, reflejando un ajuste económico más gradual al que se había previsto, resultado, en buena medida, de la implementación de medidas de estímulo económico por parte del gobierno chino. Asimismo, Brasil y Rusia dejarían atrás las recesiones que experimentaron en años previos, con crecimientos positivos, pero moderados tanto para 2017 como para 2018, ante la recuperación en el precio de las materias primas y un aumento gradual del consumo de los hogares.

El PIB de Centroamérica crecería 3.6% en 2017 y 3.4% en 2018, apoyado en 2017, por el comportamiento positivo de la demanda interna, particularmente, del consumo privado, debido al dinamismo de las remesas familiares en los países que integran el Triángulo Norte (El Salvador, Guatemala y Honduras) y de las mejores perspectivas del comercio exterior, ante el fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos de América.

A lo largo de 2017, los mercados financieros internacionales, en términos generales, mantuvieron un desempeño positivo, con niveles bajos de volatilidad y respaldados por un escenario de mejora del entorno económico a nivel mundial, lo cual ha reforzado la confianza de los consumidores y empresarios y favorecido un mayor apetito por riesgo; ello a pesar de las persistentes fuentes de

incertidumbre, particularmente de índole política y geopolítica que aún mantienen latente la posibilidad de que se generen algunos episodios de inestabilidad en el entorno externo, lo que en alguna medida podría moderar el optimismo de los inversionistas y, por tanto, propiciar correcciones en la dinámica del precio de los activos.

Los precios internacionales de las materias primas que tienen un efecto relevante en la inflación de Guatemala, presentaron comportamientos mixtos a lo largo de 2017. El precio internacional del petróleo registró un incremento respecto de finales de 2016, ello a pesar de que la producción de petróleo en Estados Unidos de América mostró un crecimiento relevante. Dicho incremento se asoció, por una parte, a la creciente demanda mundial del crudo y, por la otra, al cumplimiento casi pleno de la cuota de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros importantes productores a nivel mundial. Por su parte, el precio internacional del maíz amarillo mostró una disminución durante el año, atribuida al adecuado abastecimiento mundial del grano; en tanto que el precio internacional del trigo presentó un leve incremento durante el año, influenciado por las condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores. Para 2018, las proyecciones de precios promedio del petróleo, del maíz amarillo y del trigo, en el escenario base, se ubicarían por arriba de los registrados en 2017, aunque en niveles aún bajos.

A nivel internacional, la inflación se ha mantenido estable y en niveles cercanos a los del año anterior. En las economías avanzadas, a pesar del repunte de precios entre finales de 2016 y los primeros meses de 2017, la inflación se moderó, debido, principalmente, al menor dinamismo que registraron los precios de la energía; en tanto que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, con algunas excepciones, el ritmo inflacionario se desaceleró ante la relativa fortaleza de sus monedas y del incremento moderado en el precio de los combustibles. En el caso de los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de México, la inflación se moderó, como resultado de menores presiones de demanda agregada, de la reversión de los choques de oferta externos y de la apreciación de sus monedas respecto del dólar estadounidense. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo relativamente contenida, con niveles, en general, dentro de las respectivas metas.

C. ENTORNO INTERNO

La estimación de cierre del PIB se ubica en 2.8% para 2017, por debajo del crecimiento de 2016

(3.1%) y del PIB potencial (3.5%). Dicho resultado se explicaría, por el lado del gasto, por la moderación de la demanda interna, que crecería 2.9% (3.4% en 2016), derivado, principalmente, de la desaceleración del consumo privado (al pasar de 4.2% en 2016 a 3.8% en 2017); en tanto que, las exportaciones y las importaciones en términos reales aumentarían 2.3% y 2.9%, respectivamente. Por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas, excepto la de explotación de minas y canteras. En el comercio exterior a noviembre, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un aumento de 6.5%, respecto de similar periodo de 2016, resultado del leve incremento en el volumen (1.8%) y en el precio medio (4.6%). Entre los principales productos que registraron aumento destacan: cardamomo, grasas y aceites comestibles, café, artículos de vestuario, banano, caucho natural, energía eléctrica y azúcar. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 7.2%, explicado por el alza tanto en el volumen importado (1.5%), como en el precio medio (6.1%), este último asociado al alza en el precio medio de importación de los combustibles y lubricantes, el cual fue contrarrestado, parcialmente, por la disminución que se registró en el precio medio de algunas importaciones, particularmente de bienes de consumo duradero y de materiales de construcción. A noviembre, se observó un aumento de US\$434.5 millones en el valor de las importaciones de combustibles y lubricantes, a diferencia de lo ocurrido en 2015 y 2016 en los que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones por ese concepto, respecto de 2014.

Al 31 de diciembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$8,192.2 millones, superior en US\$1,032.2 millones (14.4%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo, resultado que se asocia, entre otros factores, a la reducción del nivel de desempleo hispano, al mayor número de guatemaltecos que vive en Estados Unidos de América y al continuo temor por el posible endurecimiento de las medidas anti-inmigratorias en dicho país, que habría provocado que algunos migrantes, en adición al envío normal, enviaran parte de sus ahorros, como una medida precautoria.

El nivel de Reservas Internacionales Netas continúa reflejando la sólida posición externa del país, al registrar al 31 de diciembre un monto de US\$11,769.5 millones, mayor en US\$2,609.1 millones al de diciembre de 2016.

El tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar registró al 31 de diciembre una apreciación interanual de 2.36%. El Banco de Guatemala, tomando en cuenta la evolución del tipo de cambio nominal durante las primeras semanas del año, a

partir del 24 de febrero implementó ajustes operativos a la regla de participación en el mercado cambiario (horario de participación) y empezó a recibir depósitos en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Adicionalmente, desde el 3 de agosto se efectuó otro ajuste operativo consistente en que, si en un mismo día se cumplen los criterios de participación, tanto para la compra como para la venta de dólares estadounidenses, el Banco de Guatemala convoca a subasta de compra y a subasta de venta, conforme la regla de participación aprobada por la Junta Monetaria. Al 31 de diciembre, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario generó compras netas de divisas por US\$2,453.1 millones y captó US\$341.2 millones mediante depósitos a plazo.

El ritmo inflacionario a diciembre se ubicó en 5.68%, como resultado de algunos choques de oferta que experimentó la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, particularmente en los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos y de frutas. Estos choques fueron resultado, entre otros factores, del ciclo de cosecha de los productos agrícolas, de condiciones climáticas desfavorables, del incremento en la demanda externa y de mayores costos de transporte, todo lo cual afectó los precios de algunos productos agrícolas, especialmente el del tomate, la cebolla y las frutas de estación; no obstante, dada la naturaleza temporal de estos choques, se espera que la inflación retorne al margen de tolerancia de la meta de inflación en el corto plazo, tomando en cuenta que el resto de divisiones de gasto que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se han mantenido relativamente estables y, en general, por debajo del valor central de dicha meta de inflación.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (reporto a 1 día), estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas de interés, activa y pasiva del sistema bancario, continuaron estables, lo que evidencia que los elevados niveles de liquidez en la economía responden a la menor demanda de créditos.

Los principales agregados monetarios al 31 de diciembre, con excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con las condiciones de la actividad económica. Con relación al crédito bancario al sector privado, este mostró un comportamiento menos dinámico (aumento de 3.8% en términos interanuales), resultado de la moderación del crédito destinado al consumo, el cual fue parcialmente compensado por la recuperación que mostró el crédito empresarial. Por su parte, el crecimiento interanual de la emisión monetaria, aunque se moderó en la última parte del año, se

ubicó en 12.3%, reflejo de una mayor demanda de efectivo por parte del público, asociada al mayor ingreso de divisas por remesas familiares; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 8.4%, en términos interanuales.

En cuanto a las perspectivas para 2018 relativas al ámbito interno, cabe destacar que la actividad económica estaría creciendo en un rango entre 3.0% y 3.8%, debido a una recuperación de la demanda interna y a un entorno internacional que favorecería un aumento en la demanda externa. Por el lado de la oferta, se anticipan tasas de crecimiento positivas en todas las ramas de la actividad económica. En cuanto al comercio exterior, se prevé que el valor de las exportaciones registre un incremento en 2018 entre 5.0% y 8.0% y el valor de las importaciones crecería entre 5.5% y 8.5%, en ambos casos debido a la mejora de la demanda interna y al incremento previsto en los flujos de comercio internacional para dicho año. La inversión extranjera directa estaría creciendo 5.0%, debido, principalmente, a la reinversión de utilidades de las empresas extranjeras que actualmente operan en el país. Se prevé que las remesas familiares crecerían en un rango entre 9.0% y 12.0%, todavía en niveles altos, debido a la fortaleza que evidencia el mercado laboral en Estados Unidos de América y, por ende, en el nivel de ingreso de los migrantes. En cuanto a los principales agregados monetarios (emisión monetaria, medio circulante y medios de pago) y al crédito bancario al sector privado, estos mostrarían un comportamiento en 2018 congruente con los niveles de inflación y el crecimiento económico previsto para ese año.

Por otra parte, conforme al calendario previsto para 2017, la Junta Monetaria revisó la tasa de interés líder de política monetaria en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto y septiembre, ocasiones en las que decidió mantener el nivel de dicha tasa de interés en 3.00%, mientras que en noviembre acordó reducirla 25 puntos básicos para ubicarla en 2.75%. Lo anterior tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna, contenido en el balance de riesgos de inflación, en el que se destacó, por una parte, que las presiones inflacionarias tanto externas como internas se encuentran contenidas y, por la otra, que las expectativas de inflación continúan ancladas, por lo que, ante ese escenario, se generaba un espacio limitado y temporal para un mayor relajamiento de la política monetaria.

Al 31 de diciembre, las operaciones de estabilización monetaria (OEM) registraron un crecimiento de Q7,765.6 millones, de los cuales el 67.1% corresponde al sector privado y el 32.9% a entidades públicas. Cabe indicar que, a la referida fecha, el 13.2% de las OEM estaba colocado a un día

plazo, el 47.7% a fechas de vencimiento menores a dos años y el 39.2% restante a largo plazo. El costo de política monetaria, derivado del total de operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual al del año previo.

En lo relativo a las finanzas públicas, según cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas a diciembre de 2017, los ingresos tributarios y el gasto total registraron crecimientos de 4.8% y 6.6%, respectivamente. Los ingresos tributarios y el gasto público total equivaldrían a 10.2% y 12.1% del PIB, en su orden; mientras que el déficit fiscal se situó en 1.3% del PIB.

Según cifras preliminares al 31 de diciembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q72,735.9 millones, mayor en Q7,094.1 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,181.5 millones, mayor en US\$166.0 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones). Al 31 de diciembre el Ministerio de Finanzas Públicas colocó el 99.3% de los Bonos del Tesoro programados para el ejercicio fiscal 2017 (Q13,150.3 millones). En adición, cabe resaltar que luego de varios años de no haberse cumplido con el pago para la restitución de las deficiencias netas del Banco de Guatemala, en 2017 el Ministerio de Finanzas Públicas emitió bonos del tesoro por un monto de Q646.0 millones, para cubrir parcialmente las deficiencias netas correspondientes al ejercicio contable de 2015.

En síntesis, la recuperación de la actividad económica mundial, a pesar de la incertidumbre, continúa consolidándose, impulsada por un mejor desempeño tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con riesgos que permanecen sesgados a la baja. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala reflejan resultados mixtos, los del petróleo y del trigo aumentaron; mientras que el del maíz disminuyó. Los pronósticos de precios medios para 2018 apuntan a que estos registrarían un incremento moderado con respecto a los de 2017, pero aún seguirían en niveles bajos.

En el entorno interno, la economía crecería 2.8% en 2017, principalmente por la evolución de la demanda interna, a pesar de 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, inferiores a las del año previo. Para 2018, se estima que la actividad económica crecería en un rango entre 3.0% y 3.8%, debido, principalmente, a la recuperación de la demanda

interna y a un entorno internacional que favorecería un aumento en la demanda externa.

Las políticas monetaria y fiscal han contribuido a que los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) permanezcan estables. Tanto el Fondo Monetario Internacional como las principales empresas calificadoras de riesgo soberano en las distintas evaluaciones efectuadas² han resaltado la estabilidad macroeconómica del país, particularmente, por el manejo prudente de su política monetaria.

En el contexto descrito, la política monetaria en el transcurso del año mantuvo una postura acomodaticia, la cual se refleja en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria (2.75%). La autoridad monetaria mantiene su compromiso de continuar monitoreando el comportamiento de la inflación, sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, con el propósito 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 2017, la recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuó consolidándose, reflejando la mejora del comercio internacional, el incremento en la inversión privada y el dinamismo de la producción manufacturera, en un ambiente en el que los indicadores de confianza mantuvieron niveles elevados, la volatilidad en los mercados financieros permaneció baja y la política monetaria en las principales economías avanzadas siguió siendo ampliamente acomodaticia. Ese mejor desempeño estuvo acompañado de alguna moderación de riesgos, particularmente, los relativos a los resultados electorales en Europa (Francia, especialmente), en adición a un desempeño económico mejor al previsto en la República Popular China. Algunos retos que venía enfrentando la economía mundial se han moderado, particularmente la caída de los precios de las materias primas, la probabilidad de deflación, los rendimientos negativos de los bonos gubernamentales y las políticas fiscales restrictivas.

² Si bien la agencia calificadora *Standard & Poor's Global Ratings*, el 18 de octubre de 2017 rebajó la calificación crediticia de deuda soberana de Guatemala, continuó destacando que la estabilidad macroeconómica es una fortaleza del país, la cual se apoya, según expresa dicha calificadora, en una política monetaria prudente, que ha mantenido la inflación dentro de la meta y en una política fiscal con bajos déficits fiscales.

A pesar de lo anterior, aún privan algunos riesgos a la baja, especialmente en cuanto al entorno político y geopolítico actual. En el ámbito político, reviste importancia la posible materialización de una postura de política económica proteccionista y anti-inmigratoria en Estados Unidos de América, que podrían limitar el crecimiento económico. En la Zona del Euro, destacan las presiones tanto internas como externas que podrían propiciar una fragmentación de dicha Zona o de la Unión Europea y la incertidumbre asociada a las negociaciones en el marco del *Brexit*. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aún prevalecen las tensiones políticas en algunos países, así como condiciones económicas que seguirían influenciando las expectativas, entre las que destacan la exposición al aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América y la vulnerabilidad financiera de la economía china. En cuanto a los factores geopolíticos sobresale la posible intensificación de las tensiones existentes y del terrorismo, especialmente el conflicto bélico que pudiera desencadenarse entre Estados Unidos de América y Corea del Norte, factores que podrían afectar las actuales previsiones de crecimiento de la actividad económica a nivel mundial.

Se prevé que la economía mundial crezca 3.7% en 2017 y 3.9% en 2018, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%). En 2017, debido tanto al mejor desempeño esperado en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas crecerían 2.3%, superior al 1.7% de 2016, ante un mayor dinamismo de la actividad manufacturera y del comercio internacional, así como, de adecuados niveles de confianza del empresario y de los consumidores. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo el crecimiento para 2017 superaría al de 2016 y en 2018 al de 2017, apoyado por el impulso proveniente de las economías avanzadas, condiciones financieras aún benignas y el reciente fortalecimiento de la actividad económica en la República Popular China.

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico fue de 3.2% en el tercer trimestre de 2017, superior al registrado en el trimestre previo (3.1%). Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el resultado estuvo determinado por la contribución positiva del consumo privado, los inventarios, la inversión no residencial, de las exportaciones y del gasto del gobierno federal, parcialmente contrarrestada por la disminución de la inversión residencial y del gasto del gobierno a nivel estatal y local.

El ritmo de crecimiento, a pesar de los efectos de los desastres naturales (huracanes *Harvey* e *Irma*)

y la incertidumbre política, confirma la fortaleza de la actividad económica, respaldada por el repunte de la inversión y el aumento del consumo de los hogares, apoyado por condiciones financieras aún favorables, elevados niveles de confianza, aumento de la riqueza (como resultado de las ganancias en el mercado de valores y los precios más altos de las viviendas) y la mejora continua del mercado laboral (que se reflejó en una tasa de desempleo de 4.1% en diciembre).

En el contexto descrito, la Reserva Federal continuó avanzado con el proceso gradual de normalización de la política monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó la tasa de interés de fondos federales tres veces en 2017 (en marzo, junio y diciembre), 25 puntos básicos en cada ocasión, ubicándola en un rango entre 1.25% y 1.50%. En el horizonte de mediano plazo, aun cuando existe cierta incertidumbre respecto a la conducción de la política monetaria estadounidense, debido a los cambios de varios miembros del FOMC, incluido el presidente de la Reserva Federal³, el mercado prevé que prevalezca el enfoque gradual y predecible en el proceso de normalización de dicha política y anticipa que la tasa de interés objetivo de fondos federales podría registrar al menos tres incrementos a lo largo de 2018.

Por otra parte, la estrategia de reducción de la hoja de balance de la Reserva Federal inició en octubre del año pasado, con desinversiones mensuales de títulos por un monto de US\$10.0 millardos; lo cual, hasta el momento, no ha generado tensión en los mercados, dado que esta medida había sido comunicada con suficiente anticipación. Cabe indicar que dicha estrategia consiste en dejar de reinvertir mensualmente títulos del tesoro y activos respaldados por hipotecas (US\$6.0 millardos y US\$4.0 millardos, respectivamente), incrementando dicho monto trimestralmente hasta alcanzar US\$50.0 millardos mensuales (US\$30.0 millardos y US\$20.0 millardos, en su orden) en los primeros 12 meses de vigencia de la medida.

En cuanto a la política fiscal, esta mantuvo una postura moderadamente expansiva (durante el año fiscal que finalizó el 30 de septiembre de 2017). De hecho, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) reportó que el déficit presupuestario fue de 3.5% del PIB, por arriba del observado en 2016 (3.2%) y en 2015 (2.4%). A pesar

³ El presidente de Estados Unidos de América, Donald Trump, anunció la nominación de Jerome Powell como Presidente de la Reserva Federal, quien, de ser confirmado por el Senado, asumiría a partir del 4 de febrero de 2018. Cabe indicar que se espera que su nombramiento no modifique la continuidad de la política monetaria estadounidense.

de la controversia en torno a la propuesta de reforma fiscal promovida por la administración Trump, la nueva legislación tributaria fue aprobada por el Congreso el 20 de diciembre y promulgada por el presidente estadounidense el 22 de diciembre, con vigencia a partir del 1 de enero de 2018⁴. La CBO estima que la reforma tributaria aumentará el déficit fiscal en US\$1.5 billones en los próximos diez años, por lo que advierte que la deuda pública podría alcanzar su mayor nivel desde 1947 (97.5% del PIB en 2027).

Por otra parte, el congreso estadounidense tiene pendiente no solo la aprobación del presupuesto para 2018, sino también la tarea de alcanzar un acuerdo para incrementar o suspender nuevamente el techo de la deuda. En efecto, si bien a principios de septiembre, la Cámara de Representantes aprobó un paquete de apoyo para los damnificados por los desastres naturales (huracanes *Harvey* e *Irma*) y, además, suspendió temporalmente el techo de la deuda (hasta el 8 de diciembre de 2017)⁵, ello brindó un breve periodo de continuidad para las operaciones del gobierno federal, siendo insuficiente para generar un consenso político necesario para abordar los retos fiscales estructurales, por lo que queda pendiente alcanzar un acuerdo de mayor alcance, que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano y largo plazos.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería a un ritmo de 2.3% en 2017 y de 2.6% en 2018, apoyada por el incremento de la inversión y del consumo privado, en un ambiente en el que la incertidumbre sería elevada, dado que, aunque la reforma tributaria se aprobó a finales de 2017, la implementación del resto de medidas de

política económica anunciadas por el presidente Trump sigue siendo incierta.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 2.6% durante el tercer trimestre de 2017, superior al crecimiento registrado en el trimestre previo (2.4%). Dicha expansión sigue siendo impulsada por la demanda tanto interna como externa, la postura ampliamente acomodaticia de la política monetaria y la política fiscal moderadamente expansiva en algunas de las principales economías de la región. El consumo privado y la inversión, continúan siendo los principales motores del crecimiento económico, debido a la mejora en las condiciones del mercado laboral y a la mayor confianza del consumidor, en un entorno en el que el fortalecimiento progresivo de la demanda mundial respalda el crecimiento de las exportaciones. Los indicadores de la actividad económica son particularmente sólidos en Alemania, España y Francia, aunque el proceso de recuperación económica ha sido cada vez más generalizado en toda la región.

El panorama económico se ha fortalecido, debido a un mejor desempeño respecto del previsto, a la tendencia positiva de los indicadores de confianza y a la disminución de la incertidumbre política; no obstante, la agenda electoral pendiente, el *Brexit* y algunas vulnerabilidades financieras (especialmente en Italia y Grecia), junto con otros riesgos de índole geopolítica, continúan siendo motivo de preocupación. En ese marco, las previsiones apuntan a un crecimiento de la actividad económica de 2.4% para finales de 2017 y de 2.2% en 2018.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del tercer trimestre de 2017 se situó en 1.7%, inferior al registrado en el trimestre previo (1.9%). El modesto desempeño obedece a la desaceleración gradual en el gasto de los hogares desde mediados del año pasado, ante el débil incremento del ingreso real disponible, como consecuencia de la depreciación de la libra esterlina y de mayores niveles de inflación. En contraste, el aumento de las exportaciones y la ligera recuperación de la inversión, particularmente orientada al sector exportador, han contribuido a contrarrestar, parcialmente, la disminución del consumo de los hogares. En ese sentido, las perspectivas permanecen influenciadas por la respuesta de los agentes económicos a la

⁴ Los principales aspectos que contiene la reforma tributaria aprobada son: la disminución de la tasa impositiva para empresas de 35.0% a 21.0%; la eliminación del impuesto mínimo alternativo de las corporaciones de 20.0%; el mantenimiento del impuesto estatal (impuesto sobre herencias) en 40.0%, con un incremento en las exenciones de US\$5.5 millones a US\$11.2 millones; el mantenimiento de la estructura de la base impositiva individual (en siete rangos), con una reducción de las tasas (la del rango más alto de 39.7% a 37.0%); y el aumento de la deducción estándar para una persona de US\$6,350 a US\$12,000 y para parejas de US\$12,700 a US\$24,000.

⁵ El techo de la deuda fue suspendido en noviembre de 2015, en el marco de la Ley del Presupuesto del Gobierno Federal para el año fiscal 2016-2017, que tuvo vigencia hasta el 15 de marzo de 2017; fecha a partir de la cual el Departamento del Tesoro tomó medidas extraordinarias para no sobrepasar el referido límite; sin embargo, el espacio provisto por estas medidas se habría agotado a principios de octubre. Con la reciente suspensión, el Departamento de Tesoro nuevamente dispone de la capacidad de continuar utilizando las medidas extraordinarias hasta finales de marzo de 2018, pero de no lograrse un acuerdo antes de dicho mes, existe el riesgo de incumplir con el pago de obligaciones y, por ende, de la paralización del gasto en áreas no prioritarias, es decir, el cierre parcial del gobierno federal.

materialización del *Brexit*⁶, en especial por la compleja naturaleza de las negociaciones comerciales y migratorias con la Unión Europea. Se espera que la economía continúe desacelerándose en el corto plazo y registre un ritmo de crecimiento de 1.7% en 2017 y de 1.5% en 2018.

En Japón, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 2.5% en el tercer trimestre del año, levemente inferior a la del segundo trimestre (2.9%). Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, el resultado refleja el aumento de las exportaciones y la inversión privada no residencial, en tanto que el consumo de los hogares, el gasto público y la inversión privada residencial disminuyeron. El crecimiento de la economía japonesa continuaría apoyado por el mantenimiento de una política monetaria expansiva, el incremento de la inversión empresarial, relacionada con la organización de los Juegos Olímpicos de 2020, la evolución positiva del consumo privado y las exportaciones; no obstante, el estímulo fiscal y la contribución positiva del sector externo se reducirían en 2018, además de que los riesgos relacionados, principalmente, con la baja inflación, la inminente consolidación fiscal y los factores demográficos, siguen siendo importantes. Derivado de lo anterior, se anticipa una modesta tasa de crecimiento económico de 1.8% para 2017 y de 1.4% para 2018.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron fortaleciéndose, lideradas por el desempeño, por arriba de lo previsto, de la actividad económica de la República Popular China. Ese comportamiento se ha fundamentado además en las condiciones financieras internacionales aún benignas, el creciente dinamismo del comercio internacional, el mejor desempeño de las economías avanzadas y la recuperación de los flujos de capital. Sin embargo, ese fortalecimiento ha sido afectado, parcialmente, por un crecimiento menor al previsto en América Latina y el comportamiento ampliamente heterogéneo a nivel de países y regiones, especialmente en las economías dependientes de las exportaciones de materias primas; así como por fragilidades internas en algunos países del grupo.

⁶ Las negociaciones dieron inicio en junio de 2017, luego de que Reino Unido invocara el artículo 50 del Tratado de Lisboa el 29 de marzo, lo cual dio inicio al proceso formal para su salida del bloque, que según el referido artículo, debe hacerse en un plazo no mayor de dos años. El pasado 8 de diciembre concluyó la primera fase de negociaciones, centrada en garantizar los derechos de los ciudadanos europeos que viven en el Reino Unido y de los británicos que viven en Europa; en evitar una frontera muy estricta entre Irlanda e Irlanda del Norte; y en el compromiso del gobierno británico de pagar un importe de entre €40.0 y €60.0 billones por su salida de la Unión Europea; cuyos acuerdos fueron aprobados por el Consejo Europeo durante la Cumbre Europea celebrada el 14 y 15 de diciembre de 2017.

Este conjunto de países sigue registrando tasas de crecimiento superiores a las de las economías avanzadas, aunque el ritmo de crecimiento se mantiene por debajo del observado en los años previos a la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009. Destaca, particularmente, el dinamismo en el crecimiento tanto de India como de la República Popular China, así como los casos de Rusia y Brasil que abandonaron la recesión que experimentaron en los años previos. Es importante destacar que la mayoría de economías de este conjunto de países enfrentan importantes riesgos, los cuales se asocian, principalmente, a la previsión de condiciones financieras más restrictivas, a la potencial introducción de barreras al comercio y a la inversión internacional, al retroceso de los precios de las materias primas y a las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, así como a la intensificación de las tensiones geopolíticas.

En la República Popular China, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.8% durante el cuarto trimestre de 2017, igual a la observada en el trimestre previo. Ello confirma que el desempeño sigue siendo robusto, tras el impulso más fuerte de lo esperado en el primer semestre del año, reflejo del apoyo de la política fiscal y de la mejora del entorno externo. Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico del tercer trimestre estuvo influenciado por el aumento de la inversión, la aceleración en el crecimiento de las exportaciones y el sólido desempeño de las ventas minoristas. Este resultado es congruente con el objetivo de crecimiento económico que la Asamblea Nacional Popular anunció en marzo del año pasado (alrededor de 6.5% para 2017), por lo que el proceso de desaceleración previsto en el marco de la agenda económica, que busca reequilibrar el modelo de crecimiento económico, resultaría más gradual al esperado. No obstante, los riesgos a la baja para la economía china siguen siendo relevantes, por lo que se espera que prevalezca una postura de la política monetaria prudente con cierto sesgo restrictivo, orientada a reducir las vulnerabilidades financieras. En efecto, las autoridades de gobierno, en la Conferencia Nacional de Trabajo Financiero, realizada en julio pasado, reiteraron su compromiso con el fortalecimiento de la estabilidad financiera en el corto plazo, por lo que es factible que se continúen ampliando los esfuerzos en este ámbito, en particular un endurecimiento de las condiciones de liquidez y la implementación de medidas macroprudenciales que permitan reducir los riesgos financieros del exceso de deuda privada y del *shadow banking* (banca sombra

o paralela)⁷, lo cual podría moderar el ritmo de crecimiento económico en el mediano plazo.

En Rusia, la actividad económica se expandió por cuarto trimestre consecutivo, al registrar un ritmo de crecimiento de 1.8% en el tercer trimestre del año. Este resultado, sin embargo, fue menor al del trimestre previo (2.5%), reflejo de la moderación en la inversión. De acuerdo con el Banco Central de Rusia, la economía continuaría recuperándose en los próximos trimestres, apoyada por la dinámica favorable de la inversión y por el aumento del consumo de los hogares, el cual está siendo impulsado por el incremento en los salarios reales, la mejora en los niveles de confianza y la flexibilidad gradual de las condiciones crediticias. No obstante, la consolidación del proceso de recuperación requerirá de políticas de índole estructural por parte del gobierno que hagan frente a los desafíos asociados a las sanciones comerciales internacionales aún vigentes⁸, la baja productividad y la dependencia en la producción de petróleo y de gas.

En América Latina, la actividad económica continúa recuperándose de la contracción que registró el año previo (caída del producto de Venezuela, Brasil y Argentina, principalmente) apoyada por el mejor desempeño del sector externo, ante la mejora de la demanda mundial, la mayor flexibilidad de las políticas monetarias, la evolución positiva de los mercados financieros locales, así como por el impulso en la inversión en infraestructura en países como Argentina, Colombia y Perú. No obstante, la moderación de los precios de algunas de las materias primas exportadas por la región, las tensiones políticas internas en varios países, la debilidad de la demanda interna y el retraso en proyectos de inversión, ha propiciado que el proceso de recuperación sea más lento de lo previsto. A nivel de países, el desempeño sigue siendo heterogéneo y aunque los riesgos para las previsiones de crecimiento se han moderado para el caso de la demanda externa, continúan acentuándose para la demanda interna, por lo que dichos riesgos permanecen sesgados a la baja. Por el lado externo, destacan la posibilidad de cambios en las políticas económicas estadounidenses (especialmente en

materia comercial y migratoria) y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales; mientras que, por el lado interno, sobresale la inestabilidad política derivada de los procesos electorales en algunos países, los bajos niveles de confianza empresarial y los posibles retrasos de la inversión en infraestructura, factores que podrían deteriorar el proceso de recuperación económica.

En Brasil, la recuperación de la actividad económica siguió consolidándose, registrando un crecimiento de 1.4% en el tercer trimestre de 2017, luego de la leve expansión del segundo trimestre (0.4%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al aumento del consumo privado y de las exportaciones, en tanto que la inversión y el gasto de gobierno se redujeron. El repunte del consumo refleja la mejora en el ingreso de los hogares, influenciada por la reducción de la inflación, la política monetaria expansiva (en contraste con la política fiscal contractiva) y la reducción del desempleo. Dichos factores, aunados al desempeño positivo de las exportaciones, ante la mejora de los términos de intercambio y la mayor demanda externa, contribuyeron a que la economía brasileña siguiera recuperándose, aunque a un ritmo moderado, dado que la mayor incertidumbre política sigue representando una restricción importante para la inversión. Adicionalmente, la moderación de los precios de las materias primas y los problemas de consolidación fiscal, a pesar de los ajustes ya realizados⁹, continúan siendo factores de riesgo para las previsiones de crecimiento económico.

En México, luego de un mejor desempeño de lo previsto en el primer semestre, el crecimiento económico fue de 1.6% durante el tercer trimestre del año, inferior al registrado en el trimestre previo (1.8%), asociado, principalmente, a la moderada expansión del consumo, el impacto negativo de los desastres naturales (terremotos y huracanes) y una reducción en la producción petrolera. Si bien se espera que el inicio de las labores de reconstrucción y la ayuda a los damnificados tengan un efecto favorable en el desempeño económico del cuarto trimestre, el moderado crecimiento del consumo privado y la persistente debilidad de la inversión, continuarían traduciéndose en un menor ritmo de crecimiento. De hecho, la reducción en los salarios reales (debido al aumento de la inflación), el endurecimiento de la política monetaria y la contracción de la inversión pública, podrían afectar el desempeño de la demanda interna; en tanto que el mayor dinamismo del sector externo, apoyado por el fortalecimiento gradual de la actividad económica a

⁷ Se refiere a las entidades que realizan una función de intermediación financiera (captar depósitos y otorgar créditos), pero fuera del sistema bancario regulado.

⁸ En julio de 2017, Estados Unidos de América impuso un nuevo paquete de sanciones contra Rusia e incrementó las restricciones a terceros países para hacer negocios con empresas rusas. Asimismo, en diciembre de 2017, la Unión Europea prorrogó sus sanciones económicas impuestas a ciertos sectores de la economía rusa, hasta el 31 de julio de 2018. Estas medidas, aplicadas desde 2014 en respuesta a la anexión de Crimea, podrían afectar los niveles de inversión y, por tanto, comprometer la recuperación económica en el largo plazo.

⁹ En particular, la aprobación de la ley que impone un techo al gasto público y el aumento de los impuestos a los combustibles.

nivel mundial, constituiría uno de los principales motores del crecimiento económico en el corto plazo. No obstante, cabe indicar que existen dos factores de riesgo relevantes, el primero, relacionado con preocupaciones en torno a la relación comercial con Estados Unidos de América, luego de que las renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) se deterioraran en la cuarta ronda¹⁰ y, el segundo, derivado de la incertidumbre alrededor de las elecciones presidenciales de 2018.

En Centroamérica, la actividad económica continúa mostrando un desempeño favorable, respaldado, en buena medida, por la demanda interna, en particular por el consumo privado, que ha sido beneficiado por el mayor ingreso disponible, producto, en parte, del aumento de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras) y de la mejora en el ingreso de los hogares, en un ambiente de baja inflación. El panorama económico sigue siendo positivo, sustentado en la expansión del consumo privado y del aumento de las exportaciones, ante la creciente demanda externa, en particular de Estados Unidos de América, el principal socio comercial de la región. No obstante, la inversión sigue siendo limitada, particularmente en infraestructura y algunas economías enfrentan importantes restricciones fiscales, en un momento en el que el crecimiento económico está expuesto al cambio de las condiciones externas, lo cual se asocia, por un lado, al potencial aumento de las tasas de interés y de los precios de los combustibles, aunque más graduales a lo anticipado y, por el otro, a la materialización de nuevas políticas comerciales, migratorias y de inversión, así como de cooperación técnica y financiera, por parte de Estados Unidos de América.

¹⁰ El proceso formal de renegociación inició el 16 de agosto y comprenderá siete rondas que concluirían durante el primer trimestre de 2018 (las primeras cinco rondas tuvieron lugar del 16 al 20 de agosto, del 1 al 5 de septiembre, del 23 al 27 de septiembre, del 11 al 17 de octubre y del 17 al 21 de noviembre). Los aspectos que han generado mayor discusión en la mesa de negociación son: las reglas de origen, los mecanismos de resolución de controversias (capítulo 19) y temas laborales y ambientales. El deterioro en la cuarta ronda de negociación obedeció a que Estados Unidos de América, además de enfatizar la intención de reducir su déficit comercial, planteó algunas propuestas que resultaron inaceptables para sus contrapartes, en particular, la inclusión de una cláusula de extinción cada cinco años, a menos que los tres países acuerden la extensión del tratado; la introducción de contenido específico estadounidense en la producción automotriz (de 50%) y el aumento del contenido de América del Norte a 85% (actualmente en 62.5%); límites en el alcance de los otros dos países para ofertar por contratos del gobierno estadounidense; y la eliminación del capítulo 19 de solución de controversias en un panel independiente. Cabe indicar que, para analizar las diferencias que han surgido, se decidió extender el plazo entre rondas restantes, con un cierre previsto de negociaciones en marzo de 2018.

2. Mercados financieros internacionales

A lo largo de 2017, los mercados financieros internacionales mantuvieron una dinámica positiva, con niveles de volatilidad históricamente bajos, a pesar de la persistente incertidumbre política, especialmente en las economías avanzadas, así como los crecientes riesgos geopolíticos. El desempeño de dichos mercados pareciera haber respondido al aumento del apetito por riesgo, atribuido, en buena medida, a la mejora en el entorno económico mundial, a las expectativas de que el proceso de normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales seguirá siendo gradual y a la mayor confianza de los inversionistas. En efecto, aun cuando la aversión al riesgo aumentó en algunos episodios (ante las preocupaciones en torno a las elecciones presidenciales en Europa, la agenda política del presidente estadounidense y la intensificación del conflicto entre Corea del Norte y Estados Unidos de América), las tensiones financieras continuaron relativamente contenidas.

La persistencia de importantes fuentes de incertidumbre no permite descartar la posibilidad de que se produzcan episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, en particular por las medidas de política que podrían implementarse en Estados Unidos de América, el proceso de negociaciones del *Brexit*, la situación de los sistemas bancarios en Grecia e Italia, la volatilidad de los precios de las materias primas (principalmente del petróleo) y la tensa situación geopolítica mundial. Lo anterior, aunque no ha detenido la tendencia al alza de los principales índices accionarios, ha moderado, en cierto grado, el optimismo de los inversionistas, propiciando correcciones en la dinámica de los precios de los activos, las cuales podrían aumentar si la información adicional sobre las perspectivas económicas y los acontecimientos en el panorama político a nivel mundial no fuera positiva.

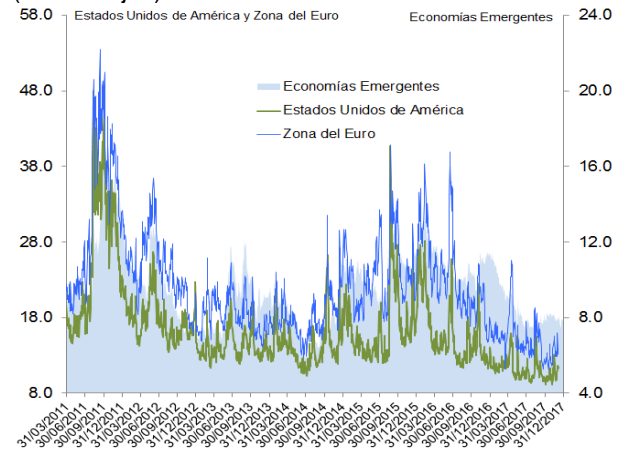
En las economías avanzadas, los precios de las acciones han aumentado significativamente, en la medida en que se moderaron algunos riesgos en el entorno político. En Estados Unidos de América, los precios de las acciones continuaron al alza, incluso llegando a nuevos máximos históricos, ante los sólidos resultados corporativos y las mejores perspectivas de crecimiento económico. En Europa, a pesar del retroceso temporal que registraron los precios de las acciones entre mediados de mayo y agosto, debido al débil desempeño del sector exportador, ante la apreciación del euro, ha prevalecido la tendencia al alza, influenciada por la evidencia de que las condiciones económicas de la región han mejorado.

Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas permanecen en niveles bajos, aunque cercanos a los observados a finales de 2016, luego de los resultados de las elecciones presidenciales estadounidenses, como resultado de las expectativas de un aumento moderado de la inflación, el desempeño económico positivo y el avance gradual de la normalización de la política monetaria; por lo que, se espera que dichos rendimientos sigan reflejando las expectativas de inflación y de crecimiento económico, la percepción de riesgo y la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el comportamiento de los mercados financieros se ha caracterizado por la recuperación sostenida de los flujos de capital, así como por la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense, impulsado por la mayor demanda por activos riesgosos, tanto de renta fija como variable, asociada a tasas de interés aún bajas, reducida volatilidad y mejores condiciones económicas. En América Latina, si bien los mercados bursátiles experimentaron una tendencia positiva y baja volatilidad, reflejando no solo los factores antes mencionados, sino también la recuperación gradual de la actividad económica y el mejor desempeño de la economía china; algunos mercados fueron afectados por la incertidumbre en el entorno político interno, destacando el caso de Brasil. Las condiciones financieras continuaron siendo benignas, a pesar de que la dinámica de los activos de la región, incluido el desempeño de sus monedas, permanece condicionada al posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial, a la evolución de los precios de las materias primas y a los riesgos relativos a las relaciones comerciales con Estados Unidos de América, lo cual es particularmente relevante para México.

Gráfica 1

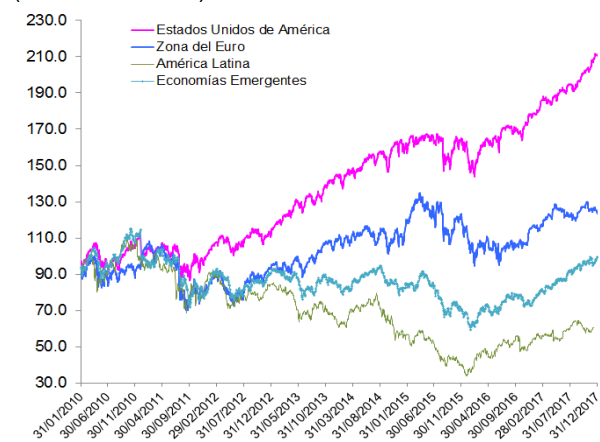
Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2) 2011-2017 (Porcentajes)



(1) Al 31 de diciembre de 2017.
 (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) 2010-2017 (Base 2010=100)



(1) Al 31 de diciembre de 2017.
 (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

A lo largo de 2017, los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación de Guatemala presentaron comportamientos mixtos. El precio del petróleo mostró un aumento, en términos acumulados, de 12.5% y el precio del trigo, de 4.7%.

Por el contrario, el precio del maíz amarillo registró una reducción, en términos acumulados, de 0.5%. En términos de precios promedio, en 2017 los precios de las referidas materias primas fueron superiores a los observados el año anterior.

a) Petróleo y gasolinas

El precio internacional del petróleo presentó un comportamiento al alza a lo largo de 2016, que se extendió hasta los primeros dos meses de 2017, ante la expectativa del reequilibrio en el mercado de crudo, reforzada, en parte, por el congelamiento de los niveles de producción acordado por la OPEP y otros once importantes países productores, incluidos Rusia y México, a finales de 2016. No obstante, entre marzo y junio, el incremento observado en los inventarios mundiales del crudo, como resultado de los mayores niveles de producción, particularmente en Estados Unidos de América, ejerció una presión a la baja, al generar expectativas de que la estrategia de la OPEP para estabilizar los precios en el mercado no tendría los resultados deseados, aun cuando en mayo el acuerdo se prorrogó por nueve meses más (hasta marzo de 2018).

Posteriormente, entre finales de octubre y diciembre, los precios del petróleo se incrementaron, reflejo del aumento de la demanda mundial, del alto nivel de cumplimiento de las cuotas de producción establecidas en el acuerdo de la OPEP y la reciente decisión de extenderlo hasta finales de 2018¹¹, así como de la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente.

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 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

La producción de los países miembros de la OPEP y del resto de países suscritos al acuerdo de congelamiento de producción, principalmente Rusia, ha estado sujeta a los niveles establecidos. Durante el primer semestre del año, la OPEP alcanzó un cumplimiento promedio de más de 90% y si bien entre julio y agosto este se debilitó notablemente (79%), debido al aumento en la producción en Arabia Saudita, para cubrir la creciente demanda interna en los meses de verano, luego de haber efectuado importantes recortes para compensar el menor cumplimiento de otros países; desde entonces, se ha estabilizado, registrando un promedio de cumplimiento de 86% a septiembre¹². En Libia y Nigeria, países miembros de la OPEP pero que no forman parte del acuerdo, la producción continúa recuperándose, apoyada por la disminución de las interrupciones del suministro; lo cual ha contribuido para que la producción conjunta de la OPEP se sitúe por arriba del nivel objetivo entre junio y octubre¹³, aunque en menor medida en comparación con años anteriores.

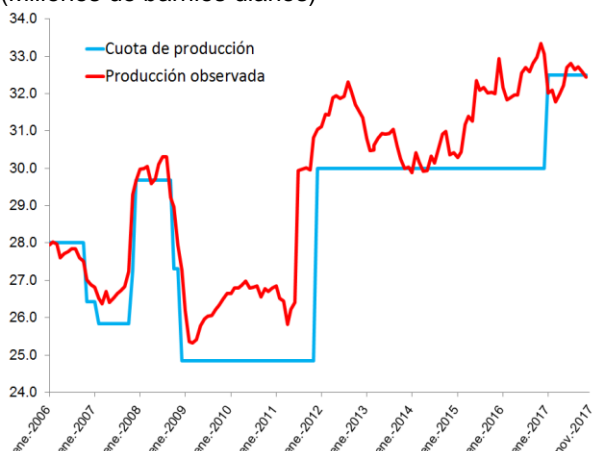
¹¹ También acordaron revisar el acuerdo en junio de 2018, lo que les permitiría reaccionar rápidamente si las condiciones del mercado cambian en los próximos meses.

¹² Por su parte, Rusia ha disminuido su producción promedio en más de 0.25 millones de barriles diarios (mdb), del nivel de la línea base de octubre de 2016 (11.6 mdb), lo que equivaldría a más del 100% del recorte acordado.

¹³ Recientemente Libia y Nigeria acordaron mantener su producción en los niveles de 2017.

Gráfica 4

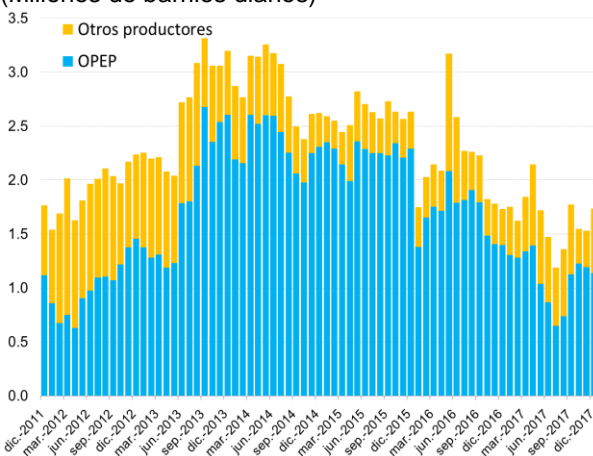
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)
(Millones de barriles diarios)



(1) Con información preliminar a noviembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

Gráfica 5

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



(1) Con información preliminar a diciembre de 2017.
Fuente: Administración de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

En contraste, la producción en los países no pertenecientes a la OPEP y que no forman parte del acuerdo, mantiene su tendencia al alza. En Estados Unidos de América, la producción de crudo, particularmente de esquisto (*shale oil*), continuó incrementándose, ante la mayor eficiencia en dicho proceso y al aumento, aunque recientemente más moderado, del número de plataformas petroleras activas, que a finales de diciembre se ubicó en alrededor de 929, casi 42% más de las que estaban activas el año anterior (658 plataformas). Cabe indicar que el huracán *Harvey* habría afectado la

producción solo de manera temporal, al obligar el cierre de varias plataformas en la costa del Golfo de México, aunque la mayoría de cierres se hicieron por precaución o en respuesta a las interrupciones en la refinería y el transporte, en lugar de interrupciones por daños en los pozos, lo que permitió una rápida normalización de la producción y un efecto limitado en el precio del petróleo, principalmente asociado a la reversión transitoria en la demanda de crudo por parte de las refinerías.

Ante ese escenario, el precio del petróleo, aunque con cierta volatilidad, recientemente ha alcanzado cotizaciones por arriba de US\$60.00 por barril, su valor más alto desde mediados de 2015, reflejando la estrecha brecha existente en el mercado de crudo, a medida que la creciente demanda mundial y los recortes en la producción por parte de la OPEP, eliminan gradualmente el excedente de oferta, lo que, en parte, ha contribuido a la disminución de las existencias mundiales, aunque desde niveles históricamente elevados.

La firma *IHS Energy*, con cifras a diciembre, prevé que en 2017 la producción mundial de petróleo se situaría en 97.8 mbd, mayor en 0.8 mbd respecto a la registrada en 2016. Anticipa también que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 98.2 mbd, superior en 1.8 mbd a la de 2016, apoyada, por las perspectivas de crecimiento mundial. Lo anterior evidenciaría un resultado entre la oferta y la demanda mundial de crudo levemente negativo (0.4 mbd) al finalizar el año, en contraste con el superávit de 0.6 mbd registrado en 2016.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2016-2017
(Millones de barriles diarios)

Descripción	2016 ^(a)	2017 ^(b)	Variación 2017/2016
Oferta	97.0	97.8	0.8
Demanda	96.4	98.2	1.8
Balance (oferta - demanda)	0.6	-0.4	-----

(a) Cifras preliminares.

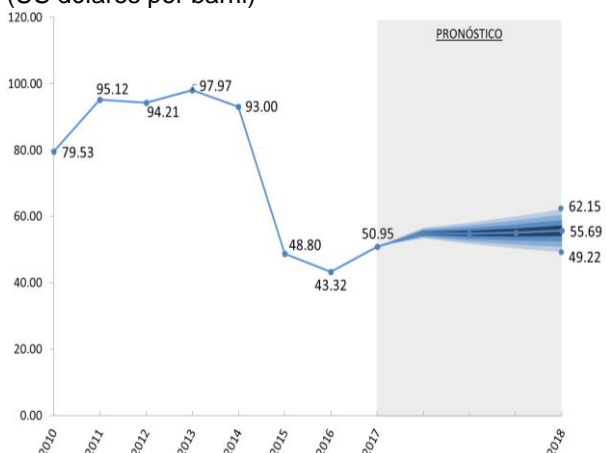
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: *IHS Energy*, diciembre de 2017.

El precio promedio se situó en US\$50.95 por barril en 2017 y su proyección, en el escenario base, presenta una moderada tendencia al alza para el próximo año, previéndose que se ubique en US\$55.69 por barril en 2018, en ambos casos, superiores al precio promedio observado en 2016 (US\$43.32 por barril), pero inferiores a los precios promedio observados entre 2010 y 2014.

Gráfica 6

Precio Promedio Internacional del Petróleo Observado y Pronósticos (1) (US dólares por barril)



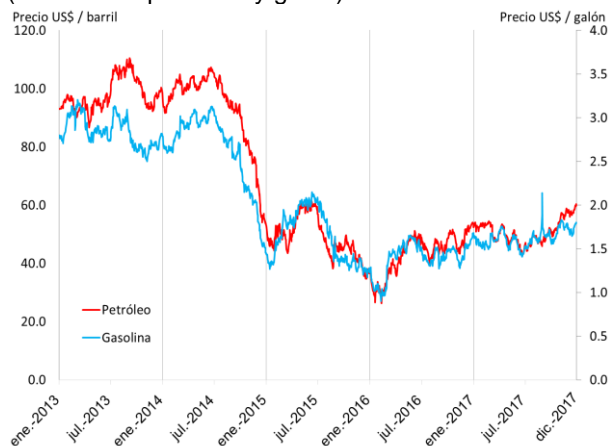
(1) Con información al 31 de diciembre de 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

Con relación al precio internacional de la gasolina, este presentó un comportamiento congruente con el del petróleo, con excepción del alza transitoria registrada a finales de agosto, ante la interrupción que sufrió la actividad de refinamiento en la costa del Golfo de México por el huracán *Harvey*, la cual generó preocupaciones en torno al suministro de combustible, elevando el precio a su nivel máximo de los últimos dos años; sin embargo, esto se revirtió rápidamente, ante los altos niveles de las existencias de gasolina, la suspensión temporal de algunas regulaciones sobre la calidad del combustible y el restablecimiento gradual de las operaciones de las refinerías, así como la disminución en la demanda por la finalización de la temporada de vacaciones.

Gráfica 7

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



(1) Con información al 31 de diciembre de 2017.

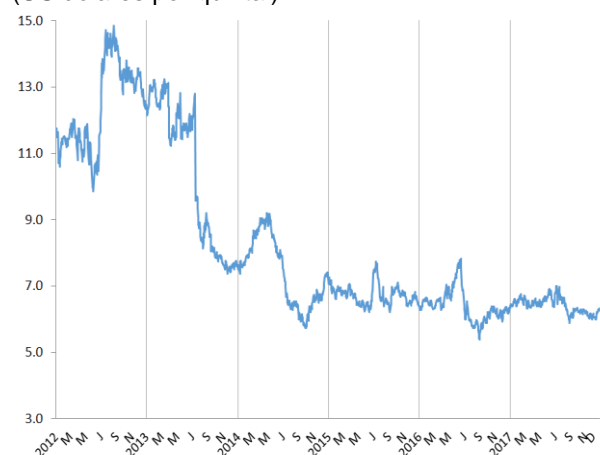
Fuente: *Bloomberg*.

b) Maíz amarillo y trigo

A diciembre, el precio internacional del maíz amarillo registró una disminución respecto de lo observado a finales de 2016. Si bien durante el primer semestre del año mostró una moderada tendencia al alza, explicada, en buena medida, por la mayor demanda mundial del grano; esta se revirtió desde finales de julio, ante la expectativa de que las condiciones climáticas favorables en las principales regiones productoras en Estados Unidos de América beneficiaría el desempeño de los cultivos, lo que, junto al incremento esperado en la producción en América del Sur (Argentina, principalmente), contribuiría a que la reducción en la producción y los suministros mundiales del grano prevista para la cosecha actual fuera menor a la anticipada previamente.

Gráfica 8

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

El Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) prevé que la producción mundial para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 1,044.6 millones de toneladas métricas (mtm), inferior a la registrada en la cosecha previa (1,076.0 mtm), debido a la disminución esperada en la producción de Estados Unidos de América, Sudáfrica y la República Popular China. Adicionalmente, anticipa que la demanda mundial alcance 1,066.7 mtm, levemente superior a la del año previo (1,062.2 mtm). Finalmente, estima que el nivel de inventarios disminuiría de 228.7 mtm a 206.6 mtm, reflejando, principalmente, una reducción en las existencias de la República Popular China. Como resultado de lo anterior, el precio promedio del grano se ubicó en US\$6.42 por quintal en 2017,

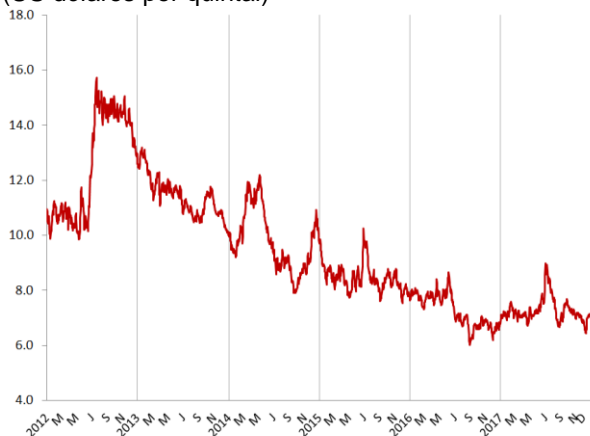
levemente por arriba del observado en 2016 (US\$6.40 por quintal), mientras que su pronóstico evidencia un alza moderada, dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$6.69 por quintal en 2018.

En cuanto al precio internacional del trigo, este mostró un comportamiento relativamente estable hasta finales de mayo, con un ligero sesgo al alza; no obstante, entre junio y julio registró un incremento sustancial, relacionado con las crecientes preocupaciones en torno a las condiciones climáticas adversas, que en ese momento se previeron en las principales zonas productoras estadounidenses, efecto que posteriormente se disipó, a medida que se revisaron al alza los niveles de inventarios mundiales, dada la mejora en la producción en la región del Mar Negro (especialmente Rusia) e India. En septiembre, las preocupaciones en torno a condiciones climáticas desfavorables en Estados Unidos de América y, en menor medida, en Argentina y Australia, presionaron nuevamente al alza el precio internacional, aunque esto tendió a moderarse en octubre y mediados de diciembre, ante los mejores resultados de la cosecha estadounidense y las fuertes exportaciones de Rusia.

entre la cosecha previa y la actual, resultado del incremento en la República Popular China, Rusia y la Unión Europea. Por su parte, el precio medio del cereal se situó en US\$7.26 por quintal, ligeramente por debajo del registrado en 2016 (US\$7.27 por quintal), mientras que su pronóstico refleja un leve aumento, ubicándose, en el escenario base, en US\$7.46 por quintal en 2018.

Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

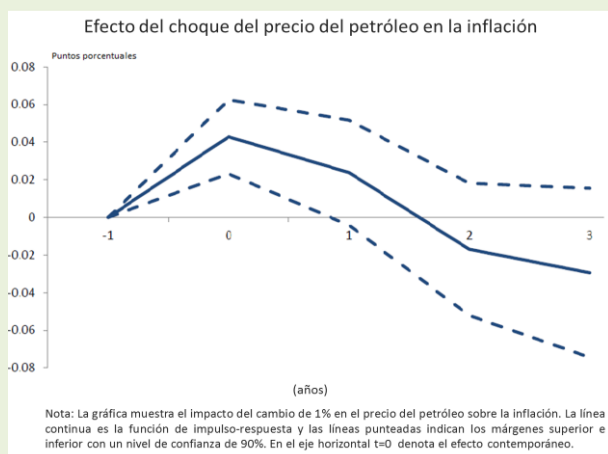
El USDA prevé que la producción para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 757.0 mtm, ligeramente por arriba del nivel récord de la cosecha del año anterior (750.4 mtm), ante la mayor producción esperada en la India, Rusia y la Unión Europea; mientras que estima que la demanda sería de 741.7 mtm, superior a la observada el año anterior (739.4 mtm). Por lo anterior, anticipa que el nivel de inventarios aumentaría de 252.7 mtm a 268.0 mtm

RECUADRO 1
PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DINÁMICA INFLACIONARIA:
EVIDENCIA DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES

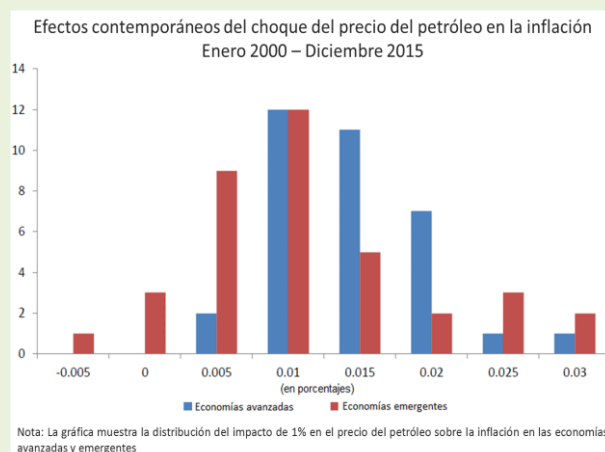
El estudio de la relación existente entre el precio del petróleo y la inflación siempre ha sido relevante, tanto para los académicos como para los formuladores de política, en especial en los últimos años, considerando la volatilidad que ha registrado el precio internacional del crudo. En particular, la comprensión del vínculo entre los cambios del precio internacional del petróleo y la inflación es importante para el adecuado manejo de la política monetaria.

En ese contexto, economistas del Fondo Monetario Internacional (Choi, *et al.*, 2017), realizaron un análisis de la referida relación, utilizando un modelo econométrico de datos de panel con información de 72 economías tanto avanzadas como de mercados emergentes y en desarrollo, en el cual evaluaron la influencia del precio del petróleo sobre la inflación en cada una de estas economías durante el periodo de 1970 a 2015.

En términos generales, los autores determinaron que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo y la inflación de los países analizados, destacando tres hallazgos fundamentales. El primero, utilizando el periodo completo de estudio (1970-2015), encontraron que un aumento de 1.0% en el precio internacional del petróleo tiene un efecto en la inflación, en promedio, de 0.04% de manera contemporánea, el cual se desvanece luego de dos años. Adicionalmente, demuestran que el referido efecto es similar tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Por otra parte, los autores establecieron que el impacto de un choque en el precio del petróleo sobre la inflación tiende a ser asimétrico, dado que los choques positivos en el precio del petróleo tienen un efecto mayor que los choques negativos.



El segundo hallazgo se relaciona con el análisis del impacto del precio internacional del petróleo sobre la inflación en dos periodos distintos (1970-1992 y 1993-2015). Los resultados mostraron que el efecto de un choque en el precio del petróleo sobre la inflación es tres veces mayor en el primer periodo que en el segundo, lo que implica que el impacto de las fluctuaciones del precio internacional del petróleo sobre la inflación ha disminuido significativamente en el tiempo, resultado que se explica, según los autores, fundamentalmente por los avances en materia de conducción de la política monetaria, en especial, en los países que utilizan el esquema de metas explícitas de inflación, dado que mediante una comunicación efectiva, los bancos centrales han logrado anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, permitiendo que los choques de oferta provenientes de las fluctuaciones en el precio internacional del petróleo se consideren temporales por parte de los agentes económicos.



El tercer hallazgo, evaluando los canales de transmisión de las variaciones del precio internacional del petróleo sobre la inflación en un horizonte de tiempo más cercano (2000-2015), los autores encontraron que existe una marcada heterogeneidad en la magnitud del choque para cada grupo de países. En efecto, como se muestra en la gráfica anterior, la distribución del efecto contemporáneo de un aumento de 1.0% en el precio internacional del petróleo sobre la inflación, es más heterogéneo entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas. Asimismo, determinaron que los principales factores que explican dicha heterogeneidad se asocian, principalmente, a la ponderación del rubro de transporte en la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cada país y a los subsidios a la energía que prevalecen en algunas economías.

Fuente: Sangyup Choi, Davide Furceri, Prakash Loungani, Saurabh Mishra y Marcos Poplawski-Ribeiro (2017). "Oil Prices and Inflation Dynamics: Evidence from Advanced and Developing Economies". Fondo Monetario Internacional. Working Paper WP/17/196. Septiembre.

4. Inflación y política monetaria

La inflación mundial, en términos generales, después del repunte registrado entre finales de 2016 y principios del año pasado, se mantuvo moderada, reflejando cierta estabilidad en los precios de las

materias primas, en particular del petróleo y de algunos alimentos. En las economías avanzadas, la inflación permaneció moderada, en la mayoría de los casos ubicándose por debajo de sus respectivas metas, en un contexto de presiones salariales leves, a pesar del mejor desempeño en el mercado de

trabajo (particularmente, en Estados Unidos de América, Japón y Alemania), situación que moderó la probabilidad de un endurecimiento más acelerado de las condiciones monetarias, por lo que el ritmo del proceso de normalización de la referida política continúa siendo más gradual con relación a los ciclos anteriores. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el ritmo inflacionario se desaceleró, ante la relativa fortaleza de sus monedas frente al dólar estadounidense y la estabilidad en los precios del petróleo, permitiendo que la política monetaria se haya tornado más acomodaticia en algunos países.

En Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en 2.11% en diciembre, ligeramente por arriba del objetivo de la Reserva Federal (FED). No obstante, esta estima que las recientes presiones inflacionarias son reflejo de algunos choques temporales de oferta, como las interrupciones de la cadena de suministros de combustibles, tras los daños ocasionados por el huracán *Harvey*. Lo anterior, sugiere que el ritmo de ajuste de la política monetaria continuaría siendo gradual, a pesar de la evolución favorable del mercado laboral. De hecho, el FOMC aumentó la tasa de interés de fondos federales tres veces en 2017, dos durante el primer semestre (en marzo y junio) y una en el segundo semestre (en diciembre), ubicándola en un rango entre 1.25% y 1.50%, como anticipaban los mercados. Por otra parte, la FED ha manifestado que el proceso de normalización de la política monetaria resulta apropiado en el contexto actual, confirmando la intención de mantener un enfoque gradual y predecible, por lo que se espera que la cautela y una comunicación clara y oportuna sobre la postura de la política monetaria (*forward guidance*), continúe teniendo un papel central en dicho proceso, a efecto de evitar una sobre-reacción en los mercados. Asimismo, la Reserva Federal inició el programa de reducción de su hoja de balance en octubre. En ese contexto, las expectativas del mercado anticipan que, muy probablemente, se observarían al menos tres incrementos en la tasa de interés objetivo de fondos federales durante 2018.

En la Zona del Euro, la inflación registró una desaceleración en diciembre, situándose en 1.35%, por debajo de la meta de 2.0% del Banco Central Europeo (BCE). Este resultado refleja, principalmente, el aumento de los precios de los productos energéticos. En su reunión de diciembre, el BCE decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0.00%; además, confirmó que, según lo dispuesto en octubre, el programa de compras de activos continuará hasta septiembre de 2018, a un ritmo mensual de compras de €30.0 millardos a partir de enero (€60.0 millardos hasta diciembre de 2017). De acuerdo al BCE, la inflación seguirá convergiendo

gradualmente hacia el nivel objetivo de mediano plazo, apoyado por una expansión económica; no obstante, ha manifestado que todavía será necesario un grado sustancial de apoyo de la política monetaria para que las presiones inflacionarias, principalmente las subyacentes, se incrementen de forma sostenida alrededor del objetivo, por lo que se espera que la tasa de interés de dicha política permanezca en los niveles actuales por un periodo prolongado y de ser necesario podría ampliar en términos de monto y duración el programa de compra de activos.

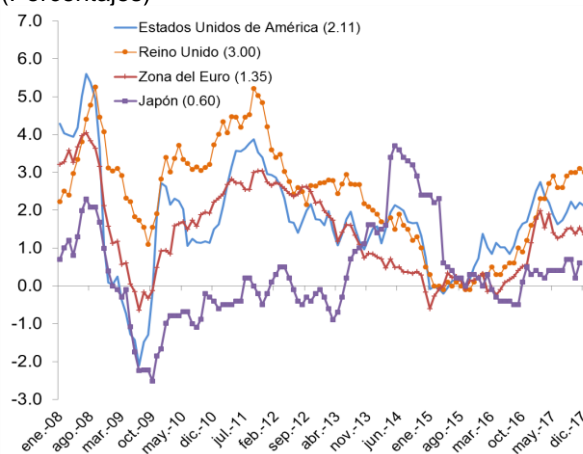
En el Reino Unido, la inflación presentó una tendencia al alza desde el segundo semestre de 2016, ubicándose en 3.00% en diciembre, por arriba de la meta del Banco de Inglaterra (2.0%). Este incremento se asoció, principalmente, al efecto traspaso de la depreciación de la libra esterlina a los precios internos. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, es probable que la inflación haya alcanzado su punto máximo, con lo cual empezaría a converger hacia el nivel objetivo en el mediano plazo; consecuentemente, luego de aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (ubicándola en 0.50%) en noviembre, el Comité de Política Monetaria decidió no cambiarla en su reunión de diciembre y mantener la compra de bonos corporativos con sus reservas internacionales hasta por £10.0 millardos y la de bonos del gobierno británico en £435.0 millardos.

En Japón, la tasa de inflación se ubicó en 0.60% en noviembre, por debajo del objetivo de 2.0% del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés), ante el aumento moderado en los precios internos de la energía con respecto al año anterior. El BOJ en su reunión de política de octubre, previó un retraso en la convergencia de la inflación a la meta, sugiriendo que esto ocurriría hasta en 2019, lo cual permite descartar la posibilidad de que el BOJ empiece a considerar la normalización de su política monetaria en el corto plazo. En efecto, en su reunión de diciembre, el BOJ decidió continuar con el programa de estímulo monetario denominado "Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa con Control de la Curva de Rendimiento" implementado desde septiembre de 2016, el cual implica el control, por un lado, sobre las tasas de interés de corto plazo, mediante la tasa de interés de política monetaria en niveles en torno a -0.10% y, por el otro, sobre las tasas de interés de largo plazo, mediante la compra de bonos a 10 años del gobierno japonés a un ritmo anual de ¥80.0 billones (US\$698.0 millardos), para mantener los rendimientos de dichos bonos en torno a 0.00%. En cuanto a la compra de otros activos, el Comité estableció que el BOJ comprará Fondos Cotizados en Bolsa (ETF, por sus siglas en inglés), y Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces de Japón (J-REIT, por sus siglas en inglés), de manera que sus montos

aumenten a ritmos anuales de alrededor de ¥6.0 billones (US\$52.4 millardos) y ¥90.0 millardos (US\$785.3 millones), respectivamente.

Gráfica 10

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2008-2017
(Porcentajes)



(1) Datos a diciembre de 2017. Japón a noviembre.
Fuente: Bancos centrales.

La inflación en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tendió a moderarse en todas las regiones, particularmente en algunas de las principales economías de América Latina y en los países emergentes de Asia. En efecto, en el caso de los países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación de América Latina, con excepción de México, el ritmo inflacionario continuó desacelerándose en los meses recientes, como resultado de las menores presiones de oferta, la relativa fortaleza de sus monedas y la debilidad de la demanda interna, lo cual ha permitido que algunos bancos centrales adopten un sesgo acomodaticio de sus políticas monetarias, conforme los espacios monetarios lo permiten.

En la República Popular China, la inflación disminuyó considerablemente en febrero (al ubicarse en 0.80%), ante la reducción temporal de los precios de los alimentos y, aunque luego mostró una ligera tendencia al alza (1.80% en diciembre), permanece por debajo de la meta oficial de inflación (3.0%). El Banco Popular de China (BPC) mantiene una postura de política monetaria prudente y ha implementado un nuevo marco de regulación financiera, denominado Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir los crecientes riesgos financieros, principalmente los asociados con el *shadow banking*; lo que se suma a los esfuerzos de otros entes reguladores por fortalecer el sistema

financiero. En la Conferencia Nacional de Trabajo Financiero realizada en julio, las autoridades de gobierno establecieron el Comité de Desarrollo de la Estabilidad Financiera como una instancia del Consejo de Estado, que pretende la coordinación de la regulación financiera, para lo cual el BPC adquiriría un papel central en la implementación de la política macroprudencial y en el mantenimiento de la estabilidad financiera.

En México, la inflación se situó en 6.77% en diciembre, por arriba del límite superior de la meta de la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual), debido al alza en el precio de los alimentos después de los terremotos, a los ajustes estacionales en el precio internacional del petróleo, así como al efecto traspaso de la depreciación acumulada del tipo de cambio nominal, al impacto transitorio de la liberalización de los precios de los combustibles y al incremento al salario mínimo en enero de 2017. El Banco de México incrementó su tasa de interés de política monetaria en 125 puntos básicos durante el primer semestre de 2017 y si bien consideró que el nivel que la tasa de referencia había alcanzado hasta ese momento (7.0%) era congruente con el proceso de convergencia de la inflación a la meta, decidió aumentarla 25 puntos básicos adicionales en diciembre (a 7.25%), con el propósito de moderar las expectativas inflacionarias que podría provocar el incremento al salario mínimo (que entró en vigencia en diciembre), aunado a que las previsiones de que el proceso de convergencia sería más lento de lo esperado.

En Brasil, si bien el ritmo inflacionario se aceleró (ubicándose en 2.95% en diciembre), continúa por debajo del límite inferior de la meta (4.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), resultado de las políticas monetarias restrictivas implementadas previamente, de la disminución de las presiones de oferta en el precio de algunos alimentos y de la aún débil demanda interna. Este comportamiento permitió que el Banco Central de Brasil continuara relajando las condiciones monetarias, al reducir la tasa SELIC (tasa de interés de política monetaria) en 675 puntos básicos a lo largo de 2017, para situarla en 7.00%.

En Chile, la inflación se ubicó en 2.27% en diciembre, dentro del rango meta establecida por el Banco Central de Chile (3.0% +/- 1 punto porcentual), revirtiendo parcialmente las importantes disminuciones que en los meses previos la situaron por debajo del límite inferior de la misma. La reciente aceleración se explica, fundamentalmente, por el incremento en el precio del transporte, lo cual contrarrestó la reducción de la inflación de alimentos, en un contexto de presiones moderadas de demanda agregada. La autoridad monetaria ha indicado que

mantendrá una postura de política monetaria expansiva por un periodo prolongado; específicamente, luego de disminuir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos en los primeros meses del año, espera mantenerla en el nivel actual (2.50%) hasta que se empiece a cerrar la brecha del producto; aunque no descarta realizar recortes adicionales, considerando que en el corto plazo los riesgos para la inflación permanecen sesgados a la baja.

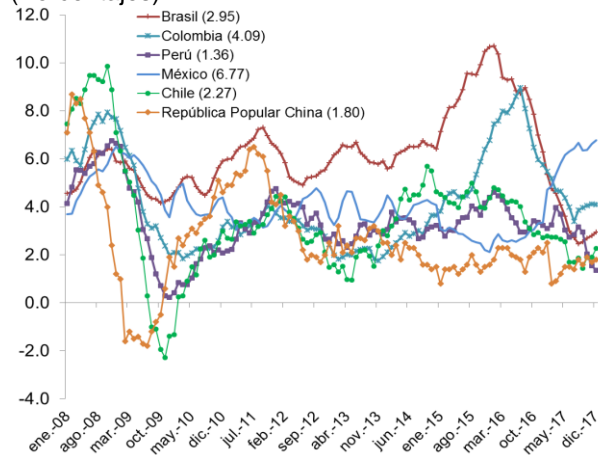
En Colombia, la inflación (4.09% en diciembre) permanece fluctuando en niveles en torno al límite superior del rango meta establecido por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), luego de que en agosto detuviera su tendencia descendente observada desde mediados de 2016, atribuida al desvanecimiento de algunos choques de oferta, que provocaron una moderación del precio de los alimentos, y la estabilización del costo de los productos importados. Ello, junto con los pronósticos y las expectativas de que la inflación convergería a la meta en 2018, permitió que las autoridades monetarias, entre febrero y noviembre de 2017, redujeran la tasa de interés de referencia en 275 puntos básicos; sin embargo, en su reunión de diciembre, destacaron que, con las reducciones realizadas, el espacio para continuar bajando la tasa había disminuido, por lo que permanecerían atentos a la evolución de la inflación en los próximos meses.

En Perú, luego de las presiones transitorias al alza que registraron los precios en el primer trimestre de 2017, asociadas a choques de oferta que afectaron el precio de los alimentos, la inflación se desaceleró, ubicándose en 1.36% en diciembre, ante la normalización en los precios de los productos agrícolas y los menores precios de los combustibles, manteniéndose dentro del rango de la meta establecida por el Banco Central de Reserva del Perú (2.0% +/- 1 punto porcentual). La autoridad monetaria espera que, antes de converger al valor central de la meta, la inflación se ubique transitoriamente por debajo del mismo durante la primera mitad de 2018, sobre la base de presiones de demanda contenidas, moderada depreciación de la moneda y ausencia de choques significativos de oferta; factores que permitieron que dicho banco central redujera su tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos en 2017.

Gráfica 11

Ritmo Inflacionario Total de las Economías con Mercados Emergentes y en Desarrollo (1) 2008-2017

(Porcentajes)



(1) Datos a diciembre de 2017.

Fuente: Bancos centrales.

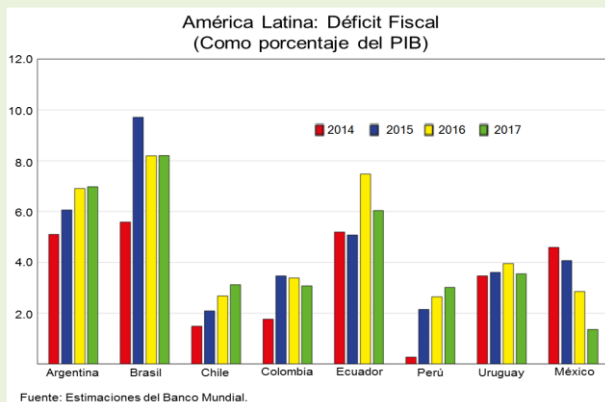
En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación permaneció relativamente estable y, en general, en niveles en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región, resultado, principalmente, de la moderación interanual de los precios de los combustibles. Con relación a las tasas de interés de política monetaria, en el caso del Banco Central de la República Dominicana se registró un incremento de 25 puntos básicos en marzo y una reducción de 50 puntos básicos en julio, en un entorno de bajas presiones inflacionarias; en tanto que el Banco Central de Costa Rica efectuó siete aumentos por un total de 300 puntos básicos, seis aumentos consecutivos entre abril y junio, con el propósito fundamental de contrarrestar la acelerada depreciación que registró su moneda y uno adicional en noviembre, para moderar algunas presiones inflacionarias; por su parte, el Banco de Guatemala redujo en noviembre su tasa de interés líder de política monetaria en 25 puntos básicos, tomando en cuenta la posición cíclica de la economía y que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas, lo cual genera un espacio limitado y temporal para un relajamiento adicional de las condiciones monetarias.

RECUADRO 2

ENTRE LA ESPADA Y LA PARED: EL DILEMA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

El Banco Mundial prevé un crecimiento económico positivo para América Latina en 2017, luego de superar la desaceleración económica que afectó a la región en los últimos años y que culminó con una contracción de la actividad económica en 2016. Dicha recuperación estaría siendo liderada por Argentina y Brasil, países que estarían abandonando las recesiones que experimentaron en los años recientes.

En ese contexto, el Banco Mundial estima que los factores externos que típicamente impulsan el crecimiento económico de la región, como los precios de las materias primas y el crecimiento de sus principales socios comerciales (República Popular China y Estados Unidos de América), se mantendrían estables o mostrarían leves mejoras en el corto plazo. Asimismo, prevé que el incremento gradual en las tasas de interés podría afectar la liquidez mundial, pero en especial a las economías emergentes, incluida América Latina. Ante ese entorno el Banco Mundial, sugiere que la región deberá depender más de las fuentes internas para un crecimiento económico sostenido, particularmente, mediante la implementación de reformas estructurales en el sector laboral y en educación, así como de una mayor inversión en infraestructura. Desafortunadamente, el aumento en los niveles de inversión en la región, se encuentra limitado por los recursos fiscales, ya que para la mayoría de países las finanzas públicas se ha debilitado (el déficit fiscal promedio es de 3.1% del PIB), lo que ha conllevado a que el nivel de deuda pública se ubique, en promedio, en torno a 60.0% del PIB. De hecho situación podría, incluso, llegar a afectar las calificaciones crediticias de algunos países y, consecuentemente, elevar el costo del endeudamiento.

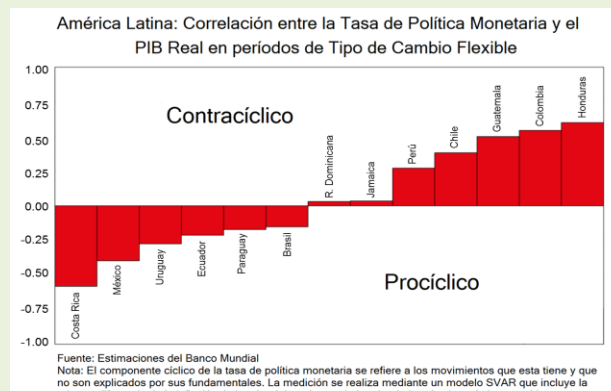


Dada la débil posición fiscal de la región, existe la preocupación por parte del Banco Mundial de que en el corto plazo el espacio para implementar una política contracíclica es reducido, lo que generaría una presión adicional a la política monetaria para propósitos de estabilización macroeconómica. En particular, si se toma en cuenta que la efectividad de dicha política para afectar el crecimiento económico, en general, es limitada y los espacios para una postura contracíclica se han venido cerrando. El reto se torna aún mayor, ante un eventual choque externo (como una caída en los precios de las materias primas) que genere depreciaciones del tipo de cambio, aumento de la inflación y reducción del crecimiento económico.

Fuente: Banco Mundial (2017). "Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean". Octubre.

Ante ese escenario, si las autoridades monetarias incrementan la tasa de interés ya sea para evitar que la inflación aumente o para defender el tipo de cambio, se podría agravar la desaceleración (política monetaria procíclica). En contraste, si las autoridades monetarias relajan su postura para estimular el crecimiento económico, se puede poner en riesgo la estabilidad macroeconómica, particularmente los objetivos de inflación.

Cabe mencionar que este tipo de dilema de política monetaria no sucede en las economías avanzadas, donde la inflación y el crecimiento económico tienden a estar correlacionados positivamente. El hecho de que el PIB y la inflación caigan durante una recesión, implica que una reducción en la tasa de interés de política monetaria tendría un doble propósito, estimular la economía y prevenir la deflación. En contraste, la evidencia empírica ha encontrado que el PIB y la inflación tienden a moverse inversamente en las economías emergentes y, por consiguiente, estas han seguido una política monetaria procíclica, provocando que las desaceleraciones económicas sean más profundas.



obstante, esto dependerá de las condiciones que priven en cada país, particularmente aquellos en los que existen excedentes estructurales de liquidez, en donde no sería prudente una reducción del encaje. El Banco Mundial subraya que las participaciones oportunas en el mercado cambiario podrían prevenir variaciones cambiarias significativas, lo que también liberaría a la tasa de interés de política monetaria de procurar otros objetivos que no le competen.

Finalmente, el estudio concluye que la mejor manera de resolver este dilema es tener un banco central independiente, niveles bajos de dolarización y un marco de política monetaria que goce de credibilidad, de manera que eventos que generen procesos inflacionarios no se conviertan en una fuente de inestabilidad. Este es el caso de algunos países de la región (incluida Guatemala), cuya política monetaria es, en términos muy generales, contracíclica.

B. INTERNO

1. La actividad económica

En 2017, el crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima que cierre en 2.8%, levemente inferior al observado el año previo (3.1%), pero debajo del PIB potencial (3.5%). Dicho comportamiento se explica por la moderación registrada en la demanda interna la cual aumentaría 2.9% (3.4% en 2016), debido, principalmente, a que el consumo privado estaría registrando una ligera moderación (al pasar de 4.2% en 2016 a 3.8% en 2017). 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 en el empleo formal (con base en información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social), a la contribución, aunque moderada, del crédito bancario al consumo y a la evolución estable en el nivel general de precios.

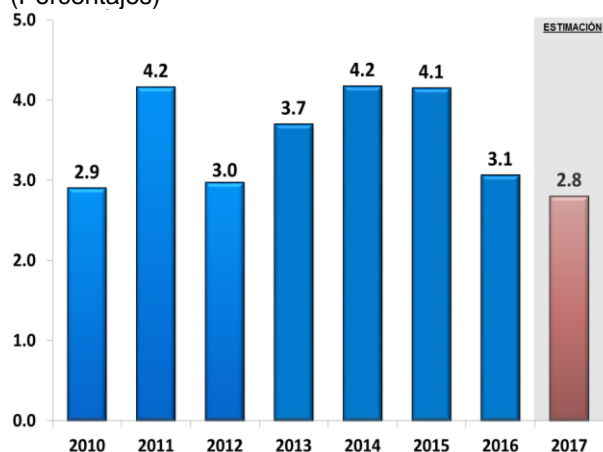
Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 2.1% (2.3% el año anterior), asociado, principalmente, al comportamiento de los bienes de capital importados para el transporte, la industria, telecomunicaciones y construcción.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un aumento, en términos reales, de 2.3%, superior al crecimiento observado en 2016 (1.7%), explicado, fundamentalmente, por el incremento del volumen exportado de concentrados de níquel, banano, bebidas y líquidos alcohólicos, grasas y aceites comestibles y frutas, entre otros. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento real de 2.9%, levemente inferior al del año previo (3.3%), derivado de la moderación, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de consumo, de combustibles y lubricantes y de materiales de construcción. No obstante, se espera un comportamiento favorable en la importación de materias primas y productos intermedios, así como en los bienes de capital.

Por el lado del origen de la producción, la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras) mostraron crecimientos positivos aunque, en algunos casos, menos dinámicos que en 2016, particularmente, industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que en conjunto explican alrededor de 81.4% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2017.

Gráfica 12

Producto Interno Bruto (1)
(Porcentajes)



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

Fuente: Banco de Guatemala.

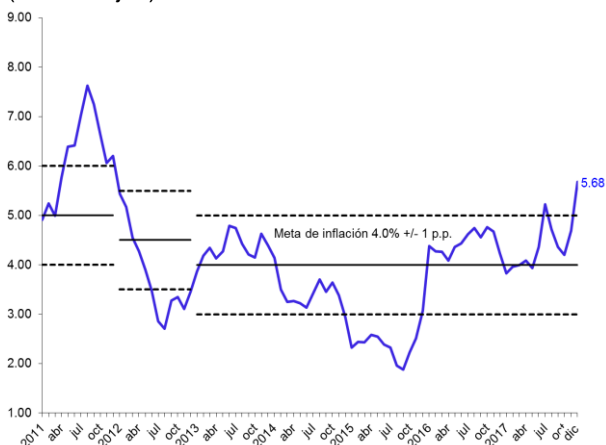
2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria

a) Evolución de la inflación

A diciembre de 2017, el ritmo inflacionario se situó en 5.68%, como resultado de algunos choques de oferta que experimentó la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, particularmente, los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos y de frutas. Estos choques fueron resultado, entre otros factores, del ciclo de cosecha de los productos agrícolas, de condiciones climáticas desfavorables, del incremento en la demanda externa y de mayores costos de transporte, todo lo cual afectó los precios de algunos productos agrícolas, especialmente el del tomate, la cebolla y las frutas de estación; no obstante, dada la naturaleza temporal de estos choques de oferta, se espera que la inflación retorne al margen de tolerancia de la meta de inflación en el corto plazo, tomando en cuenta que el resto de divisiones de gasto que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor, se han mantenido relativamente estables y por debajo del valor central de la referida meta de inflación.

Gráfica 13

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)

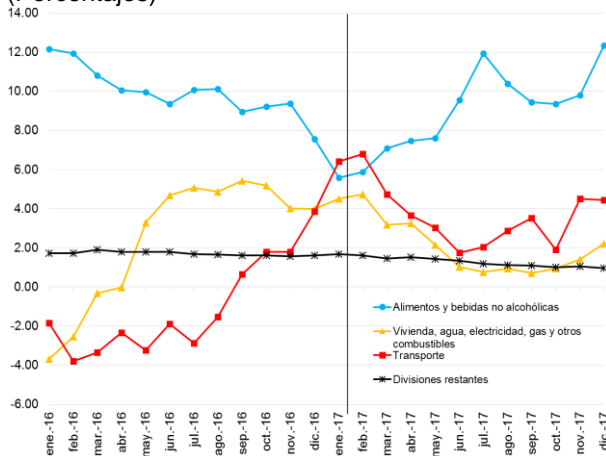


(1) Con información a diciembre de 2017.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En general, la trayectoria de la inflación se explica por el comportamiento de los precios de los bienes de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, dado que el resto de divisiones de gasto presentó un comportamiento relativamente estable.

Gráfica 14

Ritmo Inflacionario por División de Gasto (1)
(Porcentajes)



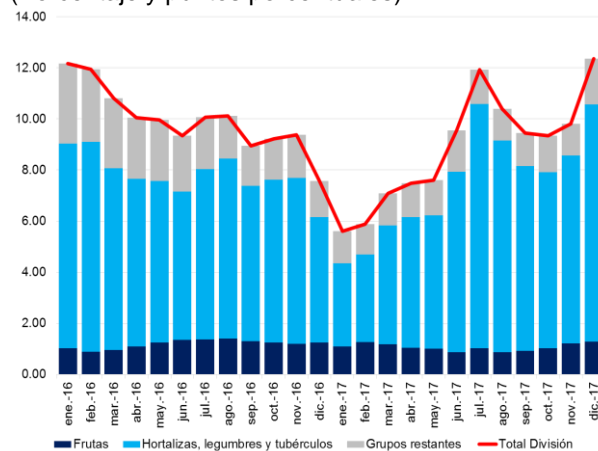
(1) Con información a diciembre de 2017.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En el caso de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, después de haber registrado un comportamiento a la baja durante 2016, en el presente año registró una importante tendencia al alza, al pasar de 5.60% en enero a 12.35% en diciembre, siendo este último el máximo alcanzado en el año, asociado, al choque de oferta mencionado. Dicha división de gasto está compuesta por diez

grupos de gasto¹⁴, dentro de los cuales los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos; y de frutas son los que explican básicamente el comportamiento al alza en la inflación de alimentos. Por su parte, los factores que incidieron en dicho comportamiento se encuentran, el copioso invierno registrado durante el año; el incremento en la demanda externa, principalmente de El Salvador, que limitó la oferta disponible en el mercado interno; daños en la infraestructura vial del país; y las importaciones de origen mexicano, que ingresaron al país a precios superiores, dichos factores afectaron, principalmente, el tomate, la cebolla, la papa, el güisquil, las frutas de estación, los huevos y el culantro, en el grupo de hortalizas, legumbres y tubérculos; así como, el aguacate, la naranja y las frutas de estación, en el grupo de frutas.

Gráfica 15

División de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (1)
Ritmo Inflacionario e Impactos por Grupo de Gasto
(Porcentaje y puntos porcentuales)



(1) Con información a diciembre de 2017.
Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

La inflación de la división de alimentos, en términos generales, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan presiones en los precios finales de los productos, tales como, la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos; la intensificación del comercio internacional de la mayoría de productos agrícolas, que incrementó la exposición a choques de demanda externa y propició la homogenización de precios entre

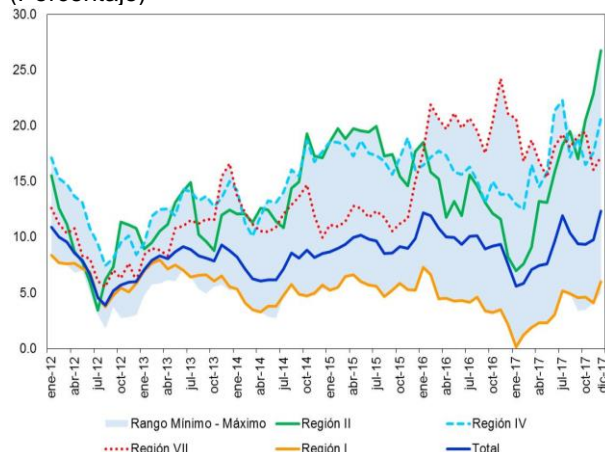
¹⁴ Pan y cereales; carnes; pescados y mariscos; productos lácteos, quesos y huevos; aceites y grasas; frutas; hortalizas, legumbres y tubérculos; azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar; otros productos alimenticios; y aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta.

países; así como, la heterogeneidad en cuanto a los hábitos de consumo, factores culturales e ingresos de las familias en las diversas regiones del país, entre otros factores.

Además, la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es significativamente mayor en tres de las ocho regiones a nivel país, siendo estas, la Región II, Norte (departamentos de Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región IV, Suroriente (departamentos de Jutiapa, Jalapa y Santa Rosa) y Región VII, Noroccidente (departamentos de Huehuetenango y Quiché). En contraste, la Región I, Metropolitana (departamento de Guatemala), muestra un comportamiento considerablemente menor en los precios de los alimentos, lo cual, dada su ponderación (dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC), tiende a moderar la inflación de alimentos a nivel de la República.

Gráfica 16

División de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas
Ritmo Inflacionario por Principales Regiones (1)
(Porcentaje)

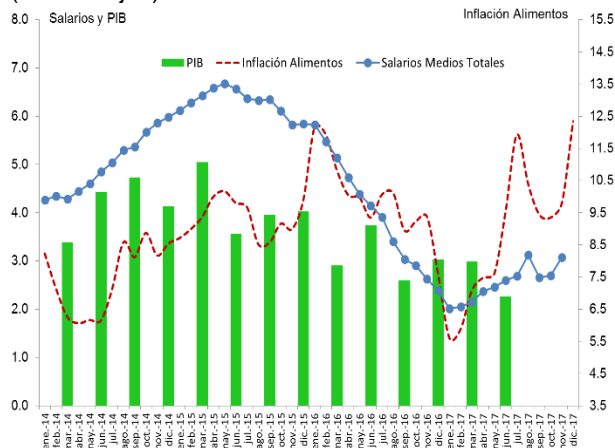


(1) Con información a diciembre de 2017.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 17 se observa que los salarios medios y la inflación de alimentos muestran alta correlación, registrando una desaceleración que abarca el periodo de junio de 2015 a enero de 2017 y mostrando una leve tendencia al alza durante el presente año. Asimismo, se observa que, en términos generales, la evolución de los salarios es congruente con las condiciones de actividad económica.

Gráfica 17

Salarios Medios de los Afiliados Cotizantes al IGSS (1), Producto Interno Bruto Trimestral (2) e Inflación de Alimentos (3)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2017.
(2) Con información al segundo trimestre de 2017.
(3) Con información a diciembre de 2017.

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.

Por su parte, la división de transporte luego de registrar una tendencia al alza el año anterior, en 2017 registró una tendencia a la baja al pasar de 6.41% en enero a 4.44% en diciembre. Lo anterior se explica, principalmente, por la moderación, en términos interanuales, de los precios de la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, situación que se atribuyó al comportamiento del precio internacional del petróleo durante el primer semestre del año derivado de la expectativa de que persistiría un excedente en la oferta mundial de crudo. A partir del segundo semestre del año, el precio del petróleo empezó a incrementarse gradualmente, debido al aumento en la demanda mundial en combinación con la expectativa de una menor oferta, resultado del cumplimiento casi pleno del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros importantes productores, que congelaron sus niveles de producción desde enero (32.5 mbd), a pesar de que la producción de Estados Unidos de América aún se mantiene en niveles altos. Otro factor que afectó el precio de los combustibles levemente al alza, fue el paso del huracán *Harvey* en el Golfo de México a finales de agosto, fenómeno climático que obligó a una suspensión temporal de las actividades tanto de extracción de crudo como de refinamiento.

En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles,

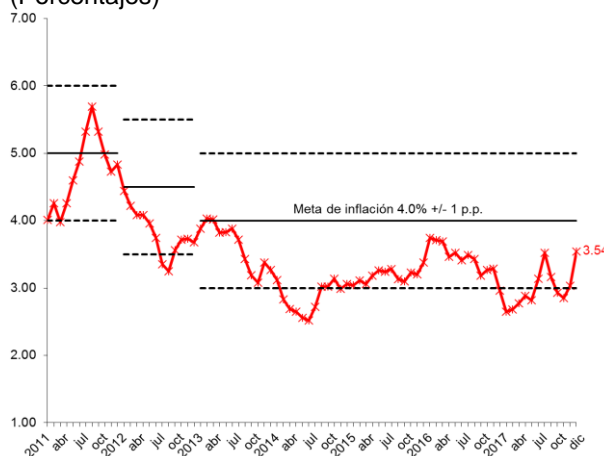
durante el presente año, también registró una tendencia a la baja al pasar de 4.50% a enero a 2.23% en diciembre. El menor crecimiento en esta división de gasto se explica, principalmente, por el comportamiento observado en el precio medio del servicio de electricidad, el cual registró una reducción, asociada al mantenimiento del subsidio a la tarifa social, a la reducción en el pliego tarifario del trimestre de mayo a julio de 2017 y del trimestre de noviembre de 2017 a enero de 2018, autorizado por la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE); así como, a la estabilidad en el precio medio del gas propano a lo largo del año, con excepción de noviembre, cuando se registró un incremento importante.

En cuanto a la inflación subyacente¹⁵, a diciembre de 2017, medida de inflación cuya finalidad es evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, registró una variación interanual de 3.54%, situándose alrededor del límite inferior del rango meta establecido para la inflación (4.0 +/- 1.0 p.p.). Cabe indicar que entre enero y mayo, en septiembre y en octubre, este indicador permaneció por debajo del límite inferior del rango indicado, sugiriendo que al aislar los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos; así como la disipación de los factores temporales que afectaron al precio de los energéticos, el nivel de inflación es relativamente bajo, congruente con presiones de demanda moderadas a lo largo del año.

¹⁵ A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable. Para una mayor referencia ver el Anexo 2 de la "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2016 y Perspectivas Económicas para 2017".

Gráfica 18

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



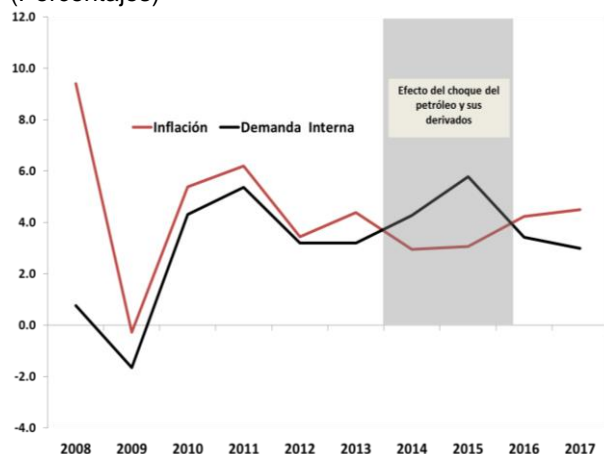
(1) Con información a diciembre de 2017.

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

Si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, durante 2016 y a lo largo de 2017, tendieron a moderarse, en congruencia con la desaceleración de la actividad económica, ello no produjo una reducción sustancial en el ritmo inflacionario total, debido, como se indicó, al efecto del choque de oferta asociado al incremento registrado en los precios de algunos alimentos de origen agrícola.

Gráfica 19

Inflación y Demanda Interna (1)
(Porcentajes)

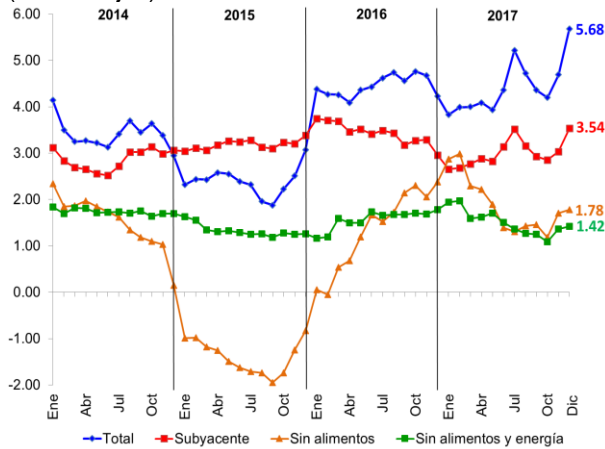


(1) Con información a 2016 y estimaciones para 2017.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 20

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



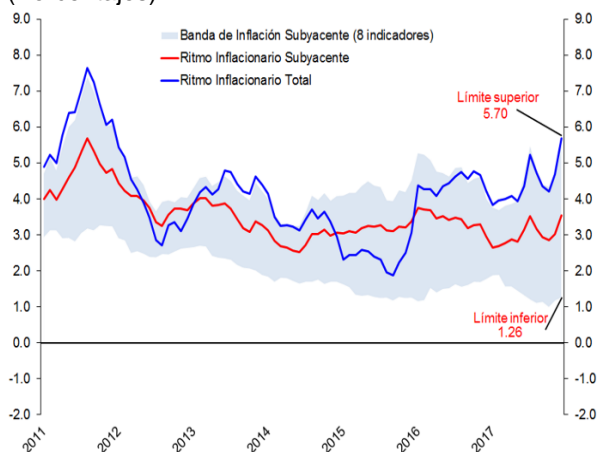
(1) Con información a diciembre de 2017.

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

El Banco de Guatemala elabora ocho diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías tanto de exclusión fija como de exclusión variable. La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 21). Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a diciembre de 2017, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.26% y 5.70%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación han tenido una incidencia limitada.

Gráfica 21

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



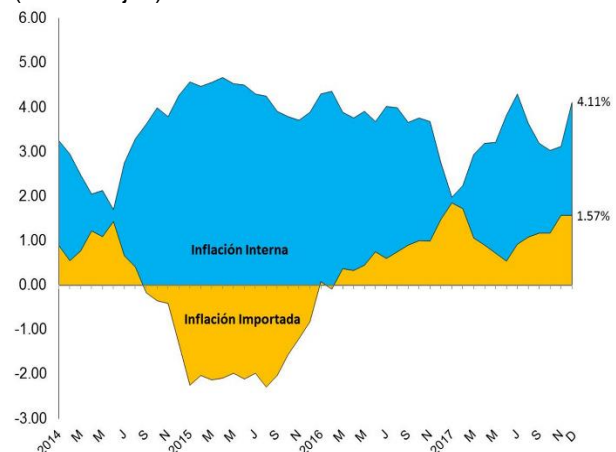
(1) Con información a diciembre de 2017.

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, que durante el año registró impactos positivos, explicados en su mayor parte por la evolución del precio del petróleo y sus derivados, así como de la inflación de los principales países socios comerciales. A diciembre, la descomposición de la inflación total en interna e importada registró valores de 4.11% y 1.57%, en su orden.

Gráfica 22

Composición de la Inflación Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a diciembre de 2017.

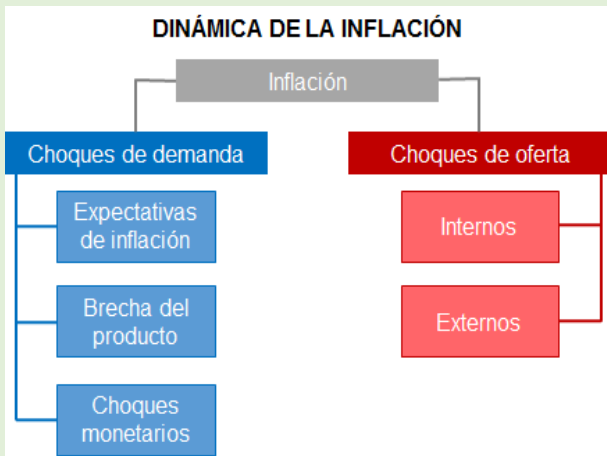
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

El efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues la postura de dicha política ha sido acomodaticia, derivado de que la coyuntura ha favorecido una inflación total en torno a la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, y disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre, ello a pesar de que aumentaron los niveles de liquidez en la economía por la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Cabe señalar que dichos excedentes de liquidez fueron compensados con aumentos de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala y por incrementos en los niveles de encaje, dada la desaceleración del crédito bancario al sector privado. Como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda, es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia del esquema de agregados monetarios en el que se establecen metas operativas para dichos agregados.

RECUADRO 3 EL EFECTO DE LOS CHOQUES DE OFERTA SOBRE LA INFLACIÓN DE GUATEMALA

En la toma de decisiones de política monetaria reviste particular importancia distinguir entre cambios permanentes en la inflación, que son resultado de presiones de demanda y de modificaciones en las expectativas de inflación, y cambios transitorios por choques de oferta, que están relacionados con movimientos en los precios relativos que, por lo regular, solo tienen un efecto temporal sobre el nivel de inflación.

En términos prácticos, dado que las perturbaciones son de diferente naturaleza, requieren respuestas de política diferentes, que, además, deben de adecuarse en función de la magnitud y duración de los choques, así como del estado mismo de la economía. De hecho, de acuerdo con la literatura económica, la autoridad monetaria debería contrarrestar los choques de demanda y adaptarse a los choques de oferta, a menos que estos incidan en los otros precios de la economía (es decir que, se presente una contaminación de expectativas), lo cual haría necesaria una respuesta de política para contrarrestar los efectos de segunda vuelta.



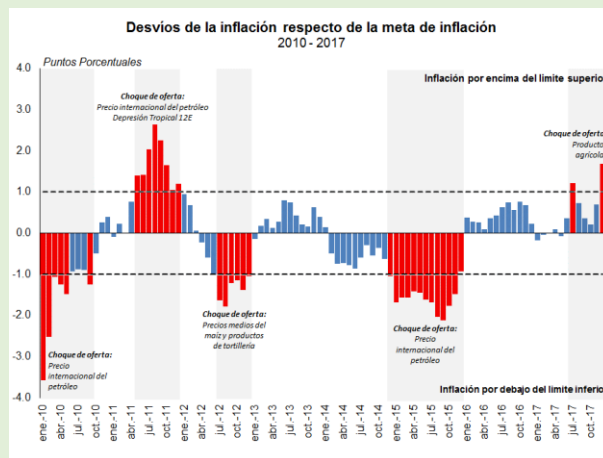
En caso de reaccionar ante choques transitorios de oferta, la política monetaria generaría una volatilidad innecesaria en las tasas de interés, el producto y los precios, con el riesgo adicional de que, debido al rezago en la transmisión de la misma, sus efectos principales se materialicen cuando el choque probablemente haya desaparecido, dado que estos se corrigen automáticamente en el tiempo.

Por estas razones, la influencia de cambios específicos en los precios relativos sobre la inflación, no deben conducir a cambios en la política monetaria, ni tampoco deben de ser considerados en una evaluación ex-post sobre la efectividad de la misma, por ser fundamentalmente distorsiones de carácter transitorio.

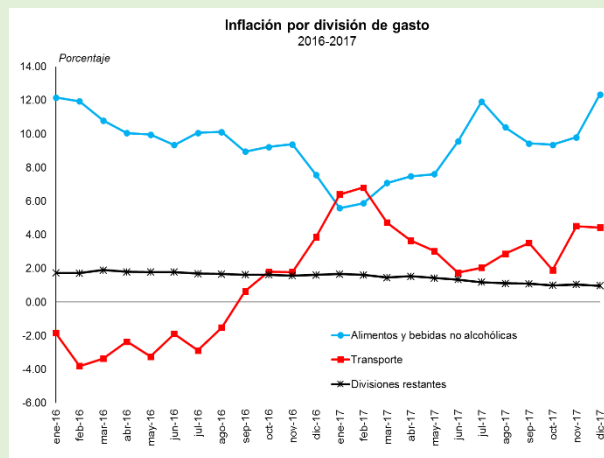
En efecto, si la inflación se desvía de la meta de manera transitoria como consecuencia de un choque de oferta, esto no debe interpretarse como una postura inapropiada de la política monetaria, ni tampoco como un menor compromiso por parte de la autoridad monetaria con la meta de inflación, particularmente, teniendo en cuenta que la evaluación del desempeño de la política monetaria debe centrarse en el cumplimiento de la meta desde una perspectiva de mediano y largo plazos, y no en un periodo en particular, utilizando como parámetro de evaluación, el anclaje de las expectativas de inflación.

En ese contexto, es importante destacar que recientemente la inflación en Guatemala ha sido influenciada por choques de oferta que han afectado los precios de los alimentos y que provocaron que la inflación se situara fuera del margen de tolerancia de la meta de inflación en julio y diciembre de 2017.

Estos choques fueron resultado, entre otros factores, del ciclo de cosecha de los productos agrícolas, de condiciones climáticas desfavorables, del incremento en la demanda externa y de mayores costos de transporte, todo lo cual afectó los precios de algunos productos agrícolas, especialmente el del tomate, la cebolla y las frutas de estación; no obstante, dada la naturaleza temporal de los choques, su efecto ha tendido a desvanecerse relativamente rápido, como ha ocurrido en otros episodios en años previos.



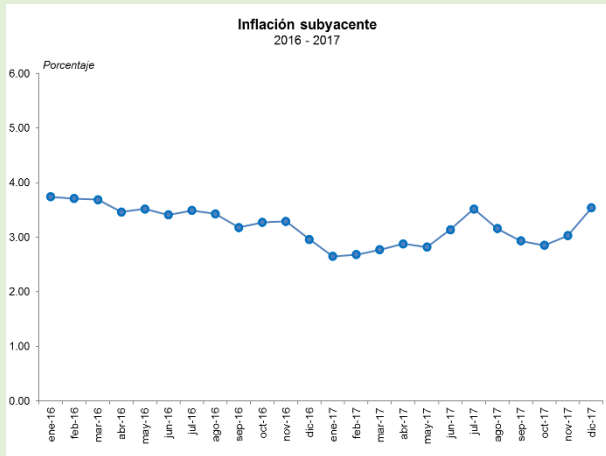
En efecto, con excepción de la división de alimentos (y en particular de los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos y de frutas) y de transporte, las cuales han sido impactados por importantes choques de oferta (el transporte entre 2014 y 2015 y los alimentos en 2017), el resto de divisiones de gasto registraron niveles de inflación moderados y con una ligera tendencia decreciente.



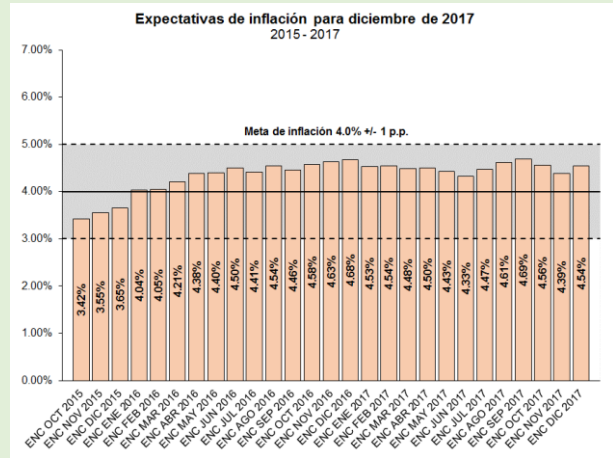
(Continúa en la página siguiente)

RECUADRO 3 (Continuación)

Lo anterior se reflejó con mayor claridad en el comportamiento de la inflación subyacente (que por definición elimina el efecto de los choques de oferta), como consecuencia de que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada permanecieron moderadas, en línea con la desaceleración que se registró en los niveles de actividad económica del país.



Asimismo, el comportamiento de las expectativas de inflación también refleja que las fluctuaciones de la inflación que se registraron en 2017 fueron interpretadas por los agentes económicos como temporales, dado que dichas expectativas permanecieron ancladas y no se vieron influenciadas por los citados choques de oferta. En tal sentido, destaca el papel fundamental que ha adquirido la estrategia de comunicación del Banco Central, orientada a explicar, de forma clara y oportuna, la transitoriedad de los choques y así contribuir a evitar que estos contaminen las expectativas de inflación e influyan en la formación de otros precios y salarios y, por esta vía, se transmitan a la inflación subyacente.



En ese contexto, el comportamiento de la inflación durante 2017 sugiere que los riesgos permanentes sobre la inflación son limitados y, por tanto, no sugieren cambios en la dinámica inflacionaria que requiera de ajustes en la postura de la política monetaria.

Por lo anterior, es importante destacar que la autoridad monetaria fundamenta sus decisiones de política sobre la base de un análisis integral del entorno externo e interno, que permita identificar el origen de las presiones inflacionarias, lo cual asegura que sus actuaciones estén orientadas al cumplimiento del objetivo fundamental del Banco Central y, a su vez, contribuya al fortalecimiento de la credibilidad y efectividad de la política monetaria.

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

i) Pronósticos de corto plazo

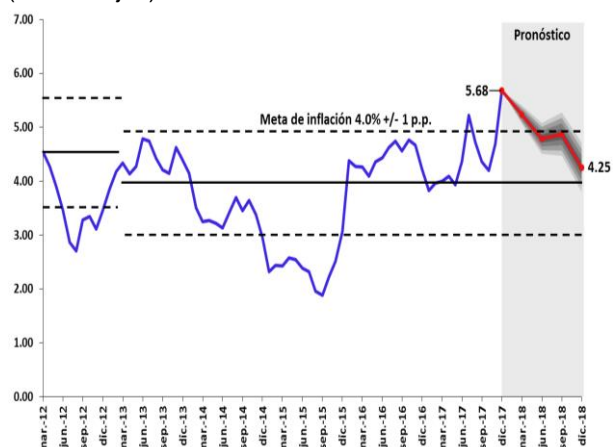
Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 4.25% para diciembre de 2018, ubicándose por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia.

Dichos pronósticos de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas moderadas en los precios de los combustibles, en congruencia con la evolución del precio internacional del petróleo; ii) estabilidad en el precio del gas propano durante los primeros tres trimestres de 2018 y alza prevista para el cuarto trimestre de 2018; iii) alzas previstas en los precios del servicio de electricidad de los pliegos

tarifarios del segundo semestre de 2018; iv) variación en los precios de los productos agrícolas influenciado por la estacionalidad de su producción; v) incrementos moderados en el precio de la carne de res; y vi) alzas moderadas en el precio del pan y productos de tortillería, de acuerdo con su comportamiento histórico. Por el lado de la demanda: i) comportamiento de la actividad económica de acuerdo al ciclo económico; ii) brecha del producto prácticamente cerrada para 2018; iii) estabilidad en el consumo privado; iv) mayor dinamismo en el gasto de gobierno; v) crédito bancario empresarial y al consumo creciendo conforme la actividad económica prevista; y vi) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de Estados Unidos de América con un rezago de 3 meses.

Gráfica 23

Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a diciembre de 2017 y proyectada para diciembre 2018.

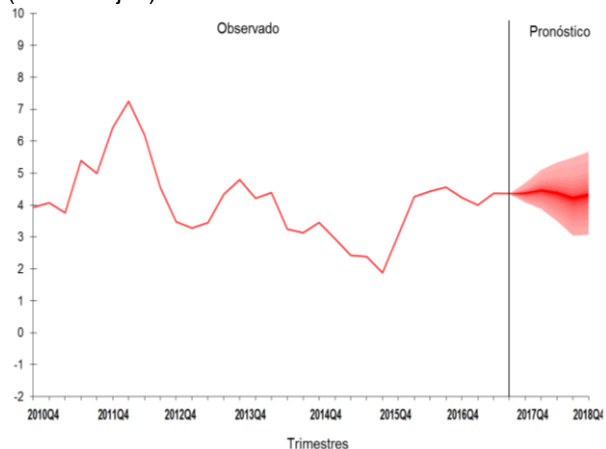
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

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 24

Pronósticos de Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)

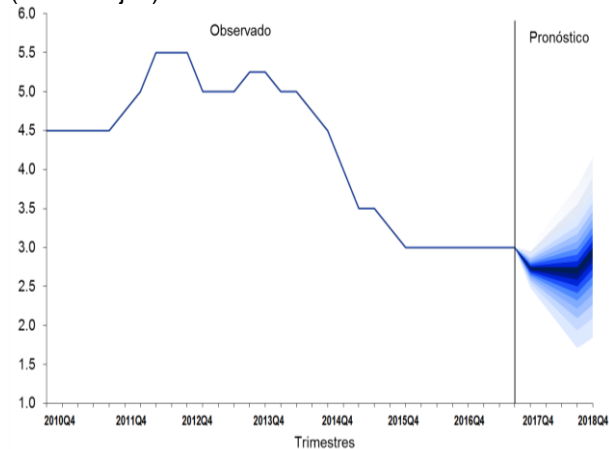


(1) Con información a diciembre de 2017 y pronosticada hasta diciembre 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 25

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



(1) Con información a diciembre de 2017 y pronosticada hasta diciembre 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

Para el pronóstico, se prevé que los factores desinflacionarios externos se desvanezcan en el horizonte de pronóstico, hasta convertirse en presiones inflacionarias; en tanto que el análisis de presiones inflacionarias de oferta y de demanda interna, sugiere presiones inflacionarias moderadas, tanto en 2017 como en 2018.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos, con datos a noviembre, anticipan una trayectoria de inflación con valores dentro de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría a finales de 2017 y 2018 en 4.57% y 4.29%, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder de política monetaria congruente con el objetivo de mantener la inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere incrementar dicha tasa a 3.00% en el último trimestre de 2018.

iii) Expectativas de inflación

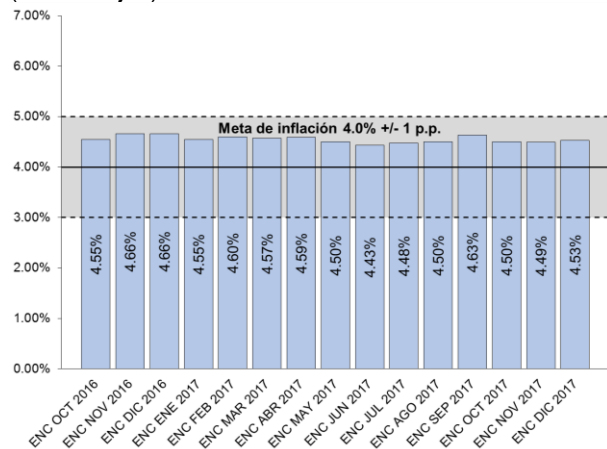
Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados¹⁶, anticipan que el ritmo inflacionario total, para finales de 2018, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.53% en diciembre de

¹⁶ Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en diciembre de 2017.

2018. 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 la política fiscal; la estacionalidad de los productos agrícolas; y el desempeño de la política monetaria.

Gráfica 26

Expectativas de Inflación para Diciembre de 2018 (1)
(Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de diciembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

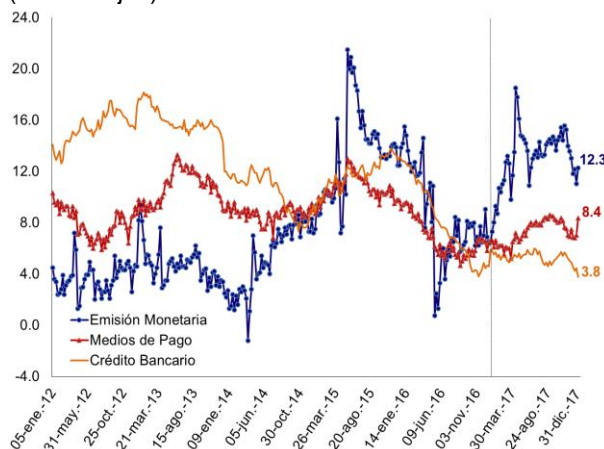
c) Variables informativas de la política monetaria

i) Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2017, los principales agregados monetarios y de crédito, con excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con las condiciones de la actividad económica.

Gráfica 27

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



(1) Variación interanual observada al 31 de diciembre de 2017.
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 su demanda 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. En cuanto al componente cíclico, a pesar que desde finales de enero mostró niveles superiores a los estimados, en términos generales, se comportó de manera congruente con su estacionalidad.

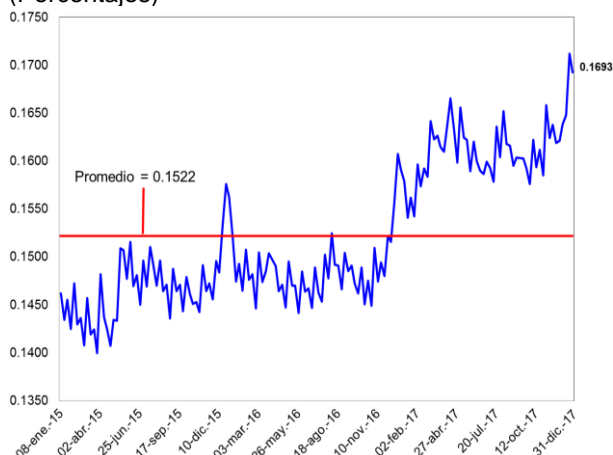
Adicionalmente, dicho comportamiento está relacionado a un incremento en la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez¹⁷. El referido coeficiente (componente aleatorio), se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos derivado del dinamismo en el ingreso de divisas por remesas familiares. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó, en promedio, en 0.1612, superior al

¹⁷ El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Este es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

valor promedio observado en similar periodo de 2016 (0.1487).

Gráfica 28

Coefficiente de Preferencia de Liquidez (1)
(Porcentajes)



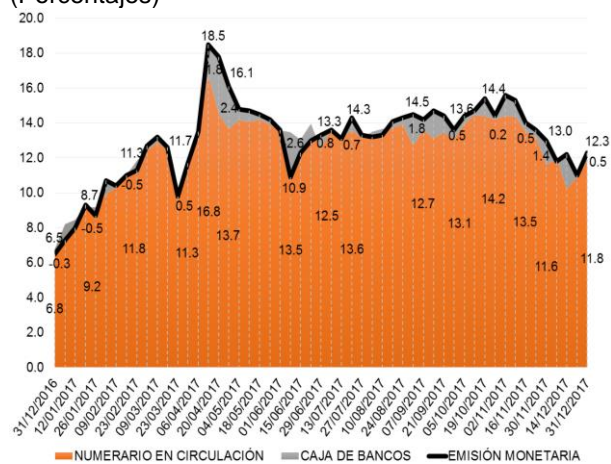
(1) Numerario en circulación/captaciones totales.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observó que, al 31 de diciembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 14.3%, con una incidencia de 11.8 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (6.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2016); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 2.5% con una incidencia que pasó de -0.3 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.5 puntos porcentuales (gráfica 29).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario¹⁸, no tuvo un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez fue neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria y la posición de encaje.

Gráfica 29

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



(1) Al 31 de diciembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

Medios de pago

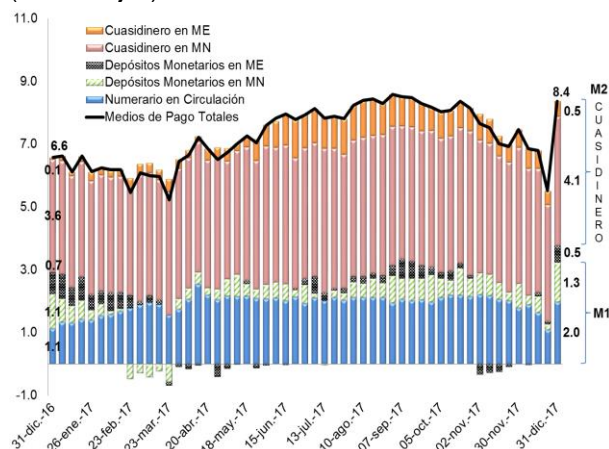
Los medios de pago (M2), al 31 de diciembre de 2017, registraron un crecimiento interanual de 8.4%, evidenciando una recuperación respecto del observado en diciembre de 2016 (6.6%), pero aún por debajo del registrado a diciembre de 2015 (9.4%). En el presente año, el crecimiento de los medios de pago se explica, principalmente, por el dinamismo mostrado por el numerario en circulación y el cuasidinero tanto en moneda nacional como extranjera.

Al analizar por moneda, el crecimiento de M2 se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 83.1% de dicho agregado y, en lo que va de 2017, estos muestran un crecimiento interanual de 8.9%. Por su parte los medios de pago en moneda extranjera al 31 de diciembre registraron una variación interanual de 6.0% (4.4% en diciembre de 2016).

¹⁸ Al 31 de diciembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$2,453.1 millones equivalente a Q17,996.0 millones.

Gráfica 30

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



(1) Con información al 31 de diciembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar los componentes de los medios de pago, se observa que, en el transcurso de 2017 el crecimiento de los medios de pago se explicó, principalmente, por el dinamismo registrado en el cuasidinero en moneda nacional y en el numerario en circulación; no obstante, en el segundo semestre se observó un crecimiento más dinámico en el cuasidinero en moneda extranjera pero que se moderó en las últimas semanas del año, en tanto que los depósitos monetarios tanto en moneda nacional como extranjera, registraron una alta volatilidad en el transcurso del año y sus contribuciones al crecimiento de los medios de pago al finalizar el año se ubicaron en niveles similares a los registrados el año anterior (en moneda nacional pasaron de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una incidencia de 1.3 puntos porcentuales al 31 de diciembre y en moneda extranjera pasaron de 0.7 a 0.5 en similar periodo). Por su parte, el numerario en circulación pasó de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una de 2.0 puntos porcentuales al 31 de diciembre y el cuasidinero en moneda nacional pasó de una incidencia de 3.6 a una de 4.1 en las mismas fechas. En términos agregados, el M1 ha reflejado un crecimiento de 8.7% al 31 de diciembre y a la misma fecha, el cuasidinero¹⁹ en moneda nacional y extranjera, ha mostrado una tasa de variación interanual de 9.0% y 5.5%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario

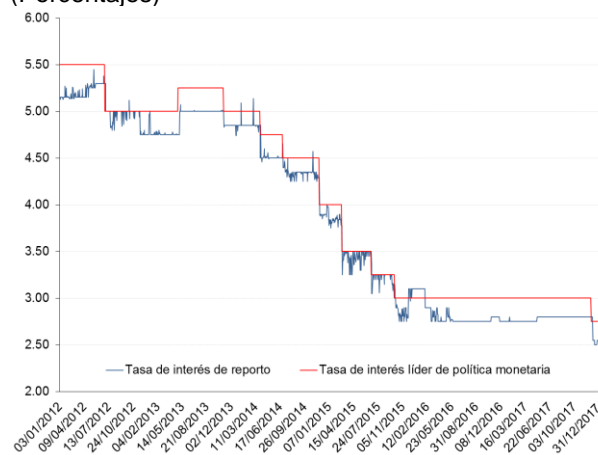
¹⁹ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

(depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido altos, al ubicarse en promedio del 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2017 en Q4,974.3 millones.

Los altos niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, la cual en lo que va del año, se ubica aproximadamente 20 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, alrededor de 2.80%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 31

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 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

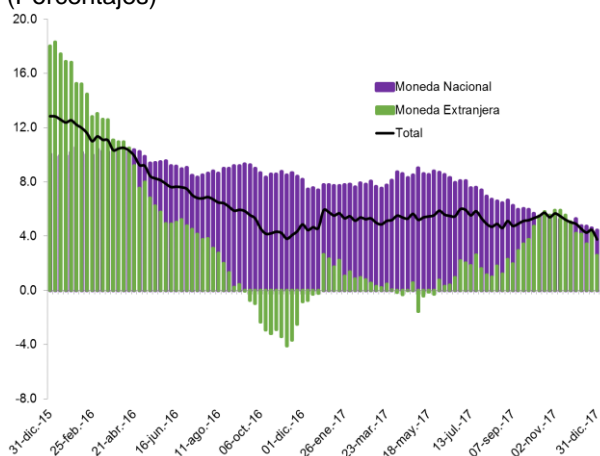
Considerando que la liquidez de corto plazo del sistema bancario se mantiene en niveles altos, como lo evidencia el comportamiento de las tasas de interés de corto y largo plazos y que la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 41.9%, se estima que el crecimiento actual de los medios de pago totales guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 31 de diciembre registró un crecimiento interanual de 3.8%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda nacional (4.4%) y en moneda extranjera (2.6%).

Gráfica 32

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



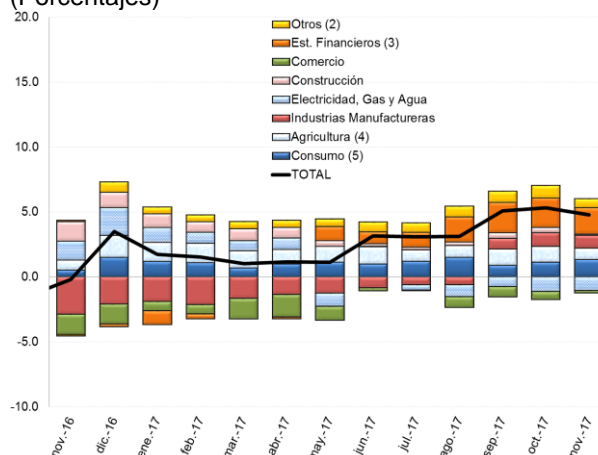
(1) Con información al 31 de diciembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un ritmo de crecimiento estable (7.0% en promedio), explicado principalmente por el crédito destinado al sector empresarial mayor y al consumo, que en conjunto representan 79.2% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 31 de diciembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 4.5%, en tanto que al sector empresarial mayor aumentó 6.9%, asociado entre otros factores, al mejor desempeño del crédito para los sectores de establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas, industrias manufactureras y electricidad, agua y gas, los cuales, a noviembre, mostraron tasas de crecimiento de 19.7%, 12.1% y 10.7%, respectivamente.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera al 31 de diciembre, creció a un ritmo interanual de 2.6%, asociado, principalmente, a una recuperación de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor del 89.9% del financiamiento concedido en dicha moneda).

Gráfica 33

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

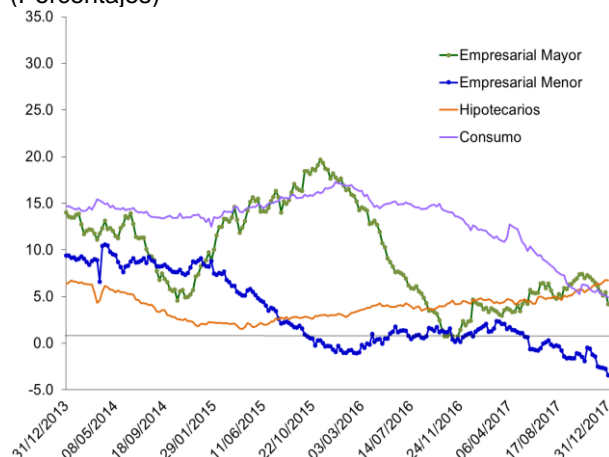


(1) Con información a noviembre de 2017.
(2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
(3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
(4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
(5) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el crédito al sector privado total (moneda nacional y moneda extranjera) por tipo de deudor destaca, en el transcurso de 2017, una tendencia al alza en el crédito al sector empresarial mayor y en el crédito hipotecario y una desaceleración del crédito para el consumo y para el empresarial menor.

Gráfica 34

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



(1) Con información al 31 de diciembre de 2017.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia, consumo (con una variación interanual de 6.5%), establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas (16.8%) e industrias manufactureras (6.9%).

Con relación a las fuentes de recursos que impulsan la actividad crediticia total, se observa que la misma ha sido financiada, principalmente, con las captaciones bancarias con el sector privado y, para el crédito en moneda extranjera, también con líneas de crédito contratadas por el sistema bancario nacional con bancos del exterior.

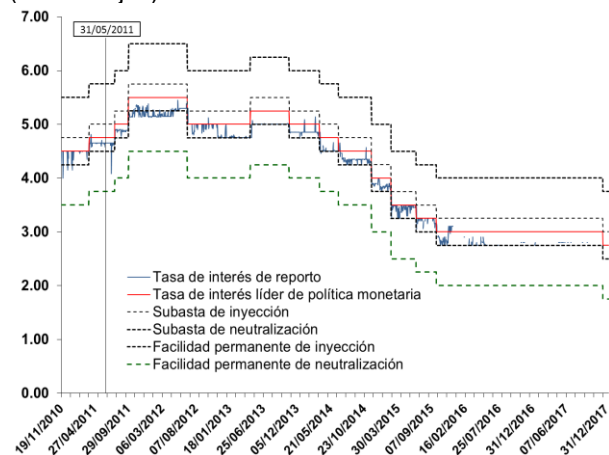
ii) Tasas de interés

De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporte a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, se ha ubicado en lo que va del año, en promedio, 20 puntos básicos 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 las condiciones en el mercado de dinero. Los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 35

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



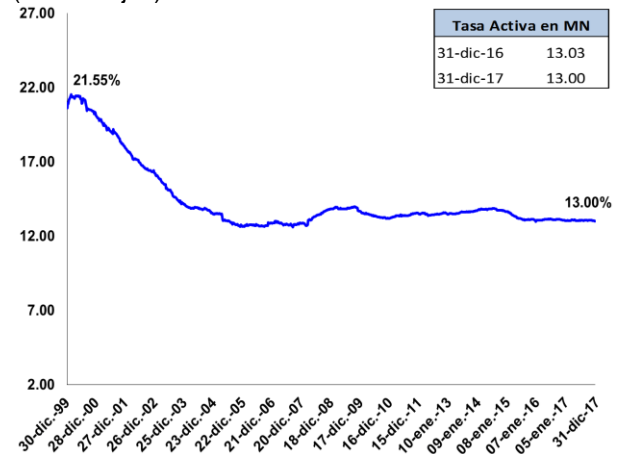
(1) Con información al 31 de diciembre de 2017. Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

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 se ha mantenido prácticamente sin cambios en los últimos cinco años, ubicándose, en alrededor de 13.0%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

Gráfica 36

Tasa de Interés Activa (1) (Porcentajes)

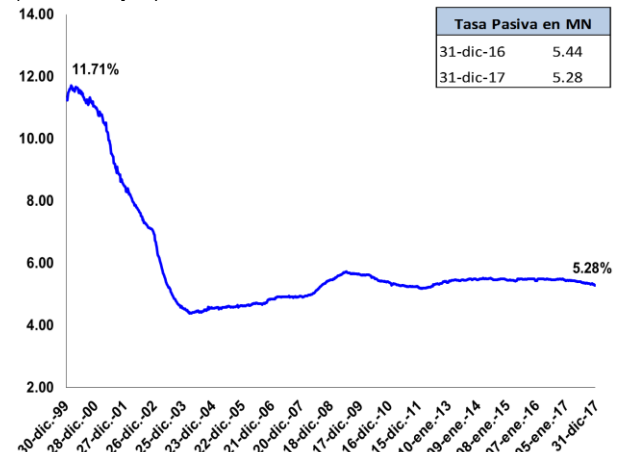


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2017.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 37

Tasa de Interés Pasiva (1) (Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2017.

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 13.03% en diciembre de 2016 a 13.00% al 31 de diciembre de 2017 (gráfica 36). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.28% (gráfica 37), menor en dieciséis puntos básicos al valor observado a diciembre de 2016 (5.44%).

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 segundo trimestre de 2017, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2²⁰ denotan una leve sobreapreciación de entre 0.20% y 0.13%, valores que se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 9.91%, como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el

saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos²¹. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por 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.

3. Variables del sector externo

El comercio exterior de Guatemala, con base en información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró un aumento de 6.5% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a noviembre de 2017, respecto de similar periodo de 2016, explicado por un incremento en el precio medio de exportación (4.6%) y en el volumen exportado (1.8%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 7.2%, reflejo de un incremento tanto en el volumen (1.5%), como en el precio medio (6.1%). El referido aumento en el volumen importado se asocia a un incremento en la demanda de materias primas, de materiales de construcción, de bienes de capital y de bienes de consumo; en tanto que, el incremento en el precio medio, se explica, fundamentalmente, por el alza que registró el precio medio de importación de combustibles y lubricantes, el cual refleja el comportamiento del precio promedio del petróleo en los mercados internacionales.

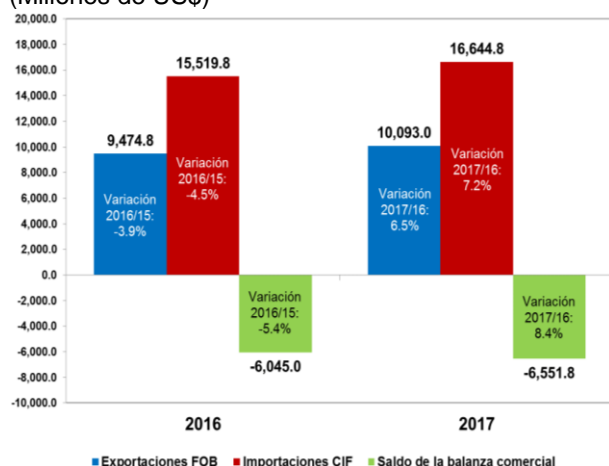
La balanza comercial reflejó un déficit de US\$6,551.8 millones, mayor en US\$506.8 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$6,045.0 millones).

²⁰ 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.

²¹ 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 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, que en 2016 se convirtió en superavitario. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

Gráfica 38

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.

Con relación a los términos de intercambio, estos han sido favorables para Guatemala en los últimos años, lo que se ha traducido en una mejora en el saldo de cuenta corriente, llegando incluso a convertirse en un superávit de 1.5% del PIB en 2016, asociado, en parte, a que la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones (el dinamismo de las remesas familiares también ha contribuido en el referido superávit). Cabe resaltar que dicho resultado empieza a moderarse conforme los precios internacionales de algunas materias primas, comienzan a incrementarse con relación a los precios medios registrados en el mismo periodo del año previo²².

En el aumento del valor FOB de las exportaciones, destacaron los incrementos en las exportaciones de cardamomo, grasas y aceites comestibles, café, artículos de vestuario, banano, caucho natural, energía eléctrica y azúcar.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$132.0 millones (71.1%), derivado del significativo incremento en el precio medio por quintal (73.7%), el cual pasó de US\$269.92 en noviembre de 2016 a US\$468.96 en noviembre de 2017. De acuerdo al Comité de Cardamomo de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), en el comportamiento del precio internacional influyó la disminución del volumen de producción de India y Guatemala, como consecuencia de condiciones

climáticas adversas. El volumen exportado cayó 1.5%, los destinos de exportación son, principalmente, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Bangladesh, Pakistán, Jordania, Nepal y Egipto.

El valor de las exportaciones de grasas y aceites comestibles se incrementó US\$103.6 millones (25.0%), explicado por el aumento en el precio medio (17.2%) y en el volumen exportado (6.4%). El aceite de palma tuvo la mayor participación (78.5%) en este rubro; de acuerdo con el Banco Mundial, el alza en el precio internacional de este producto se asocia a la mayor demanda para fines industriales y alimenticios.

El alza en el valor de las exportaciones de café de US\$100.5 millones (16.1%), refleja, tanto el aumento en el volumen exportado (12.2%), como en el precio medio por quintal (3.5%), que pasó de US\$162.10 a US\$167.81 entre noviembre de 2016 y noviembre de 2017. El alza en el volumen se explica, de acuerdo con la Asociación Nacional del Café (ANACAFÉ), a que la cosecha de 2017 fue superior a la del año previo debido a condiciones climáticas favorables. Por su parte, de acuerdo con el servicio informativo *Bloomberg*, el alza en el precio internacional del café se explica, principalmente, por una cosecha menor a la esperada en Brasil y Vietnam, así como por un moderado aumento en la demanda mundial.

Por su parte, el valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario se incrementó US\$66.9 millones (5.7%), debido, principalmente, al aumento en el precio medio (9.1%), dado que el volumen exportado disminuyó (3.1%). Según la Agexport, el principal comprador fue Estados Unidos de América, país al que se destinó, a noviembre, alrededor del 92.0% de las exportaciones.

El incremento en el valor de las exportaciones de banano de US\$66.7 millones (10.2%), se asocia tanto al alza en el volumen exportado (6.6%), como en el precio medio por quintal (3.4%), que pasó de US\$14.80 en noviembre de 2016 a US\$15.30 en noviembre 2017. Según *Sopisco News* y la Asociación de Exportadores de Banano de Ecuador (AEBE), el aumento en el precio internacional de la fruta se explica, fundamentalmente, por la reducción en la producción de dicho país, situación que restringió las condiciones de oferta mundial. Por su parte, el aumento en el volumen exportado fue factible, principalmente, por el aumento de las áreas de cultivo.

Las exportaciones de caucho natural registraron un alza de US\$56.0 millones (51.9%), como consecuencia del significativo aumento, tanto en el precio medio de dicha materia prima (27.3%), como en el volumen exportado (19.7%). El

²² Esta situación podría reducir la presión hacia la apreciación que se observa en el tipo de cambio nominal.

comportamiento al alza en el precio internacional de este producto, se asoció, principalmente, al incremento registrado en la demanda de la República Popular China (principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial), así como a las políticas de algunos países asiáticos (Malasia, Indonesia e India), orientadas a reducir las áreas de cultivo.

El valor de las exportaciones de energía eléctrica se incrementó US\$53.0 millones (125.3%), explicado, principalmente, por las inversiones en la red de transmisión de electricidad del país, situación que ha permitido satisfacer el aumento de la demanda proveniente, principalmente, de El Salvador y de Honduras (incrementos de US\$38.0 millones y US\$13.2 millones, respectivamente).

Finalmente, las ventas al exterior de azúcar aumentaron US\$43.6 millones (6.0%), reflejo del incremento en el precio medio de exportación (12.2%), que pasó de US\$17.58 a US\$19.73 por quintal, entre noviembre del año anterior y noviembre de 2017, lo cual compensó, parcialmente, la caída en el volumen (5.5%). Según *The Public Ledger*²³, el aumento en el precio internacional del azúcar se asocia a la significativa reducción en la producción de caña de azúcar en India y la República Popular China, así como a las perspectivas de una moderada producción en Brasil, en todos los casos por previsiones de condiciones climáticas adversas. Por su parte, la moderada caída en el volumen se explica, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Azasgua), por el bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016 y 2016-2017, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

Entre los rubros de exportaciones que registraron disminuciones destacan el plomo, por US\$141.3 millones (48.1%), y las piedras y metales preciosos y semipreciosos por US\$136.8 millones (58.8%); la reducción en el volumen exportado se debe, en el primer caso, a la suspensión temporal de la Minera San Rafael; en tanto que en el segundo, por el cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora.

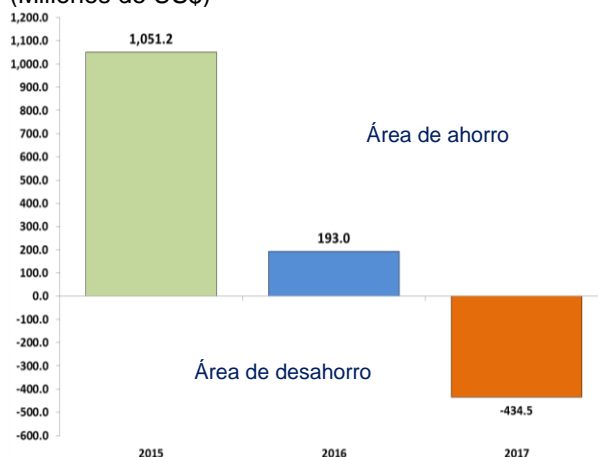
El aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (7.2%), estuvo determinado, como se indicó, por el incremento, tanto en el volumen importado (1.5%), como en el precio medio de importación (6.1%). El alza en el volumen importado se explica, principalmente, por el desempeño del precio medio de los combustibles y lubricantes, que fue contrarrestado, parcialmente, por la disminución que se registró en el precio medio de

algunas importaciones, particularmente de bienes de consumo duradero y de materiales de construcción. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de combustibles y lubricantes (21.3%), bienes de capital (10.1%), materias primas y productos intermedios (7.1%), y bienes de consumo (1.3%); mientras que se registró una disminución en el valor de los materiales de construcción (3.7%).

La evolución del precio medio del crudo respecto de similar periodo del año anterior, ha provocado, que el ahorro acumulado que hasta 2016 se venía observando en la factura petrolera²⁴ comience a reducirse. En efecto, a noviembre de 2017, la factura petrolera registró un aumento de US\$434.5 millones, que contrasta con lo que se observó en 2015 y 2016 (ahorros totales de US\$1,051.2 millones y US\$193.0 millones, respectivamente).

Gráfica 39

Variación Absoluta Acumulada del Rubro de Combustibles y Lubricantes (1)
(Millones de US\$)



(1) Con información a noviembre de 2017.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 31 de diciembre, continuó reflejando un dinamismo importante (14.4%), al situarse en US\$8,192.2 millones, superior en US\$1,032.2 millones al monto alcanzado en igual periodo del año anterior. Dicho resultado sigue explicándose, principalmente, por la reducción del nivel de desempleo hispano en Estados Unidos de América, al incremento del número de

²³ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

²⁴ Se refiere al total de importaciones en el rubro de combustibles y lubricantes.

guatemaltecos que residen en dicho país²⁵, así como por el continuo y creciente temor sobre la postura anti-inmigratoria del gobierno estadounidense, lo cual ha estimulado que algunos migrantes envíen parte de sus ahorros, en adición a la remesa que solían enviar.

Al 31 de diciembre de 2017, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$11,769.5 millones, mayor en US\$2,609.1 millones al de diciembre de 2016, dicho aumento refleja, principalmente, las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas por US\$2,453.1 millones y la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones. El referido nivel de RIN equivale a 7.9 meses de importación de bienes; por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

²⁵ Con base en los resultados de la Encuesta Sobre Migración Internacional de Personas Guatemaltecas y Remesas 2016. Organización Internacional para las Migraciones. Febrero de 2017.

RECUADRO 4

MIGRACIÓN INTERNACIONAL, REMESAS E INCLUSIÓN FINANCIERA: EL CASO DE GUATEMALA

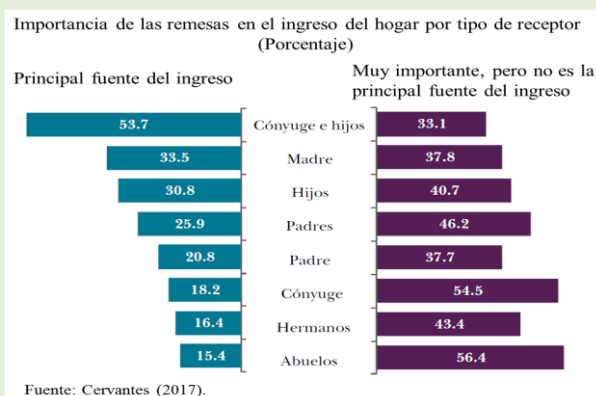
Las remesas familiares representan una fuente importante de divisas para los países receptores, especialmente en economías pequeñas, constituyéndose en una fuente potencial de inversión y de estímulo al consumo, dado que los ingresos derivados de estas han llegado a alcanzar una proporción significativa del PIB en algunos países. En 2016, Guatemala fue la segunda principal economía receptora de remesas familiares en América Latina y el Caribe (después de México), registrando un ingreso de US\$7,160.0 millones (equivalente a 10.4% del PIB).

El Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) en conjunto con el Fondo Multilateral de Inversión (FOMIN), llevaron a cabo entre diciembre 2016 y enero 2017, un estudio de campo en el aeropuerto internacional La Aurora, mediante encuestas realizadas a emigrantes guatemaltecos que visitaron el país con motivo de los festividades de fin de año. El estudio permitió identificar diversos aspectos relacionados con el perfil del emigrante (género, edad, escolaridad, sector de actividad en que labora y nivel de ingreso, entre otros); con las características del envío de remesas familiares (frecuencia, monto, costo, modalidad y destinatario); así como con aspectos relacionados con la inclusión financiera, tanto del remitente como del receptor. Para el efecto, se llevaron a cabo 2,005 entrevistas a emigrantes guatemaltecos (66.4% hombres y 33.6% mujeres), en su mayoría residentes en los Estados Unidos de América (96.7%) y Canadá (2.0%).

En lo que respecta a el perfil del emigrante, los resultados de la encuesta destacan que del total de encuestados, el 77.1% envía regularmente remesas a Guatemala; que la totalidad de los entrevistados se encontraba en edad de trabajar (entre 18 y 65 años de edad); y que todos ellos han vivido en promedio 17.8 años fuera de Guatemala. Además, los resultados indican que la edad media de emigración ha aumentado, ya que en 1984 el promedio era de 22.8 años, en tanto que en 2010 aumentó la edad a 29.2 años.

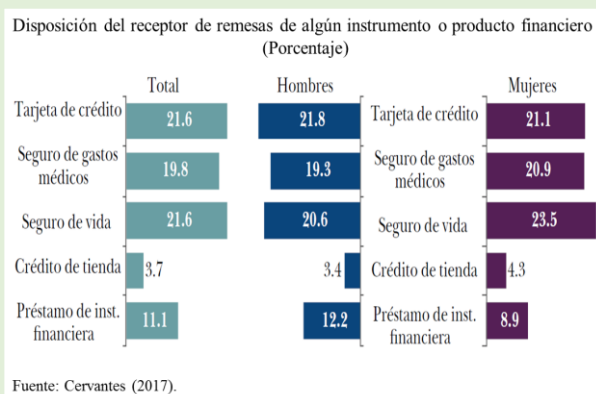
En cuanto a las características del envío de remesas familiares, los principales resultados de la encuesta revelan que los beneficiarios son fundamentalmente los miembros del núcleo familiar de los remitentes, así como que el propósito fundamental es cubrir los gastos de manutención, educación y salud de los receptores. El estudio refleja que el monto de la remesa mensual promedio asciende a US\$462.00, lo que equivale a 13.7% del ingreso mensual promedio reportado por los entrevistados.

Al considerar la relevancia de las remesas en el ingreso del hogar, resulta que son más importantes cuando son enviadas al cónyuge y los hijos, dado que en el 53.7% de los casos son la principal fuente de ingreso del hogar. Los resultados también indican que el 86.8% de los casos la remesa que manda el remitente encuestado al cónyuge y los hijos representan la principal fuente de ingreso del hogar o son muy importantes, aunque no constituyan la principal fuente de ingreso.



Adicionalmente, los resultados muestran que, en general, el valor remesado mensualmente aumenta conforme el nivel de ingresos de los remitentes; en ese sentido, el estudio encontró que el ingreso mensual promedio de los encuestados es de US\$3,319.00 (US\$3,559.00 los hombres y US\$2,908.00 las mujeres), identificándose que también existe una diferencia significativa entre las actividades productivas.

Por su parte, en el caso de los aspectos relacionados con la inclusión financiera tanto de los remitentes como de los receptores, resalta el importante grado de bancarización de los remitentes, ya que el 78.8% señaló que tiene cuenta bancaria en el país que residen, en tanto que el 66.6% de los receptores posee una cuenta bancaria en Guatemala. Asimismo, los resultados sugieren la existencia de una relación positiva entre el nivel educativo del remitente y el grado de bancarización de los receptores de remesas, lo que aumentaría la posibilidad de tener acceso a productos y servicios financieros; sin embargo, los resultados muestran que dicho acceso aún es limitado, ya que únicamente el 21.6% cuentan con tarjeta de crédito y el 11.1% cuenta con préstamo en alguna institución financiera.



Los resultados obtenidos indican que en Guatemala existe un amplio margen de acción para aumentar el grado de inclusión financiera de los receptores de remesas.

Fuente: Cervantes, Jesús A. (2017). "Migración internacional, remesas e inclusión financiera. El caso de Guatemala". Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Octubre.

4. Finanzas públicas

Durante 2017, las finanzas públicas se caracterizaron por que los ingresos evolucionaron cercanamente a lo previsto; no obstante, el efecto temporal de la exoneración de multas empezó a moderarse en agosto, por lo que la brecha de recaudación tributaria se amplió en septiembre y octubre; en tanto que el crecimiento del gasto público, que fue dinámico en el segundo trimestre, se moderó nuevamente a partir del tercer trimestre, por lo que el grado de ejecución presupuestaria se ubica por debajo de lo registrado en el mismo periodo de años anteriores, razón por la cual el estímulo fiscal deseado se habría disipado al evolucionar el gasto público por debajo de lo previsto, lo que implica un déficit fiscal menor al esperado.

Por el lado de los ingresos, la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017, mediante el cual se otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes, ayudó a reducir la brecha de recaudación tributaria²⁶, particularmente en el primer mes de vigencia. En lo que respecta a los gastos, a pesar de la disponibilidad de recursos de la caja fiscal y de una mejor programación financiera, la baja ejecución de algunas entidades debido a los retrasos en los procesos de adquisición y contratación de insumos; en la construcción y mantenimiento de la red vial; así como a la escasa ejecución del financiamiento proveniente de préstamos externos (29.2% a diciembre), moderaron la expansión del gasto público.

En este contexto, con base a cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, al 31 de diciembre de 2017 los ingresos tributarios y los gastos totales crecieron 4.8% y 6.6%, en su orden. Respecto del PIB, los ingresos tributarios se ubicaron en 10.2%, el gasto público total en 12.1% y el déficit fiscal en 1.3%.

a) Ingresos

Al 31 de diciembre de 2017, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.2% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 4.8% que registraron los ingresos tributarios (94.6% de los ingresos totales) en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de

capital y donaciones) registraron una reducción de 4.0%, respecto de lo observado en 2016.

La vigencia del Acuerdo Gubernativo 82-2017 (exoneración de multas) aportó ingresos extraordinarios al 31 de diciembre por alrededor de 0.2% del PIB, en tanto que en 2016, las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria permitieron una recaudación extraordinaria de alrededor de 0.4% del PIB.

Los impuestos directos crecieron levemente 0.6%, afectados por el bajo desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual, aunque generó una brecha positiva de Q65.0 millones respecto a la meta de recaudación, se redujo 1.2%, según cifras preliminares al 31 de diciembre de 2017. En lo que respecta a los impuestos indirectos, estos aumentaron 7.3%, destacando el Impuesto al Valor Agregado (IVA), que creció 8.2% (el IVA doméstico 9.0% y el IVA importaciones 7.4%); por otra parte, los derechos arancelarios aumentaron 5.4% y el impuesto sobre derivados del petróleo 3.2% (ver gráfica 40).

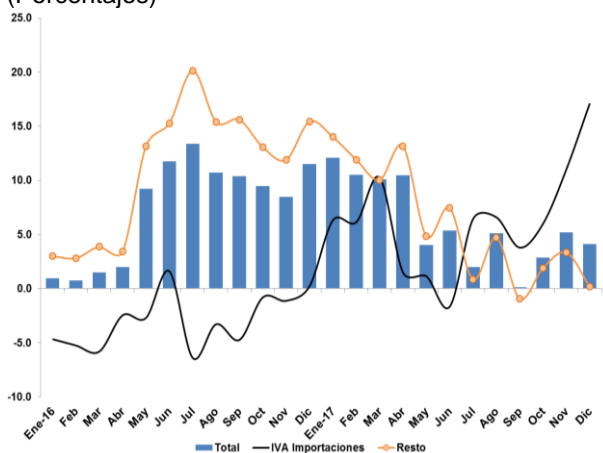
Según las autoridades tributarias, un factor que afectó la recaudación de impuestos asociados a las importaciones fue la apreciación del tipo de cambio nominal; sin embargo, el valor de las importaciones de bienes de territorio aduanero registraron un crecimiento acumulado a noviembre de 8.7% y, en particular, las de combustibles y lubricantes aumentaron 26.3%, comportamiento más dinámico al previsto en el presupuesto aprobado (crecimiento de 4.5%), lo que compensó el efecto adverso de la apreciación cambiaria²⁷.

²⁶ Dicho Acuerdo, vigente a partir del 20 de mayo de 2017, otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes que paguen el 100% de los impuestos adeudados, por los periodos impositivos terminados antes del 1 de enero de 2017. La exoneración será de 100%, 95% y 90% si el pago del impuesto se realiza dentro del primer, segundo y tercer mes de vigencia, respectivamente. Mediante Acuerdo Gubernativo Número 182-2017 se prorrogó la vigencia de la exoneración hasta el 19 de septiembre de 2017.

²⁷ Por otra parte, cabe agregar que la apreciación del tipo de cambio nominal permitió economías presupuestarias en el pago del servicio de la deuda pública expresada en moneda extranjera y en la adquisición de bienes y servicios de origen importado; asimismo, contribuyó a reducir el indicador del saldo de la deuda pública externa como porcentaje del PIB.

Gráfica 40

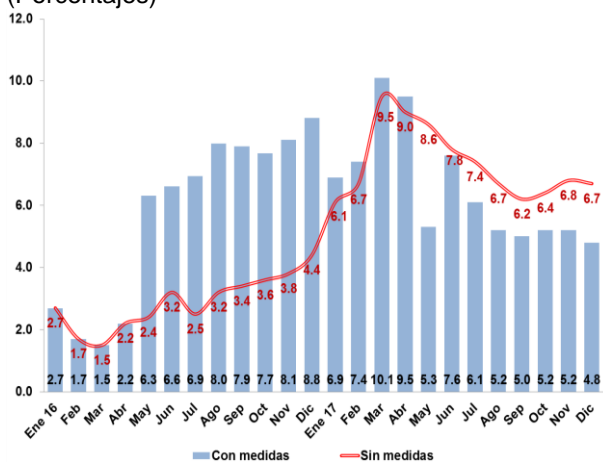
Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2016-2017
(Porcentajes)



(1) Variación interanual media móvil de tres meses.
(2) Cifras preliminares a diciembre de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Gráfica 41

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2016-2017
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada.
(2) Cifras preliminares a diciembre de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Con relación al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 31 de diciembre de 2017, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q56,681.8 millones, equivalente a 97.7% de la meta para dicho periodo (Q57,994.8 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q1,313.0 millones (2.3%).

b) Gastos

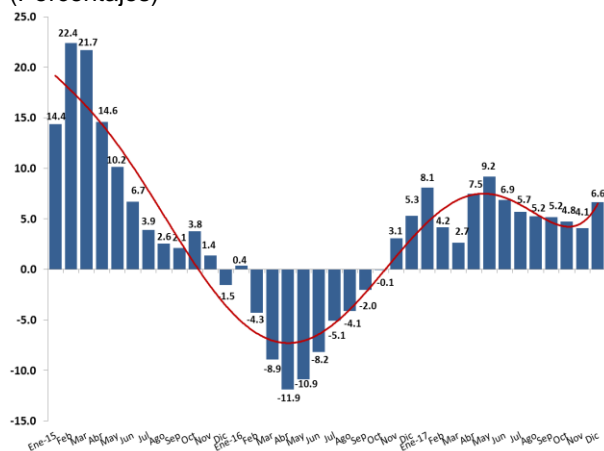
Al 31 de diciembre de 2017, el gasto público aumentó 6.6%, respecto de similar periodo del año anterior, apoyado por el aumento en la disponibilidad de recursos en la caja fiscal del gobierno, así como por una mejora en la programación, derivado de la aprobación de cuotas financieras cuatrimestrales; en contraste, el mismo fue moderado por la baja ejecución en algunas entidades de gobierno que han enfrentado limitaciones para el cumplimiento de las normas presupuestarias, así como por la baja ejecución del gasto financiado con préstamos externos. Como resultado, el grado de ejecución presupuestaria fue inferior al observado el año previo.

Los gastos de funcionamiento aumentaron 5.9% y los de capital 10.2%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes crecieron 9.9%, destacando los mayores recursos destinados hacia las pensiones y jubilaciones, al Instituto Nacional de Electrificación, a las entidades autónomas y a las entidades del sector justicia, entre otras; incremento que fue compensado, parcialmente, por la reducción en los gastos de bienes y servicios (3.8%). Por su parte, el gasto de capital, aunque muestra un mayor dinamismo dicho comportamiento se debe a la baja ejecución registrada el año previo.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 91.7%, inferior a la registrada en 2016 (92.1%). Los mayores porcentajes de ejecución se observan en el Servicio de la Deuda Pública (98.0%), las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (95.4%), y en el Ministerio de Educación (92.0%); en tanto que dentro de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (71.1%) y el Ministerio de Desarrollo Social (58.3%).

Gráfica 42

Gasto Público y Tendencia (1) (2)
Años: 2016-2017
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a diciembre de 2017.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 31 de diciembre, resultó en un déficit fiscal de Q7,329.9 millones (1.3% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q5,572.7 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q1,179.0 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q769.8 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q3,268.7 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q6,623.7 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q9,380.9 millones, primas netas por colocación de deuda interna por Q175.6 millones, vencimientos por Q2,286.8 millones y amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala del ejercicio contable 2015 por Q646.0 millones (de un total de Q1,449.0 millones). Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q472.8 millones.

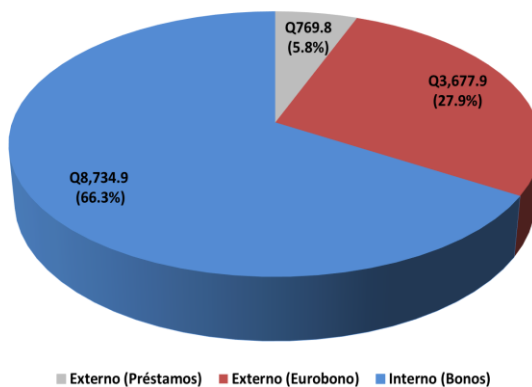
Para el ejercicio fiscal 2017 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q13,150.3 millones, de los cuales Q10,863.5 millones corresponden a la nueva emisión y Q2,286.8 millones al roll-over. Al 31 de diciembre, se había colocado el 99.3% del monto autorizado, Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) en el mercado internacional a 10 años plazo con tasa de interés de cupón de 4.375% y tasa de rendimiento de 4.50%; asimismo, se colocaron Q8,734.9 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento 14/11/2018, 26/07/2022,

15/12/2027, 02/08/2029 y 27/04/2032 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.25%, 5.50%, 6.89%, 6.97% y 7.08%, respectivamente.

Al 31 de diciembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q72,735.9 millones, mayor en Q7,094.1 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,181.5 millones, mayor en US\$166.0 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones).

Gráfica 43

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)
Año: 2017
(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 31 de diciembre de 2017.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2017

1. Tasa de interés líder de política monetaria

Conforme el calendario previsto para 2017, 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.

Con excepción de la reunión de noviembre, cuando redujo la tasa de interés líder en 25 puntos básicos, la Junta mantuvo dicha tasa en 3.00%, por lo que al finalizar el año, la tasa de interés líder de política monetaria se ubicó en 2.75%.

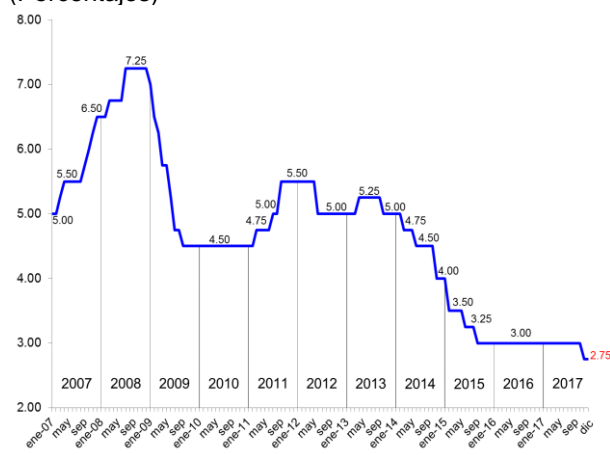
Para esas decisiones, la Junta tomó como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial continuaron reflejando mejores perspectivas, tanto para 2017 como para 2018, aunque con riesgos a la baja. Asimismo, tomó

en cuenta que los pronósticos de los precios de las principales materias primas permanecieron estables, en niveles aún bajos. En el ámbito interno, destacó que algunos indicadores de actividad económica reflejaron un comportamiento dinámico (comercio exterior y remesas familiares); en contraste, el crédito bancario al sector privado y el gasto público, aunque crecieron mantuvieron una tendencia a la desaceleración. En cuanto a la inflación, reiteró que el pronóstico de la inflación total y las expectativas para el cierre de 2017 y para 2018, se ubican dentro del margen de tolerancia de la meta; mientras que el pronóstico de la inflación subyacente se situó a lo largo del año alrededor del límite inferior del margen de tolerancia de dicha meta. En la reunión de noviembre, la Junta consideró además, que el impulso fiscal esperado para la actividad económica en 2018 podría no materializarse, que habría aumentado el riesgo de que por factores extraeconómicos se prolongara la fase descendente del ciclo económico y que las condiciones de inflación subyacente observadas y proyectadas continúen siendo relativamente benignas, aunque se destacó que el relajamiento monetario adicional debía ser moderado.

La Junta Monetaria reiteró su compromiso de mantener 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 aleje de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el propósito de seguir fortaleciendo el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Gráfica 44

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



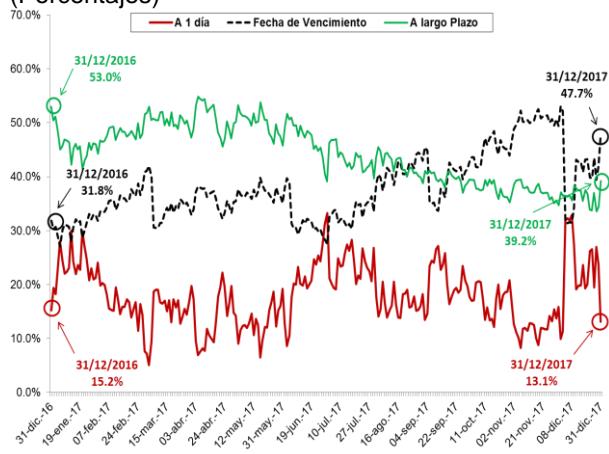
(1) Con Información a diciembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

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 registraron excedentes de liquidez superiores a los estimados en diciembre del año previo, asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario; al 31 de diciembre, las referidas operaciones crecieron Q7,765.6 millones, de los cuales el 67.1% corresponde al sector privado y el 32.9% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2016, el 15.2% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 31 de diciembre de 2017 la referida proporción disminuyó a 13.1%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 31.8% en diciembre de 2016 a 47.7% a diciembre de 2017, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 13.8 puntos porcentuales (de 53.0% en 2016 a 39.2% en 2017). El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.3% del PIB, igual que el año previo.

Gráfica 45

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 31 de diciembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

3. Tipo de cambio nominal

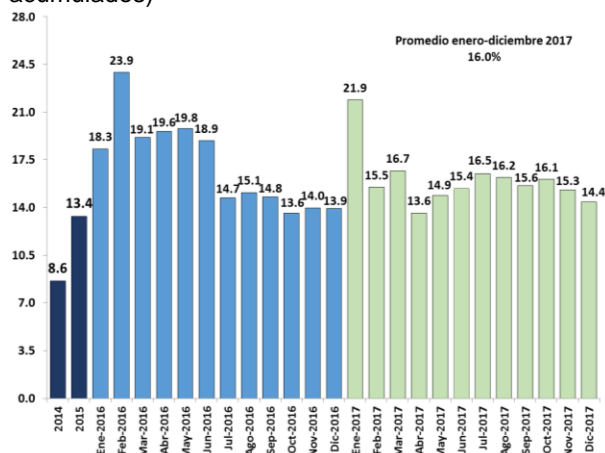
En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la

inflación como la única ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente, evitando que los ajustes se trasladen directamente al empleo y a la producción, pues resulta en un amortiguador de los choques externos, como el derivado de los términos de intercambio.

Al 31 de diciembre, se registró una apreciación nominal de 2.36% en términos interanuales, menor a la registrada en meses anteriores, que se explica, principalmente, por cuatro factores fundamentales. El primer factor se asocia al comportamiento al alza que se ha venido observando en el flujo de divisas por remesas familiares, cuya tasa de crecimiento es de dos dígitos (ver gráfica 46).

Gráfica 46

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

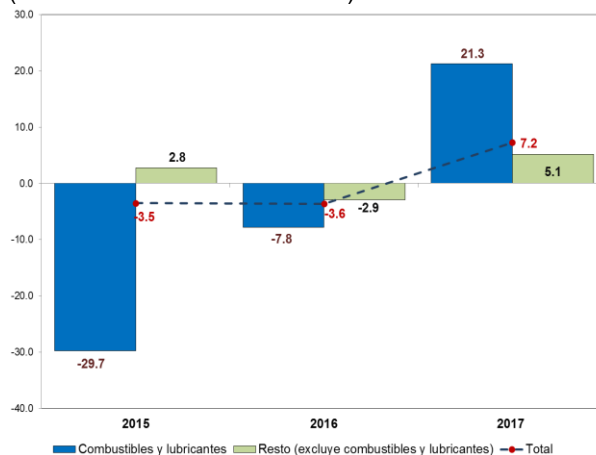


Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), asociada, por una parte, a la disminución de los precios internacionales del petróleo, que provocó un ahorro en la importación de combustibles en 2015 y en 2016, lo que, a su vez, contribuyó a generar un excedente de divisas en el mercado y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también registraron disminuciones en sus precios medios de importación (ver gráfica 47). No obstante, este factor empezó a revertirse, como consecuencia del incremento que ha registrado el valor de estas importaciones a noviembre 2017.

Gráfica 47

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



(1) A Con información a diciembre de cada año. Para el caso de 2017, a noviembre.

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

El tercer factor se refiere a la contracción en el gasto público que persistió hasta octubre de 2016; aunque cabe mencionar que desde finales de dicho año, este factor también comenzó a tener menos influencia.

En adición a los factores antes mencionados, que han tenido un efecto importante en el tipo de cambio nominal en los años previos, en 2017 se ha agregado un factor adicional relativo al crecimiento en el valor de las exportaciones superior a lo esperado, asociado, en buena medida, al comportamiento al alza de los precios medios de las exportaciones y, en menor medida, por el aumento del volumen exportado.

Los cuatro factores mencionados han generado un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se ha traducido en un excedente en la oferta de divisas en el mercado cambiario, contribuyendo a mantener las expectativas de apreciación cambiaria por parte de los agentes económicos.

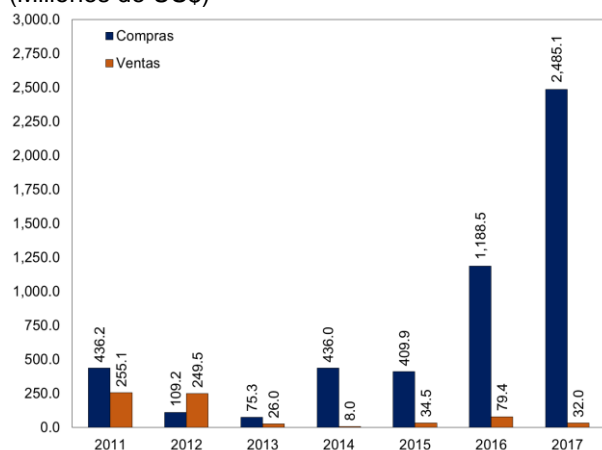
Como se indicó, la política cambiaria favorece la flexibilidad del tipo de cambio nominal mediante la participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin alterar su tendencia, mediante una regla de participación. El Banco de Guatemala, a partir del 24 de febrero de 2017, implementó ajustes operativos a la regla de participación en dicho mercado (horario de participación) e inició la captación temporal de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante

subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Adicionalmente, a partir del 3 de agosto, dispuso que, cuando en un mismo día se cumplan los criterios para la participación, tanto para la compra como para la venta de dólares de los Estados Unidos de América, convocará a subasta de compra y a subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América.

Al 31 de diciembre de 2017, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario generó compras por US\$2,485.1 millones y ventas por US\$32.0 millones (gráfica 48), equivalentes, en su orden, a 5.66% y 0.07% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas. En 2016 las compras ascendieron a US\$1,188.5 millones y las ventas a US\$79.4 millones, equivalentes a 2.93% y 0.20% del total negociado, respectivamente. En lo que respecta a los depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, entre el 24 de febrero y el 31 de diciembre se efectuaron colocaciones por US\$341.2 millones y hubo vencimientos por US\$146.2 millones, por lo que el saldo de dichos depósitos al 31 de diciembre fue de US\$195.0 millones.

Gráfica 48

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



(1) Con información a diciembre de cada año.
Fuente: Banco de Guatemala.

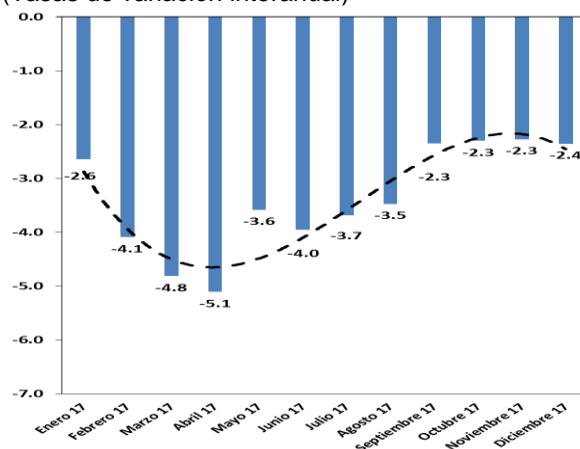
La apreciación interanual del tipo de cambio nominal durante 2017 alcanzó un máximo de 5.28% el 16 de abril y se redujo gradualmente hasta alcanzar un nivel de 2.36% al 31 de diciembre, como resultado no solo de la reversión gradual del efecto de algunos de los factores mencionados, sino también de las medidas adicionales implementadas por parte del Banco Central, las cuales han permitido

reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia.

Gráfica 49

Tipo de Cambio Nominal
Año 2017 (1)

(Tasas de variación interanual)



(1) Al 31 de diciembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2018

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

En el documento relativo a las perspectivas de la economía mundial (publicado en octubre del presente año), el FMI estimó que el crecimiento económico mundial, tanto para 2017 como para 2018, sería ligeramente superior al previsto en abril de 2017, debido principalmente, a la recuperación del comercio internacional, al incremento en la inversión privada, al dinamismo de la producción manufacturera y a los elevados niveles de confianza (empresarial y del consumidor). Este escenario considera, tanto para la Zona del Euro como para la República Popular China, un mejor desempeño respecto de lo esperado, pero una moderada revisión a la baja para Estados Unidos de América, ante los débiles resultados de su actividad económica durante el primer trimestre y las dificultades que a lo largo del año enfrentó la administración Trump para aprobar las medidas de estímulo fiscal anunciadas a inicios de año. Por su parte, el FMI advierte que persisten riesgos a la baja en el mediano plazo, relacionados, fundamentalmente, con el sesgo proteccionista en algunas de las principales economías avanzadas, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, el débil incremento de la productividad, la desigualdad del ingreso y la intensificación de las tensiones geopolíticas.

El FMI estima que la actividad económica mundial registraría un crecimiento de 3.7% en 2017 y de 3.9% en 2018, tasas superiores a la observada en 2016 (3.2%). Las economías avanzadas crecerían 2.3% en 2017 y en 2018, resultado de los mayores volúmenes de comercio internacional y de inversión, apoyados por la mejora en la demanda externa y los elevados niveles de confianza empresarial. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.7% en 2017 y 4.9% en 2018, impulsadas, principalmente, por las condiciones financieras aún benignas y la recuperación de las economías avanzadas; destacando que en la República Popular China se registraría una tasa de crecimiento levemente superior a la de 2016; en India continuaría el dinamismo del crecimiento económico; mientras que en Rusia y Brasil, se observaría un mejor desempeño, dado que se encuentran en la fase de recuperación, luego de las recesiones que experimentaron recientemente.

En lo que respecta a las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento de 2.3% en 2017 y de 2.6% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo privado, en un ambiente de condiciones financieras aún favorables, un mercado laboral robusto, una sólida confianza empresarial y de los consumidores y una política fiscal expansiva, resultado del estímulo fiscal que brindarían, en el corto plazo, las reducciones fiscales. Sin embargo, aunque la reforma tributaria se aprobó a finales de 2017, la implementación del resto de medidas de política económica anunciadas por el presidente Trump sigue siendo incierta. En ese contexto, la Reserva Federal mejoró las proyecciones de crecimiento económico para el corto plazo, debido a los efectos positivos que podrían derivarse de la reforma fiscal.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 2.4% en 2017 y se desaceleraría a 2.2% en 2018. Dicho crecimiento, se atribuye, fundamentalmente, a la resiliencia del consumo privado y a la mayor demanda externa, apoyada por políticas fiscales moderadamente expansivas en algunas de las principales economías de la Zona y la continuidad de una política monetaria altamente expansiva; así como una menor incertidumbre en el ámbito político, lo cual reforzaría la confianza del sector privado y continuaría impulsando la inversión y el empleo.

En el Reino Unido, la actividad económica crecería 1.7% en 2017 y se moderaría a 1.5% en 2018, ante la desaceleración del consumo privado, en respuesta a la reducción del ingreso de los hogares, derivado de la depreciación de la libra esterlina, efecto que sería compensado, parcialmente, por el aumento de las exportaciones y de la inversión privada. Sin embargo, las perspectivas continúan inciertas y dependen, en buena medida, de las nuevas condiciones económicas, financieras y comerciales que logre negociar con la Unión Europea, en el marco del *Brexit*.

En Japón, el crecimiento económico continuaría siendo positivo, pero aún moderado (1.8% en 2017 y 1.4% en 2018), apoyado por el fortalecimiento de la demanda externa, especialmente del sudeste asiático, el mantenimiento

de condiciones monetarias expansivas y medidas de estímulo fiscal, aunque se prevé que el apoyo de dichas políticas económicas se moderaría el presente año.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque existe heterogeneidad a nivel de países, en conjunto continúan contribuyendo de manera relevante al crecimiento de la actividad económica mundial y en una proporción mayor que las economías avanzadas. En la República Popular China, el crecimiento económico sería de 6.8% en 2017 y 6.6% en 2018, impulsado, principalmente, por las políticas de estímulo fiscal, particularmente las destinadas a incrementar la inversión pública, lo cual contribuiría al cumplimiento del objetivo de las autoridades chinas de duplicar el PIB real entre 2010 y 2020. Cabe destacar que la desaceleración prevista en el mediano plazo está determinada por la agenda económica orientada a reequilibrar su modelo de crecimiento, haciéndolo menos dependiente de la inversión y de las exportaciones; no obstante, prevalecen importantes retos en materia de vulnerabilidad financiera, principalmente relacionados con el alto nivel de apalancamiento.

En América Latina, el crecimiento económico registraría una recuperación tanto en 2017 como en 2018; sin embargo, dicho crecimiento continuaría siendo bajo y con un alto grado de heterogeneidad entre los países de la región; destacando la recuperación de Brasil, Argentina y Ecuador, la menor contracción económica en Venezuela y la relativa estabilidad en el crecimiento de los países de Centroamérica. Adicionalmente, las perspectivas de la región responden, principalmente, al mayor impulso del sector externo, resultado de la ligera mejora en los términos de intercambio y de la creciente demanda externa, dado que persistiría la debilidad de la demanda interna, ante el pesimismo reflejado en los indicadores de confianza económica, la debilidad de los mercados laborales y la incertidumbre política prevaleciente en algunos países, lo que podría desacelerar la inversión interna. La actividad económica de la región, en promedio, crecería 1.3% en 2017 y 1.9% en 2018.

En Brasil, luego de dos años de recesión, el crecimiento económico retornaría a tasas positivas (1.1% en 2017 y 1.9% en 2018), resultado del incremento de las exportaciones y de la estabilización de la demanda interna y, en menor medida, de la postura expansiva de la política monetaria; no obstante, la incertidumbre política continuaría incidiendo en la recuperación económica, en la medida en que afecte la confianza del sector privado y las decisiones de inversión.

En México, la actividad económica se desaceleraría a un ritmo de 2.1% en 2017 y de 2.3%

en 2018 (2.9% en 2016), reflejando el moderado crecimiento del consumo y la debilidad de la inversión, principalmente ante la reducción del gasto en infraestructura pública. Sin embargo, las perspectivas económicas continúan presentando una alta incertidumbre, relacionadas con el complejo entorno externo, ante las preocupaciones sobre el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés), así como por los efectos de la reforma fiscal en Estados Unidos de América. A mediano plazo, las reformas estructurales implementadas en el sector financiero y en el de energía y telecomunicaciones, así como en el mercado de trabajo, contribuirían a impulsar su crecimiento.

En Chile y Colombia, el crecimiento económico registraría 1.7% en 2017, acelerándose en 2018 a 3.0%. En el caso de Chile, la recuperación estaría respaldada, por un lado, por el alza de los precios del cobre y, por el otro, por el mayor nivel de confianza entre las empresas, particularmente luego de la moderación de la incertidumbre política que rodeó las elecciones presidenciales del año pasado. Por su parte, las perspectivas de recuperación en Colombia son favorables, tanto por la expansión de las exportaciones y de la inversión en infraestructura, así como por el incremento de los precios del petróleo.

En Centroamérica, el crecimiento económico se mantendría estable, ubicándose en 3.6% en 2017 y 3.4% en 2018, apoyado por el dinamismo del consumo privado, debido, en alguna medida, al aumento de las remesas familiares, particularmente en Guatemala, El Salvador y Honduras, pero también por las mejores expectativas respecto del desempeño de la actividad económica estadounidense, su principal socio comercial. No obstante, prevalecen los riesgos relativos al alcance que tendrían las reformas migratorias en ese país.

2. Inflación mundial

La inflación internacional se ha estabilizado en niveles similares a los registrados en 2016. En el caso de las economías avanzadas, reflejo de la moderación de los precios de la energía y el efecto de algunos factores transitorios y, en el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, de la apreciación de sus monedas y la relativa estabilidad en los precios del petróleo.

De acuerdo con las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.2% tanto en 2017 como en 2018. En las economías avanzadas se ubicaría en 1.5% y 1.9%, en su orden; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en 4.5% y 4.2%, respectivamente.

En Estados Unidos de América, a pesar del fortalecimiento del mercado laboral y la depreciación del dólar estadounidense, las presiones inflacionarias permanecerían contendidas, por lo que la inflación se situaría en 2.1% en 2017 y 2.3% en 2018, facilitando el proceso de normalización de la política monetaria; no obstante, la expansión de la política fiscal podría ejercer presiones adicionales al alza y condicionar el sesgo de la política monetaria.

En la Zona del Euro, la inflación se mantendría estable en el corto plazo, influenciada, principalmente, por el comportamiento de los precios de la energía; aunque la fortaleza de la demanda interna, la mejora del mercado laboral y el aumento de los salarios, podría inducir a algunas presiones inflacionarias. Además, para ello el Banco Central Europeo estima que aún sería necesaria una postura expansiva de la política monetaria que oriente la inflación a niveles cercanos a la meta de largo plazo (2.0%), dado que en los próximos años aún permanecería por debajo de ese nivel (1.4% en 2017 y 1.6% en 2018).

En el Reino Unido, el incremento de los costos de las importaciones, reflejo de la depreciación cambiaria, continuaría provocando que la inflación supere la meta de 2.0% establecida por el Banco de Inglaterra, al situarse en 3.0% en 2017 y 2.6% en 2018.

En Japón, la inflación habría crecido levemente en 2017, al situarse en 0.6%, y mantendría el mismo nivel en 2018, a pesar de los efectos de políticas monetaria y fiscal ampliamente acomodaticias.

En la República Popular China, la inflación se mantendría moderada y por debajo de la meta, situándose en 1.8% en 2017 y 2.4% en 2018, debido, entre otros factores, a los menores precios de los alimentos, al endurecimiento de las condiciones monetarias y al fortalecimiento del yuan.

En América Latina, la inflación se ubicaría en 4.2% en 2017 y en 3.6% en 2018, aunque con considerables diferencias entre países. En Brasil, se reduciría a 3.0% en 2017 y aumentaría levemente a 4.0% en 2018, como consecuencia del desvanecimiento de importantes choques de oferta, la brecha del producto aún negativa y la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal. En México, la inflación se ubicaría en 6.8% en 2017, por arriba del rango establecido por el Banco de México, como consecuencia del incremento reciente en los precios de productos agropecuarios, los cambios en las tarifas de transporte y la depreciación acumulada del tipo de cambio nominal; en tanto que en 2018 se ubicaría en 3.5%, acorde con la trayectoria convergente de la inflación hacia la meta, ante el desvanecimiento de los ajustes antes mencionados y

la ausencia de presiones significativas de demanda agregada. En Chile y Colombia, la inflación se mantendría dentro de la meta en 2018, al ubicarse en 2.9% en Chile y 3.1% en Colombia. En Perú, la inflación se aceleraría a 2.5% en 2018. Finalmente, en Centroamérica, la inflación registraría un aumento moderado, situándose, en promedio, en 4.1% en 2017, asociada, en buena medida, a la reversión del choque de oferta favorable relativo al precio interno de los combustibles y a mayores precios de los alimentos en algunos países; mientras que para 2018 se ubicaría en 4.0%.

Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2016	Proyecciones		2016	2017 ^{al}	Proyecciones
		2017	2018			2018
Principales socios						
Estados Unidos	1.5	2.3	2.6	2.2	2.1	2.3
El Salvador	2.4	2.3	2.1	-0.9	2.0	2.0
Honduras	3.6	4.0	3.6	3.3	4.7	4.0
Zona del Euro	1.8	2.4	2.2	1.1	1.4	1.6
México	2.9	2.1	2.3	3.4	6.8	3.5
Otros socios						
Colombia	2.0	1.7	3.0	5.7	4.1	3.1
Japón	0.9	1.8	1.4	0.3	0.6	0.6
Brasil	-3.5	1.1	1.9	6.3	3.0	4.0
Chile	1.6	1.7	3.0	2.8	2.3	2.9
Perú	4.0	2.7	4.0	3.2	1.4	2.5
Reino Unido	1.9	1.7	1.5	1.2	3.0	2.6
República Popular China	6.7	6.8	6.6	2.1	1.8	2.4
Mundial	3.2	3.7	3.9	3.1	3.2	3.2
-Economías avanzadas	1.7	2.3	2.3	1.5	1.5	1.9
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.4	4.7	4.9	4.2	4.5	4.2
-América Latina y el Caribe (1)	-0.7	1.3	1.9	4.6	4.2	3.6
-Centroamérica	3.6	3.6	3.4	2.1	4.1	4.0
Principales socios (2)	2.0	2.4	2.5	1.9	2.8	2.5

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, octubre 2017 y actualización a enero de 2018. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a enero de 2017.

^{al} Cifras a diciembre. Japón a noviembre.

(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 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 2.0% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por el saldo superavitario de las transferencias corrientes netas, ante el crecimiento previsto de 10.5% en las remesas familiares, que sería compensado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, los servicios y la renta (ver Cuadro 3).

El comportamiento del comercio exterior sería congruente con el desempeño del comercio mundial. En efecto, según el FMI, el crecimiento del volumen del comercio mundial pasaría de 4.2% en 2017 a 4.0% en 2018. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,948.2 millones, mayor en 6.5% al de 2017. Dicho resultado

estaría determinado por el aumento de US\$169.3 millones (6.1%) 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\$553.1 millones (6.7%). En el caso de los principales productos, el mejor desempeño se asociaría a mayores exportaciones de azúcar, banano, café y cardamomo como resultado de una mejora prevista, tanto en el volumen como en los precios medios de exportación, asociado a la recuperación de la demanda externa. Con relación a los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan alrededor de 5.2%; mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando 7.6%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$17,967.1 millones (crecimiento de 7.0% respecto de 2017), que se reflejaría en aumentos en los rubros de combustibles y lubricantes (9.7%), bienes de consumo (7.0%), materias primas y productos

intermedios (6.5%), bienes de capital (5.8%) y materiales de construcción (5.8%).

El superávit en cuenta corriente y el flujo de inversión extranjera directa (5.0%) permitirían aumentar los activos y disminuir algunos pasivos de residentes en el exterior, propiciando que las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementen en US\$500.0 millones²⁸.

²⁸ Cabe indicar que dicho aumento provendría, fundamentalmente, de la implementación del mecanismo de acumulación previsto en la política vigente.

Cuadro 3
BALANZA DE PAGOS
AÑOS: 2016 - 2018
(en millones de US Dólares)

CONCEPTO	2016 ^{p/}	2017 ^{e/}	2018 ^{py/}	Variación			
				2017- 2016		2018-2017	
				Absoluta	%	Absoluta	%
CUENTA CORRIENTE	1,023.4	1,594.0	1,635.3	570.6	55.8	41.3	2.6
A- BALANZA COMERCIAL	-5,185.9	-5,577.2	-6,018.9	-391.3	7.5	-441.7	7.9
Exportaciones FOB	10,581.1	11,215.0	11,948.2	633.9	6.0	733.2	6.5
Mercancías Generales	10,449.3	11,079.9	11,802.3	630.6	6.0	722.4	6.5
Principales Productos	2,477.2	2,781.8	2,951.1	304.6	12.3	169.3	6.1
Otros Productos	7,972.1	8,298.1	8,851.2	326.0	4.1	553.1	6.7
Bienes Adquiridos en Puerto	131.8	135.1	145.9	3.3	2.5	10.8	8.0
Importaciones FOB	15,767.0	16,792.2	17,967.1	1,025.2	6.5	1,174.9	7.0
Mercancías Generales	15,756.3	16,781.7	17,956.0	1,025.4	6.5	1,174.3	7.0
Bienes Adquiridos en Puerto	10.7	10.5	11.1	-0.2	-1.9	0.6	5.7
B- SERVICIOS	-122.5	-176.1	-224.3	-53.6	43.8	-48.2	27.4
Créditos	2,776.1	2,849.7	3,050.7	73.6	2.7	201.0	7.1
Débitos	2,898.6	3,025.8	3,275.0	127.2	4.4	249.2	8.2
C- RENTA	-1,626.9	-1,740.1	-1,962.1	-113.2	7.0	-222.0	12.8
Créditos	491.8	550.9	598.3	59.1	12.0	47.4	8.6
Débitos	2,118.7	2,291.0	2,560.4	172.3	8.1	269.4	11.8
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	7,958.7	9,087.4	9,840.6	1,128.7	14.2	753.2	8.3
Remesas Familiares (Netas)	7,354.1	8,413.1	9,296.5	1,059.0	14.4	883.4	10.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1,059.3	976.6	-1,227.6	-82.7	-7.8	-2,204.2	-225.7
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0	-	0.0	-
B- CUENTA FINANCIERA	1,059.3	976.6	-1,227.6	-82.7	-7.8	-2,204.2	-225.7
1- Inversión Directa	1,067.6	1,090.3	1,147.1	22.7	2.1	56.8	5.2
En el exterior	-117.0	-125.9	-129.9	-8.9	7.6	-4.0	3.2
En Guatemala	1,184.6	1,216.2	1,277.0	31.6	2.7	60.8	5.0
2- Inversión de Cartera	677.2	794.8	477.4	117.6	17.4	-317.4	-39.9
3- Otra Inversión	-685.5	-908.5	-2,852.1	-223.0	32.5	-1,943.6	213.9
Préstamos del Sector Público	-167.6	-341.4	-165.1	-173.8	103.7	176.3	-51.6
ERRORES Y OMISIONES	-691.0	-5.1	92.3	685.9	-99.3	97.4	-1,909.8
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	1,391.7	2,565.5	500.0	1,173.8	84.3	-2,065.5	-80.5
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)^{v/}	-1,391.7	-2,565.5	-500.0	-1,173.8	84.3	2,065.5	-80.5
CUENTA CORRIENTE / PIB	1.5	2.1	2.0				

^{p/} Cifras preliminares.

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

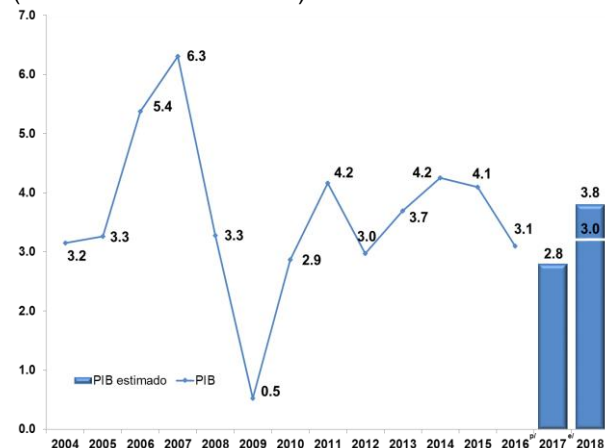
^{v/} De conformidad con el Quinto Manual de Balanza de Pagos, las transacciones de Activos de Reserva del Banco Central registradas en la balanza de pagos no incluyen variaciones en el valor de la tenencia de activos externos, debido a revalorizaciones o desvalorizaciones de precios de mercado.

2. Actividad económica

En el transcurso de 2017, se observó una moderación de los niveles de actividad económica, resultado, entre otros factores, de una ejecución menor a la prevista en el gasto público y la influencia de factores extraeconómicos que habrían desacelerado significativamente la inversión privada, que junto con la menor inversión pública terminaron afectando la demanda interna. Asimismo, se observó una leve desaceleración del principal componente de la demanda interna, el consumo privado. Lo anterior, se vio reflejado en el comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) y del producto interno bruto trimestral. Vale indicar que en términos reales la demanda externa, reflejaría una leve mejora en las exportaciones respecto de la contracción registrada el año previo. Para 2017, el crecimiento del PIB anual se estima en 2.8%. Por su parte, las perspectivas para 2018, con base en la última información disponible en cuanto a las proyecciones sobre la evolución de la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), así como las condiciones económicas internas, anticipan un crecimiento del PIB que podría ubicarse en un rango de entre 3.0% y 3.8%. Dicho comportamiento reflejaría que la demanda interna aumentaría 3.7% en 2018 (2.9% en 2017), debido, principalmente, a que tanto el gasto de consumo de gobierno general, como la formación bruta de capital fijo se recuperarían, porque el consumo privado registraría cierta moderación, aunque seguiría siendo apoyado por el incremento en el ingreso real de los hogares, debido, entre otros factores, al dinamismo en el flujo de remesas familiares, al incremento en el salario formal, al moderado aumento en el crédito bancario al consumo y a la estabilidad el nivel general de precios. Por su parte, la demanda externa real podría aumentar dada la mayor demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país (ver Cuadro 4).

Gráfica 50

Producto Interno Bruto
(Variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas.

pp/ Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación, se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2018.

a) Actividad sectorial

La actividad de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.5% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.32 puntos porcentuales) se estima aumente 3.2%, debido, particularmente, a la recuperación en la producción de caña de azúcar para la zafra 2017-2018, así como por mayores niveles de producción en los cultivos de café, banano, hortalizas, frutas y palma africana, en virtud del comportamiento positivo en la demanda interna y externa de dichos productos y a condiciones climáticas favorables.

Se estima que la actividad de explotación de minas y canteras (con una participación de 0.6% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.04 puntos porcentuales) crezca 3.6%, ante la recuperación en la extracción de minerales metálicos de reiniciar operaciones la Minera San Rafael, así como al incremento en la demanda de piedra, arena y arcilla, por parte de la actividad de construcción.

Las industrias manufactureras (con una participación de 17.5% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.55 puntos porcentuales) crecerían 3.0%, influenciadas, principalmente, por la expectativa de un desempeño favorable en las actividades de alimentos, bebidas y tabaco; y de

fabricación de textiles y prendas de vestir, ante expectativas de un mayor crecimiento en la demanda de dichos bienes. Además, como resultado de una mayor demanda esperada, tanto interna como externa, se espera que las actividades relacionadas con la elaboración de productos químicos; materiales de construcción; productos de metal y papel; y edición e impresión, registren un desempeño positivo.

El suministro de electricidad y captación de agua (con una participación de 3.0% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima que crezca 4.7%, en virtud del dinamismo esperado en la demanda intermedia y final de energía eléctrica; así como al comportamiento positivo de las exportaciones a la región centroamericana.

El sector de construcción (con una participación de 2.7% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.1% en 2018, influenciado por el incremento esperado en la ejecución de obras de ingeniería civil, por parte de la Administración Central; así como por el dinamismo previsto en la construcción de edificaciones privadas para uso residencial.

El comercio al por mayor y al por menor (con un peso relativo de 11.9% en el PIB y una contribución de 0.87 puntos porcentuales) aumentaría a un ritmo de 3.8%, en razón del comportamiento esperado en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno; así como al crecimiento en términos de volumen, de las importaciones de bienes, particularmente de consumo y materias primas.

El transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.3% en el PIB contribuiría con 0.24 puntos porcentuales) se estima crezca a un ritmo de 3.1%, explicado por el incremento esperado en la demanda intermedia de transporte de carga por parte de las actividades agrícolas, industriales y comerciales; así como por la expectativa de crecimiento en el volumen de carga embarcada y desembarcada en los puertos nacionales. Por su parte, se estima que la actividad de telecomunicaciones muestre un comportamiento favorable, como resultado de la diversificación de los servicios digitales.

La intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 6.5% en el PIB y una contribución de 0.20 puntos porcentuales) crecería 5.8%, influenciado, principalmente, por la evolución prevista para el crédito al sector privado, así como por la evolución favorable de las actividades de seguros y emisores de tarjetas de crédito.

El alquiler de vivienda (con un peso relativo de 9.8% en el PIB y una contribución de 0.22 puntos porcentuales) aumentaría 3.1%, ante el dinamismo previsto en la cantidad de viviendas terminadas en 2018, consecuencia de la evolución positiva esperada en el rubro de edificaciones residenciales en la actividad de construcción.

Los servicios privados (con una participación de 15.9% en el PIB y una contribución de 0.46 puntos porcentuales) podría registrar un crecimiento de 3.6%, resultado de las perspectivas favorables en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, cuya demanda se vería favorecida, principalmente, por el incremento esperado en las actividades de comercio y en las telecomunicaciones.

La actividad administración pública y defensa (con un peso relativo de 7.5% en el PIB y una contribución de 0.15 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 2.1%, considerando el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno Central, de acuerdo con la estimación de la situación de las finanzas públicas para el ejercicio fiscal 2018.

Cuadro 4

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS: 2016 - 2018**

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual			Tasas de variación			Contribución al PIB		
	2016 ^{p/}	2017 ^{e/}	2018 ^{py/}	2016 ^{p/}	2017 ^{e/}	2018 ^{py/}	2016 ^{p/}	2017 ^{e/}	2018 ^{py/}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	13.5	13.5	3.1	2.9	3.2	0.31	0.31	0.32
2. Explotación de minas y canteras	0.8	0.6	0.6	-10.6	-23.2	3.6	-0.20	-0.35	0.04
3. Industrias manufactureras	17.7	17.6	17.5	3.6	2.2	3.0	0.62	0.41	0.55
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.9	3.0	3.0	5.3	5.6	4.7	0.13	0.14	0.12
5. Construcción	2.8	2.8	2.7	1.8	2.7	3.1	0.07	0.10	0.12
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.8	11.9	11.9	3.6	3.6	3.8	0.75	0.79	0.87
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.3	10.4	10.3	2.8	3.5	3.1	0.19	0.27	0.24
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6.2	6.3	6.5	8.1	5.0	5.8	0.29	0.18	0.20
9. Alquiler de vivienda	9.8	9.9	9.8	3.1	3.0	3.1	0.23	0.22	0.22
10. Servicios privados	15.7	15.9	15.9	3.1	3.6	3.6	0.38	0.47	0.46
11. Administración pública y defensa	7.7	7.6	7.5	2.2	1.8	2.1	0.19	0.14	0.15
PRODUCTO INTERNO BRUTO				3.1	2.8	3.0 - 3.8			

^{p/} Cifras preliminares.

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (3.0% - 3.8%).

b) Demanda interna

Para 2018 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.7%, impulsada, principalmente, por la evolución positiva del consumo privado, asociada al crecimiento en las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares, el mantenimiento de condiciones crediticias favorables y la estabilidad en el nivel general de precios.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se prevé un crecimiento de 3.3%, asociado, por una parte, al mayor dinamismo estimado en la importación de bienes de capital y, por la otra, a la evolución positiva de la inversión en construcción como resultado de mayores niveles de ejecución esperados en las obras de ingeniería civil por parte de la Administración Central.

c) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 4.1%, ante la mayor demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país, así como a

expectativas de precios internacionales favorables para la mayoría de los principales productos.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 5.1% en 2018, resultado de las perspectivas de un mayor crecimiento en el volumen de importaciones de bienes de consumo; materias primas y productos intermedios; y bienes de capital.

Cuadro 5

PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO AÑOS: 2016 - 2018

(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual			Tasas de variación		
	2016 ^{p/}	2017 ^{e/}	2018 ^{py/}	2016 ^{p/}	2017 ^{e/}	2018 ^{py/}
1. DEMANDA INTERNA				3.4	2.9	3.7
GASTO DE CONSUMO FINAL	97.1	97.7	98.0	3.5	3.5	3.6
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	86.7	87.5	87.8	4.2	3.8	3.7
Gastos en consumo del gobierno general	10.5	10.3	10.2	-2.4	0.8	2.3
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.7	14.6	14.6	2.3	2.1	3.3
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	0.4	0.0	0.1			
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	26.8	26.6	26.8	1.7	2.3	4.1
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	39.9	39.9	40.6	3.3	2.9	5.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)				3.1	2.8	3.0 - 3.8

^{p/} Cifras preliminares.

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (3.0% - 3.8%).

3. Sector fiscal

Considerando que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2018 no fue aprobado por el Congreso de la República²⁹, regirá de nuevo el presupuesto del ejercicio fiscal 2017, de conformidad con lo dispuesto en el inciso b) del artículo 171 de la Constitución Política de la República de Guatemala. El presupuesto ascendió a Q77,622.6 millones, al 31 de diciembre.

Para el ejercicio fiscal 2018 se estima que los ingresos y donaciones se ubicarían en Q62,623.6 millones, mayores en Q2,678.8 millones (4.5%) respecto a cifras preliminares al 31 de diciembre de

2017, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q73,066.8 millones, monto superior en Q5,792.1 millones (8.6%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q10,443.2 millones, equivalente a 1.8% del PIB, porcentaje superior a las cifras preliminares al 31 de diciembre de 2017 (1.3% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, al igual que en 2017, la principal fuente de financiamiento sería la colocación de bonos del tesoro, la cual, tomando en cuenta las condiciones financieras relativamente favorables a nivel mundial, el MFP podría realizarla en el mercado internacional³⁰.

El financiamiento interno neto sería de Q6,484.3 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q7,142.7 millones, la amortización de deficiencias netas del

²⁹ El presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2017 fue de Q76,989.5 millones, según Decreto Número 50-2016. Al 31 de diciembre de 2017, dicho presupuesto fue ampliado en seis ocasiones por un monto de Q633.1 millones, conforme a lo previsto en los artículos 97 y 98 del referido decreto. Cabe recordar que el último año fiscal para el que no se aprobó el presupuesto fue en 2014 y, para darle viabilidad a la ejecución presupuestaria, el Organismo Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas solicitó al Congreso de la República dos ampliaciones presupuestarias y la sustitución de varias fuentes de financiamiento.

³⁰ En 2017 el Ministerio de Finanzas Públicas realizó una colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones a 10 años plazo con tasa de interés de cupón de 4.375% y tasa de rendimiento de 4.50%.

Banco de Guatemala por Q646.0 millones (menor a la solicitada de Q1,369.9 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 Q2,452.4 millones, resultado de desembolsos por Q2,637.2 millones, amortizaciones

por Q3,897.3 millones y la negociación de Q3,712.5 millones de bonos del tesoro en el mercado internacional (US\$500.0 millones). Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q1,506.5 millones (ver cuadro 6).

Cuadro 6
GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑOS: 2016 - 2018
(millones de quetzales)

Concepto	2016	2017 ^{PI}	2018 ^{PI}	Variaciones 2017 - 2016		Variaciones 2018 - 2017	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	57,507.6	59,944.8	62,623.6	2,437.2	4.2	2,678.8	4.5
A. Ingresos (1+2)	57,440.7	59,802.6	62,025.3	2,361.9	4.1	2,222.7	3.7
1. Ingresos Corrientes	57,436.4	59,799.3	62,020.4	2,362.9	4.1	2,221.1	3.7
a. Tributarios	54,109.5	56,681.8	58,213.8	2,572.3	4.8	1,532.0	2.7
b. No Tributarios	3,326.9	3,117.5	3,806.6	-209.4	-6.3	689.1	22.1
2. Ingresos de Capital	4.3	3.3	4.9	-1.0	-23.9	1.6	49.7
B. Donaciones	66.9	142.2	598.3	75.3	112.6	456.1	320.6
II. Total de Gastos	63,080.3	67,274.7	73,066.8	4,194.4	6.6	5,792.1	8.6
A. De Funcionamiento	52,074.8	55,141.6	59,182.2	3,066.8	5.9	4,040.6	7.3
B. De Capital	11,005.5	12,133.2	13,884.6	1,127.7	10.2	1,751.4	14.4
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-5,572.7	-7,329.9	-10,443.2	-1,757.2	31.5	-3,113.3	42.5
(-) Déficit							
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	5,572.7	7,329.9	10,443.2	1,757.2	31.5	3,113.3	42.5
A. Interno (1-2+3)	4,130.2	6,623.7	6,484.3	2,493.5	60.4	-139.4	-2.1
1. Negociación neta de bonos del tesoro	4,018.6	7,094.1	7,142.7	3,075.5	76.5	48.6	0.7
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	646.0	646.0	646.0	0.0	0.0	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	111.6	175.7	-12.4	64.1	57.4	-188.1	-107.1
B. Externo (1-2+3)	4,124.7	1,179.0	2,452.4	-2,945.7	-71.4	1,273.4	108.0
1. Desembolsos	1,322.7	769.8	2,637.2	-552.9	-41.8	1,867.4	242.6
2. Amortizaciones	2,605.9	3,268.6	3,897.3	662.7	25.4	628.7	19.2
3. Negociación Neta EUROBONO	5,407.9	3,677.9	3,712.5	-1,730.0	-32.0	34.6	0.9
C. Variación de Caja	-2,682.2	-472.8	1,506.5	2,209.4	-82.4	1,979.3	-418.6
(-) aumento (+) disminución							
Carga tributaria	10.4	10.2	9.8				
Déficit/PIB	-1.1	-1.3	-1.8				

^{PI} Cifras preliminares al 31 de diciembre.

^{PI} Proyección con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017 (vigente al 31 de diciembre de 2017), que regiría para el ejercicio fiscal 2018.

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 complementaria y relevante para el análisis de la inflación y evolución de la actividad económica, a pesar de que los referidos agregados no están sujetos a metas de crecimiento, como en otros esquemas de política monetaria.

En los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción, particularmente, en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la expansión e incorporación de innovaciones financieras del sistema bancario nacional, facilitando al público el acceso a más servicios financieros y con menor costo, lo que, en consecuencia, ha modificado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Por esa razón, los nuevos patrones de comportamiento han sido considerados dentro de las estimaciones de emisión monetaria y medios de pago.

En cuanto a la demanda de emisión monetaria, esta mostró un mayor dinamismo a partir de febrero de 2017, superando desde finales de ese mes los valores estimados y registrando tasas de variación interanual de dos dígitos durante los siguientes meses. Desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observó que el numerario en circulación fue el más dinámico, en tanto que la caja de bancos mostró un comportamiento relativamente normal. El incremento en el numerario en circulación se asocia a un aumento inusual en la preferencia por billetes y monedas en circulación, que a su vez está explicado, entre otros factores, por el crecimiento del ingreso de divisas por remesas familiares. Para el próximo año, se prevé una moderación, en línea con la normalización prevista en el flujo de remesas familiares, por lo que pasaría de un crecimiento de 12.3% en 2017 a una tasa de variación de entre 8.0% y 11.0% en 2018, variaciones asociadas más a la preferencia de efectivo que al crecimiento económico estimado y a la inflación esperada.

Por su parte, los medios de pago totales (M2) registraron, desde mediados de 2016, una moderada recuperación y registraron a finales de 2017 en un crecimiento de 8.4%, en tanto que para 2018 se ubicarían entre 8.0% y 10.0%, reflejo de la moderada recuperación de la actividad económica. El multiplicador de dichos medios de pago continúa mostrando niveles relativamente normales, reflejo del

adecuado proceso de creación secundaria de dinero y del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional.

El crédito bancario al sector privado, mostró un modesto desempeño durante el transcurso del año explicado, básicamente, por la recuperación del crédito en moneda extranjera, especialmente el otorgado al sector empresarial, pues la moderación en el crédito en moneda nacional destinado al consumo no permitió un mayor dinamismo. En efecto, la variación interanual del crédito bancario al sector privado fue de 3.8% al finalizar 2017. Para 2018, se prevé que crezca entre 6.0% y 9.0%, asociado, entre otros factores, a las expectativas de una mejora en las condiciones crediticias.

Dado que el 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.

El programa monetario para 2018 toma en consideración que para 2018 regirá el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado del Ejercicio Fiscal 2017, la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual, el crecimiento previsto de la actividad económica y las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2018 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q3,783.0 millones; b) un incremento de las reservas monetarias internacionales por US\$500.0 millones que, como se indicó, contempla la implementación del mecanismo de acumulación de divisas previsto en la política cambiaria vigente; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,507.0 millones; d) un aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q1,586.0 millones; y e) un incremento en las OEM por Q1,366.0 millones.

Cuadro 7
PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2018
(millones de quetzales)

Concepto	2018
CUENTAS FISCALES	
Ingresos	62,624
Egresos	73,067
Corrientes	59,182
Capital	13,885
Déficit	10,443
(% del PIB)	1.8
Financiamiento externo neto	2,452
Financiamiento interno neto	6,484
Variación de Caja (-) Aumento (+) Disminución	1,507
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)	
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	4,000
En US\$	500
II. Activos Internos Netos	1,150
1. Gobierno Central	1,507
2. Resto del sector público	-451
3. Posición con bancos	-1,586
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-1,586
4. Otros Activos Netos	1,679
Gastos y productos	1,316
Otros	363
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	5,150
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	3,783
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-1,366
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-1,366

II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

La mayoría de bancos centrales en el mundo, y particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, determinan su política monetaria sin un periodo de vigencia definido, por lo que esta 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, JM-123-2016 y JM-113-2017 (Anexos del 1 al 8). 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 cuenta la coyuntura tanto interna como externa.

El Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), vigente en Guatemala desde 2005, establece que 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, cambiario, crediticio 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 de juicio que permitan a la

autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y así poder anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la trayectoria de la inflación para adoptar oportunamente las acciones pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria y brindar certeza a los agentes económicos.

En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se propone en el presente apartado es resultado del esfuerzo que se ha venido realizando para contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento, así como acciones y medidas que permitan seguir perfeccionando el uso del esquema de metas explícitas de inflación. En ese sentido, se revisó el Índice Sintético de las Variables Indicativas, mediante una actualización del peso relativo de cada variable en dicho índice, con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada. Además, se evaluó el cálculo de la tasa de interés parámetro (la cual forma parte del conjunto de variables indicativas), lo que conllevó que se revisaron los coeficientes que reflejan la función de reacción del Banco Central ante desviaciones en las brechas que componen la tasa parámetro (brecha del producto, brecha de inflación y brecha cambiaria). La nueva ponderación enfatiza dicha reacción ante desvíos en la brecha de inflación y la aminoración en el caso de las brechas del producto y cambiaria. El propósito de dichas revisiones, además de la transparencia, es perfeccionar, como se indicó, el conjunto de herramientas analíticas, incluidas en el Balance de Riesgos de Inflación que utiliza la autoridad monetaria para determinar la tasa de interés líder y su postura de política monetaria.

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 externos 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 ningún 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 que ha brindado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación.

Por otra parte, con el objetivo de coadyuvar en la moderación del excedente de divisas en el mercado cambiario a partir de la última semana de febrero, el Banco de Guatemala dispuso utilizar otro instrumento previsto en la política cambiaria vigente, relativo a poner a disposición de los participantes del mercado cambiario la opción de constituir depósitos a plazo (DP) en dólares estadounidenses a los plazos de 91, 182 y 273 días, como instrumento para captar excedentes de liquidez en dicha moneda. Cabe indicar que estas operaciones resultan ser efectivas, toda vez que permiten retirar liquidez en moneda extranjera en periodos de excedentes e inyectar la referida liquidez (al vencimiento del depósito a plazo) en periodos cuando hace falta; es decir, que permite reducir las fluctuaciones abruptas en el comportamiento del tipo de cambio nominal. La disponibilidad de estos instrumentos ha permitido a las instituciones financieras que han optado por utilizar dicha opción de inversión, hacer un uso más eficiente de sus disponibilidades en moneda extranjera (sin afectar los calces de moneda, pues con esta herramienta únicamente se registra un cambio de activo en la misma moneda), dado que les ha permitido invertir sus excedentes en dólares (con un rendimiento de mercado), los cuales, de no haber sido invertidos, habrían aumentado el exceso de divisas en el mercado cambiario y, consecuentemente, generado presiones adicionales a la apreciación en el tipo de cambio nominal y en su volatilidad. Al evaluar la efectividad de dicho mecanismo, los departamentos técnicos del Banco Central determinaron que este ha sido efectivo para disminuir las disponibilidades en moneda extranjera de los participantes del mercado y, por ende, disminuir el excedente de divisas en el mercado que ha ocasionado volatilidad cambiaria, por lo que consideraron prudente que dicho mecanismo siga operando hasta que se observe un desvanecimiento del citado excedente de divisas.

Cabe mencionar que también existen otros motivos por los cuales un banco central suele participar en el mercado cambiario, por ejemplo, fortalecer la posición externa del país, mediante incrementos en el nivel de reservas monetarias internacionales que le permitan moderar los choques de origen externo (incluidos los abundantes flujos de

divisas), como ha sido la experiencia en otros bancos centrales de América Latina que utilizan el mismo esquema de política monetaria que Guatemala (en particular, Chile, México, Colombia y Perú). En ese contexto, considerado, que la captación de depósitos a plazo en dólares estadounidenses, contenidos en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, han sido efectivos para contrarrestar los excedentes de divisas en el mercado cambiario y que aún prevalece en el dicho mercado un importante excedente de oferta de divisas, el cual genera distorsiones en el comportamiento del tipo de cambio nominal, se consideró procedente continuar con la colocación de los mismos el próximo año.

Asimismo, se consideró que habría un espacio para ampliar el margen de fluctuación de la regla de participación de 0.75% a 0.80%, permaneciendo sin cambios el resto de las condiciones y características de la regla y, también la conveniencia de que la política cambiaria haga uso de la facultad prevista en resolución JM-133-2014 de participar en el mercado comprando divisas para acumular reservas monetarias internacionales. La combinación de ambas medidas, aunado a que se continúen aceptando depósitos a plazo en dólares estadounidenses de forma temporal, permitiría al Banco Central enfrentar de mejor forma los choques en el mercado cambiario, dado que, por una parte, la regla de participación y la captación de depósitos a plazo se enfocarían en atender los flujos de alta frecuencia que, en un marco de flexibilidad cambiaria, moderarían la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia y, por la otra, la acumulación de reservas monetarias internacionales se centraría en atender el excedente de divisas en el mercado cambiario, con el beneficio de que la referida acumulación le permitiría al Banco Central fortalecer la posición externa del país, en particular para enfrentar retos provenientes de la cambiante coyuntura internacional que requerirán, eventualmente, que el Banco Central tenga que utilizar sus reservas internacionales para moderar la volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladen directamente al sector real.

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-113-2017 (Anexo 8).

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 realizan al plazo de 1 día (*overnight*); **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe velar porque la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que en la mayoría de bancos centrales en el mundo, particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, su política monetaria no tiene período de vigencia definido, lo cual refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente determinar dicha política en los términos propuestos,

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 (sobredespreciación) del tipo de cambio real.

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

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

6. Tasas de interés de corto plazo

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

D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

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

1. Objetivo fundamental

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

2. Operaciones de estabilización monetaria

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

3. Flexibilidad cambiaria

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

E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

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) Prestamista de última instancia

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Información sobre liquidez bancaria

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

5. Información de las operaciones en el mercado cambiario

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

6. Información del mercado de divisas a plazo

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

7. Coordinación con la política fiscal

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

8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

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

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

9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

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

III. MANTENER VIGENTES LAS DEMÁS DISPOSICIONES DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA QUE NO SE 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 opongán 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



ANEXO 8

JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-113-2017

Inserta en el punto tercero b) del acta 50-2017, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 13 de diciembre de 2017.

PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2017.

RESOLUCIÓN JM-113-2017. Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2017, y Perspectivas Económicas para 2018, del 11 de diciembre de 2017.

LA JUNTA MONETARIA:

CONSIDERANDO: Que las estimaciones de cierre para 2017 y las proyecciones para 2018 relativas a la evolución de la economía mundial, incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala, así como las condiciones económicas internas previstas, anticipan un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.0% y 3.8% para 2018; **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 de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI), y de otros entes internacionales, las cuales denotan un fortalecimiento del proceso de recuperación de la economía mundial, como resultado del aumento en los flujos de comercio mundial, el incremento de la inversión privada y la producción manufacturera, la menor volatilidad en los mercados financieros internacionales e importantes niveles de confianza económica. Dicho entorno sería favorable para el país, en particular la mejora del crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales, dado que tendría un efecto positivo en la demanda de las exportaciones guatemaltecas; así como en los flujos de remesas familiares, de turismo e inversión extranjera directa. No obstante, dichas perspectivas están sujetas a revisiones periódicas, dado que aún privan riesgos a la baja, debido, entre otros factores, al sesgo proteccionista en algunas de las principales economías avanzadas, el gradual endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, la falta de certeza sobre la efectiva implementación de medidas de política económica por parte del gobierno estadounidense, la incertidumbre sobre los efectos de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*), las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, el débil incremento de la productividad, la desigualdad del ingreso y la intensificación de las tensiones geopolíticas; **CONSIDERANDO:** Que, en el ámbito interno, se anticipa un mayor crecimiento del consumo privado, asociado, entre otros factores, al efecto positivo de la evolución de los salarios en términos reales, la recuperación prevista en el crédito al consumo y el dinamismo de las remesas familiares que aún se mantendría en buena parte del año; asimismo, se anticipan mayores niveles de inversión privada; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado que regirá para el ejercicio fiscal 2018, dado que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de presupuesto correspondiente, será el presupuesto vigente para el ejercicio fiscal 2017, ello implicará un atraso en la ejecución del gasto público a inicios del próximo año en la medida que se logren efectuar las adecuaciones presupuestarias que correspondan y se establezcan las fuentes de financiamiento de dicho presupuesto; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, continuar avanzando en 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, que en caso contrario se trasladarían directamente a variables del sector real, al mismo tiempo que brinda señales claras a los agentes económicos acerca de, por una parte, la determinación del precio de la divisa y, por la otra, que las acciones de la autoridad monetaria se centran en mantener la estabilidad en el nivel general de precios y, por ende, no tiene un objetivo cambiario; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2017, 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 2017, y Perspectivas Económicas para 2018, del 11 de diciembre de 2017,

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 0.80%, 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 0.80%, 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 2018 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 2018

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

3. Autorizar a la secretaria de esta junta para que publique la presente resolución, la que entrará en vigencia el 1 de enero de 2018.


 Romeo Augusto Arshila Navarro
 Secretario
 Junta Monetaria

