



BANCO DE GUATEMALA



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2015,
Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2016**

CONTENIDO¹

I.	ANTECEDENTES	1
II.	RESUMEN EJECUTIVO	2
III.	EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2015	9
A.	ENTORNO EXTERNO	9
	1. Panorama general	9
	2. Desempeño de las economías avanzadas	12
	3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	17
	4. Mercados financieros internacionales	22
	5. Precios internacionales de algunas materias primas	25
	6. Inflación y política monetaria	30
B.	ENTORNO INTERNO	32
	1. Actividad económica.....	32
	2. Inflación	33
	3. Tipo de cambio	37
	4. Tasas de interés	39
	5. Agregados monetarios y de crédito	40
	6. Variables del sector externo	42
	7. Finanzas públicas	43
C.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2015	46
IV.	ESTIMACIONES DE CIERRE 2015 Y PERSPECTIVAS PARA 2016	48
A.	DEL ENTORNO EXTERNO	48
	1. Crecimiento económico	48
	2. Inflación internacional	50
B.	DEL ENTORNO INTERNO	51
	1. Balanza de pagos	51
	2. Actividad económica.....	53
	3. Sector fiscal	55

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 9 de diciembre de 2015, salvo otra indicación.

4.	Sector monetario	57
V.	REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	60
A.	ASPECTOS GENERALES.....	60
B.	POLÍTICA MONETARIA	61
1.	Revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas	61
2.	Revisión de la meta de inflación	62
C.	POLÍTICA CAMBIARIA	70
VI.	RECOMENDACIÓN.....	72

ANEXOS

ANEXO 1	74
ANEXO 2	78
ANEXO 3	82
ANEXO 4	92
ANEXO 5	98
ANEXO 6	103
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	104

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2015, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2016

I. ANTECEDENTES

En 2005 la autoridad monetaria adoptó el esquema de metas explícitas de inflación, el cual se sustenta en la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria para dar certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios. La Junta Monetaria, de conformidad con el inciso a) del artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, tiene la atribución de determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional.

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia con vigencia indefinida y una meta de inflación de mediano plazo, en la cual se establece que, de acuerdo con la evolución del entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, el Banco de Guatemala debe revisar y, de ser el caso, proponer las modificaciones que se consideren necesarias a dicha política. Con esa base, mediante resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013 y JM-133-2014, la Junta Monetaria ajustó la referida política.

Con el objetivo de dar cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia a noviembre de 2015, las perspectivas económicas para 2016, así como la revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

II. RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, la economía mundial continuó con su proceso de recuperación, aunque de una manera moderada y heterogénea.

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

De conformidad con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la actividad económica mundial mejorará su crecimiento de 3.1% en 2015 a 3.6% en 2016, debido al proceso de recuperación de las economías avanzadas que inició en 2013 y que se estaría consolidando este y el próximo año, al registrar crecimientos de 2.0% y de 2.2%, respectivamente, liderados por el desempeño de Estados Unidos de América. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo aumentarían su crecimiento de 4.0% en 2015 a 4.5% en 2016. Si bien el crecimiento en algunas de estas economías permanecería débil o con tasas negativas en 2016, debido, principalmente, a la disminución en los precios de las materias primas, a la depreciación de sus monedas y al aumento de la volatilidad en los mercados financieros, los resultados serían mejores a los del presente año y estaría compensando, en parte, la desaceleración esperada para la República Popular China. Ese mejor desempeño también se espera para economías que enfrentaron importantes dificultades, como Brasil y otros países de América Latina, Rusia y algunos de Oriente Medio.

Con relación a las economías avanzadas, en Estados Unidos de América, luego de un resultado desfavorable en el primer trimestre del año, en el segundo y tercer trimestres la actividad económica registró una

mejora significativa. El crecimiento económico ha sido apoyado por los bajos precios de la energía, un menor ritmo de consolidación fiscal, la mayor fortaleza patrimonial de los bancos, las empresas y los hogares, las mejoras en el mercado de vivienda y una mayor demanda interna, respaldada por un mercado laboral robusto que ha compensado la debilidad de la demanda externa; ello, en un entorno en donde la tasa de desempleo continuó reduciéndose de una manera gradual y progresiva, ubicándose en 5.0% a noviembre, cerca del nivel de pleno empleo. De esa cuenta, se estima que esta economía registre un crecimiento de 2.5% en 2015 y de 2.6% en 2016. Por otra parte, la expectativa sobre la normalización de la política monetaria continúa generando volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, debido a que la Reserva Federal (FED) ha venido retrasando el inicio de dicho proceso.

Luego de salir de la recesión, la Zona del Euro ha registrado más de cinco trimestres consecutivos de crecimiento, aunque moderado, respaldado por la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE), la depreciación del euro respecto del dólar estadounidense y los bajos precios de la energía. Durante el año, la región continuó con una recuperación gradual, aunque con resultados mixtos, debido a que el crecimiento fue más fuerte de lo esperado en Italia, Irlanda y España y menor al previsto en Alemania. En el caso de Grecia, si bien la agudización de la situación generó un contagio, aunque limitado y de corta duración principalmente en algunos países de la periferia, los riesgos han disminuido debido a la negociación de un nuevo programa de rescate. No obstante, la región aún enfrenta algunos retos, como la volatilidad en los mercados financieros, asociada a que las políticas monetarias en los principales países avanzados han sido disímiles; así como la menor perspectiva de crecimiento a mediano plazo, en adición a la posible intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en el área de influencia de Rusia, que afectan las relaciones tanto

comerciales como financieras en Europa. Por otra parte, el efecto de los atentados terroristas ocurridos en París en noviembre, según algunos expertos, tendría un impacto limitado en el corto plazo; no obstante, sugieren mantener el seguimiento a los acontecimientos que podrían derivarse, no solo por los efectos que dicho evento podrían tener sobre la economía de Francia, sino también en la actividad económica de la región. En ese contexto, se espera un crecimiento de 1.5% en 2015 y de 1.6% en 2016, debido a la mejora esperada en la actividad económica de Alemania, Francia, Italia y, especialmente, España.

En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose moderadamente, aunque el nivel de las exportaciones y de la producción ha sido afectado por la desaceleración de las economías emergentes, especialmente de la República Popular China, su principal socio comercial. Luego de la caída de 0.1% en 2014, se considera que el crecimiento de la economía sería gradual, al pasar de 0.7% en 2015 a 1.3% en 2016, apoyado por un mayor ingreso real y por el incremento en los precios de las acciones, derivado de que el Banco Central de Japón implementó la segunda fase de su programa de facilidad cuantitativa y cualitativa (QQE2); además, por los bajos precios del petróleo y de otras materias primas. Sin embargo, la contracción de la actividad económica registrada en el segundo trimestre y el leve crecimiento en el tercer trimestre del año, ha puesto en tela de juicio la efectividad de las denominadas políticas Abenómicas, que incluyen la referida expansión monetaria.

El crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se ubicaría en 4.0% en 2015, que si bien es superior al crecimiento de las economías avanzadas (2.0%), sería inferior al registrado en 2014 (4.6%); mientras que en 2016 se proyecta una mejora en el crecimiento al ubicarse en 4.5%. Según el FMI, dicha moderación en 2015 se asocia a factores coyunturales y estructurales, que incluyen una corrección luego de años de un excepcional y rápido crecimiento económico.

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

En América Latina, el crecimiento continuó desacelerándose en el último año, evidenciando debilidad tanto en la inversión como en el consumo, particularmente por la fuerte recesión en Brasil. Por otra parte, la disminución de precios de las materias primas, en conjunto con una menor demanda externa, mayores niveles de inflación y, en algunos casos, altos déficits fiscales y de cuenta corriente, han deteriorado las expectativas para la región en un contexto en que las políticas monetarias y fiscales tienen poco espacio de maniobra. En ese sentido, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja, tanto para 2015 como para

2016 (-0.3% y 0.8%, respectivamente). En Brasil se registraría una contracción de 3.0% en 2015, en medio de un complejo escenario económico y político, así como el deterioro de su mercado laboral. Los datos preliminares apuntan a un entorno económico adverso, sumado a una inflación que permanece elevada, por lo que, aunque la actividad económica se recuperaría levemente en 2016 (-1.0%), esta seguiría en recesión. En México, la actividad económica continúa creciendo moderadamente, debido al menor dinamismo del valor de las exportaciones, resultado de la caída de los precios de las materias primas, principalmente el petróleo; y la desaceleración en los niveles de producción industrial. El crecimiento económico esperado es de 2.3% para 2015 y 2.8% para 2016, en congruencia con el crecimiento previsto para la economía estadounidense. En Chile, la actividad económica continúa ajustándose a un deterioro del entorno externo, asociado a los menores precios de los metales y a que la demanda interna se ha mantenido débil, a pesar del impulso proveniente del apoyo fiscal. Bajo esa consideración, se proyecta un crecimiento de 2.3% en 2015 y de 2.5% en 2016. En el caso de Perú y Colombia, se estiman crecimientos de 2.4% y 3.3% y de 2.5% y 2.8% en 2015 y en 2016, respectivamente.

En Centroamérica, a diferencia de la mayoría de países de América Latina, las perspectivas continúan siendo favorables, debido al sólido desempeño económico de Estados Unidos de América, la persistencia de los bajos precios del petróleo y sus derivados, el crecimiento de los flujos de divisas por remesas familiares y el impacto limitado que la volatilidad financiera internacional ha tenido sobre los tipos de cambio nominales en la región. El crecimiento se elevaría de 3.3% en 2015 a 3.6% en 2016, debido, en parte, al impacto neto positivo que podría generarse de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América y al incremento del ingreso en términos reales, derivado de la expectativa de que los precios internacionales del petróleo podrían permanecer en niveles bajos en los próximos años. La coyuntura en

Centroamérica se ha visto fortalecida por una combinación de factores que, según el FMI, favorece un “círculo virtuoso” que consiste en una demanda más sólida, un menor nivel de inflación y una mejor posición externa.

Durante 2015, los mercados financieros internacionales continuaron mostrando episodios de alta volatilidad, debido, entre otros factores, a la incertidumbre derivada de expectativas de moderación en la actividad económica mundial; la divergencia de las políticas monetarias en los países avanzados; la caída en el precio internacional del petróleo; las expectativas de una inminente normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América; la reducción en los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo; y presiones cambiarias. Además, las prolongadas negociaciones de deuda entre Grecia y sus acreedores provocaron aumentos temporales de volatilidad, así como las tensiones registradas en el mercado accionario chino. Por otra parte, las condiciones financieras se han endurecido para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, ante un inminente aumento de la tasa de interés objetivo de fondos federales en Estados Unidos de América y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial. De esa cuenta, en algunas de estas economías con importantes presiones inflacionarias o vulnerabilidades externas, los bancos centrales han elevado las tasas de interés de política, provocando que el crecimiento del crédito en términos reales se haya desacelerado. Por su parte, en las economías avanzadas la estabilidad financiera se ha fortalecido, reflejo de que la recuperación económica ha reafirmado la confianza en las políticas monetarias y los riesgos de deflación se han reducido, particularmente en la Zona del Euro.

Los precios internacionales de las materias primas, principalmente maíz amarillo y trigo, mostraron una tendencia a la baja, comportamiento que se modificó a partir de la segunda quincena de junio, cuando se registraron importantes alzas, asociadas a expectativas

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

En lo relativo a la inflación mundial, esta ha mostrado una tendencia a la baja en la mayoría de regiones, debido, fundamentalmente, a la significativa reducción en el precio del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas importantes. En algunas economías, la desaceleración de la inflación también se

explica por la debilidad de la demanda interna y en algunos casos, por la apreciación de sus monedas. En las economías avanzadas la inflación se ha ubicado en niveles por debajo de 2.0%, en particular, en Estados Unidos de América, Zona del Euro y Japón; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo los resultados han sido mixtos, debido a los menores precios de los energéticos, los altos niveles de capacidad ociosa y de ahorro interno, en un entorno de débiles demandas internas y externas. En América Latina, la inflación en las principales economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) se encuentra por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de México y Chile. Por su parte, en Centroamérica y República Dominicana, la inflación continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada a la reducción en el precio de los combustibles, razón por la que en la mayoría de estos países la inflación se sitúa por debajo de límite inferior de la meta establecida por sus bancos centrales. De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.6% para 2015 y 3.5% para 2016. En las economías avanzadas sería de 0.8% y 1.4% para 2015 y para 2016, mientras que para las economías de mercados emergentes y países en desarrollo se proyecta que la misma se sitúe en 5.7% y en 5.0%, en su orden.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, durante 2015 las economías avanzadas no presentaron cambios respecto del año anterior y continúan ubicándose en niveles históricamente bajos. En cuanto al proceso de normalización de la política monetaria, la FED ha indicado que este podría empezar este año, de manera gradual y ordenada, en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y baja inflación. En efecto, luego de la reunión del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de octubre, se han reforzado las expectativas de que ese proceso iniciaría en diciembre. Por su parte, algunas economías de mercados emergentes y en

desarrollo decidieron reducir el nivel en sus tasas de interés de política monetaria, especialmente, la República Popular China; mientras que otros países como Brasil, Colombia y Chile la aumentaron. En Centroamérica, se registraron reducciones de las tasas de política en Guatemala, Costa Rica y República Dominicana.

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

A octubre de 2015, el valor FOB de las exportaciones de bienes se incrementó 0.9% respecto a similar período de 2014, resultado de un aumento importante en el volumen (11.9%), que contrarrestó la disminución en el precio medio de exportación (9.6%). Entre los principales productos exportados destacan, en su orden, el banano, el hierro y acero, los productos farmacéuticos y los artículos de vestuario. En lo que respecta a las importaciones, su valor CIF disminuyó 2.8%, ante la reducción de 14.1% en el precio medio, principalmente, por la considerable reducción en el valor importado de combustibles y lubricantes, asociado a la caída en el precio medio, compensado, parcialmente, por el incremento en el volumen de bienes importados de 13.6%. Entre los rubros que registraron una mayor demanda, destacan los bienes de consumo, bienes de capital y materiales de construcción. Dada la significativa caída en el precio internacional del crudo, a octubre de 2015 se generó un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes (alrededor de US\$869.0 millones).

A noviembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó US\$5,686.8 millones, superior en US\$638.7 millones (12.7%) respecto a igual período de

2014, principalmente, por la sostenida mejora en el mercado laboral de Estados Unidos de América.

El resultado de la balanza comercial y de las remesas familiares, anticiparía que el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos podría situarse en alrededor de 0.8% del PIB en 2015 (2.1% en 2014).

El tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando al 30 de noviembre de 2015 un nivel de Q7.61230 por US\$1.00 que representa una ligera depreciación acumulada de 0.20%. El tipo de cambio del dólar, en lo que ha transcurrido del presente año, ha sido influenciado por una menor demanda de divisas para importaciones respecto del año anterior y de una mayor oferta de estas, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) a noviembre, continuó reflejando la desaceleración iniciada desde noviembre de 2014, al situarse en 2.51%, por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), resultado relacionado, en buena medida, con el efecto del choque de oferta externo relativo a los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados, lo que ha compensado, en parte, el aumento de la inflación de alimentos. En la medida que se desvanezca el referido choque de oferta, podría hacerse evidente el incremento en la inflación de alimentos, el cual se ha mantenido, en promedio, en alrededor de 9.0% desde julio del año anterior, principalmente por factores de demanda. La inflación subyacente, a octubre se ubicó en 1.77%, moderando la leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014. Los pronósticos de inflación total apuntan a que esta se ubicaría por debajo de la meta en 2015, pero dentro de la misma en 2016. Por su parte, las expectativas de inflación de los agentes económicos continúan moderadas tanto para 2015 como para 2016, lo

que es indicativo de un anclaje más eficiente de las mismas.

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

Los principales agregados monetarios y de crédito, evidenciaron en el año un comportamiento dinámico, superior al previsto a finales del año pasado. En efecto, aunque la demanda de emisión monetaria mantuvo congruencia con el comportamiento de sus fundamentos macroeconómicos y con su estacionalidad, a partir de la segunda semana de mayo comenzó a expandirse (con una variación interanual de 21.5%), resultado, principalmente, de una demanda adicional de efectivo, por motivo precaución por parte de los agentes económicos, debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema; mientras que en la segunda parte del año, la emisión monetaria creció 14.1% y los medios de pago totales 9.5%. El crédito bancario al sector privado creció 13.4%, asociado a un incremento en la demanda, dado el dinamismo de la actividad económica. Es importante indicar que el crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada, principalmente, al aumento observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo. La aceleración en dicho crédito ha sido financiada con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior y, en menor medida, con captaciones en moneda extranjera.

Conforme el calendario previsto para 2015, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. En febrero, la Junta Monetaria decidió reducir la referida tasa de interés a 3.50%, permaneciendo en ese nivel en marzo, abril y mayo. Posteriormente, la Junta Monetaria dispuso en junio disminuir el nivel a 3.25%, manteniéndolo en la decisión de agosto; mientras que en

septiembre lo redujo a 3.00%, el cual se mantuvo en su reunión de noviembre. En todas las decisiones se tomó en cuenta el balance de riesgos de inflación.

Al 30 de noviembre, las operaciones de estabilización monetaria (OEM) registraron un crecimiento de Q1,998.3 millones. De ese monto, el 74.0% corresponde al sector privado y el 26.0% a entidades públicas. El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, según cifras preliminares a noviembre, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 1.2% respecto del mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales crecieron 1.4%, como resultado, el déficit fiscal se ubicó en Q4,763.0 millones (1.0% del PIB). El saldo de la deuda pública interna se situó en Q61,292.9 millones al 30 de noviembre y el de la deuda pública externa en US\$7,377.0 millones. Cabe resaltar que el continuo deterioro de los ingresos fiscales durante 2015 conllevó a una significativa contención del gasto público y condicionó a las autoridades fiscales a priorizar la asignación de recursos que permitieran el cumplimiento de los compromisos ineludibles del Estado.

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

En ese contexto, el MFP estima, para finales de 2015, un crecimiento interanual de los ingresos totales de 2.4% y de los gastos totales de 1.5%; en términos del PIB, los ingresos tributarios alcanzarían 10.3%, los gastos totales 12.6%, el déficit fiscal 1.7% y la deuda pública total 24.5%.

En síntesis, la actividad económica mundial, luego de registrar una leve desaceleración en 2015, continuaría en una senda de recuperación en 2016, impulsada por el

mejor desempeño, tanto de las economías avanzadas como de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con riesgos a la baja.

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

En el entorno interno, el desempeño económico continúa sólido, lo que se refleja en el dinamismo de algunos indicadores de corto plazo, como el IMAE, el volumen de comercio exterior, flujos mayores de remesas familiares y el incremento en el crédito bancario al sector privado. La disciplina de las políticas fiscal y monetaria ha contribuido a que el comportamiento de los principales precios macroeconómicos como la inflación, el tipo de cambio nominal y las tasas de interés, permanezcan estables.

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

III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2015

A. ENTORNO EXTERNO

1. Panorama general

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

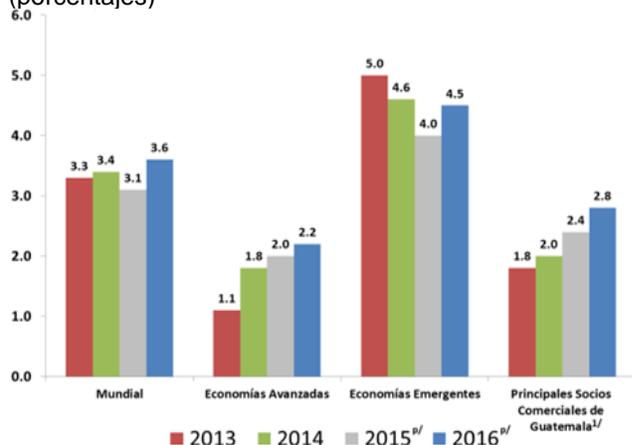
En ese escenario, el promedio de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, indica que el crecimiento económico mundial se situaría en 3.1% en 2015 y en 3.6% en 2016. Las economías avanzadas crecerían 2.0% en 2015 y 2.2% en 2016; mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, 4.0% y 4.5%, respectivamente.

En cuanto a las economías avanzadas, hasta el tercer trimestre del año, la recuperación se mantiene, aunque moderada. En Estados Unidos de América, el crecimiento ha sido apoyado por los bajos precios de la energía; el menor ritmo de consolidación fiscal; la mayor fortaleza patrimonial de los bancos, las empresas y los hogares; mejoras en el mercado de vivienda; y una mayor demanda interna, apoyada por un mercado laboral más sólido que ha compensado la debilidad de la demanda externa. En efecto, la tasa de desempleo continuó reduciéndose de manera gradual y progresiva, ubicándose en 5.0% a octubre, cerca del nivel de pleno empleo. Los desafíos que podrían limitar su crecimiento económico, incluyen la normalización de su política monetaria, la apreciación del dólar estadounidense respecto de las monedas de las principales economías del mundo y la disminución de la inversión en el sector petrolero.

La Zona del Euro, tras salir de la recesión, ha registrado más de cinco trimestres consecutivos de crecimiento, aunque moderado, respaldado por la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE), la depreciación del euro respecto del dólar estadounidense y los bajos precios de la energía. En adición, el desempleo continuó disminuyendo, especialmente en España y Portugal, y las políticas monetarias, junto con los bajos precios del petróleo, han permitido una continua recuperación del consumo. Sin embargo, la región aún enfrenta algunos retos, como la

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



(p) Proyectado.

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

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

volatilidad en los mercados financieros, asociada a la asimetría de las políticas monetarias en los países avanzados²; así como la menor perspectiva de crecimiento a mediano plazo. Si bien la agudización de la situación de Grecia tuvo un contagio limitado y de corta duración, principalmente en algunos países de la periferia, donde se observó un aumento temporal de los *spreads* de los bonos de largo plazo; los riesgos de contagio han disminuido debido a la negociación de un segundo programa de apoyo dentro del Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM por sus siglas en inglés). No obstante, es importante indicar que la incertidumbre política en dicho país es una posible fuente de tensiones en los mercados financieros. Además, existe incertidumbre sobre los efectos que el reciente ataque terrorista a París podría tener en la economía de Francia y, consecuentemente, en la actividad de la región.

En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose moderadamente, aunque el nivel de las exportaciones y de la producción ha sido afectado por la desaceleración de las economías emergentes. Las autoridades monetarias han procurado impulsar el crecimiento económico con facilidades monetarias cuantitativas y cualitativas adicionales, las cuales han generado un efecto riqueza debido a precios más altos de las acciones, además de una depreciación del yen respecto del dólar estadounidense. Sin embargo, tras el fuerte repunte del crecimiento en el primer trimestre, apoyado por una mejora en el consumo interno, se observó una contracción en el segundo trimestre y un débil crecimiento en el tercer trimestre, debido a la reducción de las exportaciones, ante la desaceleración del crecimiento en los mercados emergentes; la disminución del consumo privado, la cual se explica por el débil crecimiento de los salarios; y la contracción de la inversión pública.

Con relación a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, su crecimiento se desaceleró por quinto año consecutivo, aunque con diferencias relevantes entre países y regiones. Dicha desaceleración se asocia, principalmente, al efecto de la caída de los precios internacionales de las materias primas, en particular, en los países exportadores netos; a condiciones financieras menos favorables y a la mayor volatilidad financiera, particularmente en los países con mayor apertura a los mercados internacionales; al cambio en el modelo de crecimiento económico de la República Popular China; y a factores geopolíticos, particularmente en algunos países de Oriente Medio y el conflicto entre Rusia y Ucrania y, más recientemente, con Siria y con Turquía. Ante las perspectivas de crecimiento menos dinámico, las autoridades de la mayoría de economías emergentes han orientado la política monetaria a apoyar el consumo interno, lo cual ha impactado las tasas reales de interés, los tipos de cambio nominales y los flujos de capital. Aunque los bajos precios de las materias primas benefician a los importadores netos, ello ocurre en detrimento de los exportadores netos, por lo que los bajos precios podrían provocar distorsiones en los mercados financieros y efectos de contagio entre los exportadores netos de materias primas, lo que, de manera indirecta, podría terminar afectando también a los importadores netos.

En la República Popular China, las acciones de las autoridades económicas siguieron orientadas a la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible, enfocado en el consumo, a efecto de evitar un aterrizaje forzoso del crecimiento económico y avanzar en más reformas estructurales. El reequilibrio en dicho modelo implica efectos derrame³ negativos que podrían afectar no solo a las economías de mercados emergentes vinculadas a la República Popular China, sino también a varias economías avanzadas, lo que incidiría en el

² Estados Unidos de América y Reino Unido se preparan para normalizar su política monetaria, mientras que la Zona del Euro y Japón mantienen una política monetaria altamente acomodaticia y con perspectivas de que se expanda aún más en el corto plazo.

³ Estos efectos ocurren cuando dos o más economías están fuertemente ligadas por vínculos comerciales y/o financieros, al producirse un choque en una de ellas, este se transmite y retro transmite por los canales mencionados.

debilitamiento del comercio mundial, con un mayor impacto en los precios de las materias primas y un deterioro en la confianza de los empresarios y consumidores. La actividad económica china ha estado, en general, en línea con las proyecciones y viene siendo impulsada, principalmente, por la construcción residencial, debido a que la inversión no residencial se desaceleró en comparación con el año anterior, en un entorno en que el crecimiento del consumo se mantuvo estable.

Por su parte, la significativa caída en el mercado accionario, no se refleja en las proyecciones de crecimiento económico tanto para el presente año como para 2016, dado que los índices accionarios aún se ubican por encima de los niveles del año previo y porque el mercado accionario chino representa un porcentaje bajo de la riqueza financiera total del país, en comparación con las economías avanzadas. También han influido las medidas adoptadas por las autoridades chinas para evitar una caída mayor del referido mercado.

En Rusia, el crecimiento económico se contrajo debido a las tensiones económicas que se reflejan en la interacción de la caída en los precios del petróleo, las sanciones económicas de Europa y de Estados Unidos de América, así como la fuerte depreciación del rublo respecto al dólar estadounidense. La exacerbada incertidumbre geopolítica derivada de las tensiones con Ucrania habría generado efectos derrame mediante rupturas en las transacciones comerciales y financieras. Además, como se indicó, los recientes conflictos con Siria y Turquía también amplían los márgenes de incertidumbre prevalecientes respecto del desempeño económico ruso.

En América Latina, el crecimiento continuó desacelerándose en el último año, evidenciando debilidad tanto en la inversión como en el consumo, particularmente por la profunda recesión en Brasil, acompañada por un amplio incremento de la inflación y un deterioro de la confianza empresarial y del consumidor. Por otra parte, la disminución de precios de las materias primas, aunada a

una menor demanda externa, mayores niveles de inflación y, en algunos casos, altos déficits fiscales y de cuenta corriente, han deteriorado el panorama para la región en momentos en que las políticas monetarias y fiscales tienen poco espacio de maniobra.

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

Durante 2015, los mercados financieros internacionales continuaron mostrando episodios de alta volatilidad, debido, entre otros factores, a la incertidumbre ante las expectativas de una moderación en la actividad económica mundial; la divergencia entre las políticas monetarias en los países avanzados; la caída en el precio internacional del petróleo; las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América; la reducción en los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, que generó presiones cambiarias. Recientemente, dicha volatilidad repuntó, luego de la depreciación del yuan, un incremento en la aversión al riesgo, un debilitamiento de las monedas en varios mercados emergentes y una marcada corrección en los precios de las acciones a nivel mundial. Las prolongadas negociaciones de la deuda de Grecia y la tensión en el mercado accionario en la República Popular China, también provocaron aumentos temporales de la volatilidad.

Ante un inminente aumento de la tasa de interés de los fondos federales en Estados Unidos de América y

el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial, las condiciones financieras se han endurecido para las economías de mercados emergentes. En las economías avanzadas la estabilidad financiera se ha fortalecido, reflejo de la recuperación económica, el aumento en la confianza en las políticas monetarias y la reducción de los riesgos de deflación, particularmente en la Zona del Euro.

Los precios internacionales de las principales materias primas, principalmente maíz amarillo y trigo, mostraron una tendencia a la baja, comportamiento que se modificó a partir de la segunda quincena de junio, cuando se registraron importantes alzas, asociadas a expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos, los cuales se han estabilizado recientemente, aunque en niveles superiores a los que privaban a inicios de junio. En el caso del precio internacional de petróleo, este continuó siendo influenciado por una oferta mundial mayor a la esperada, por parte de la OPEP, Estados Unidos de América y Rusia, así como por el debilitamiento en la demanda global (especialmente de la República Popular China). Según el FMI, la mayor oferta, incluida la de Norteamérica, y el debilitamiento de la actividad mundial probablemente hayan sido los principales factores que han impulsado el precio del petróleo a la baja.

A nivel mundial, la inflación ha mostrado una tendencia a la baja en la mayoría de regiones, debido, fundamentalmente, a la significativa reducción de los precios internacionales de las materias primas, en particular, el petróleo y sus derivados. En las economías avanzadas, la inflación a octubre se ubicó por debajo de los objetivos fijados por los bancos centrales (2.0%), en particular, en Estados Unidos de América, Zona del Euro y Japón. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo los resultados han sido mixtos, dado que en algunos países la inflación muestra una tendencia decreciente, mientras que en otros ha sido creciente, especialmente en algunas economías de América del Sur, dentro de las que destaca Brasil. En contraste, en México

la inflación a octubre se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta; mientras que en Costa Rica, Guatemala y la República Dominicana, se ubica por debajo del límite inferior de sus respectivas metas, reflejando la reducción en el precio de los combustibles respecto del año anterior.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria, las economías avanzadas no presentaron cambios durante el año respecto de 2014 y continúan en niveles históricamente bajos. En cuanto al proceso de normalización de la política monetaria, la FED indicó que este podría empezar en diciembre, de manera gradual y ordenada en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y baja inflación. En efecto, luego de la reunión del FOMC de octubre, se reforzaron las expectativas en cuanto a que el referido proceso iniciaría en dicho mes. Por su parte, algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo decidieron reducir el nivel en sus tasas de interés de política monetaria, especialmente, la República Popular China; mientras que otros países como Brasil, Colombia y Chile la aumentaron. En Centroamérica, se registraron reducciones en las tasas de interés de política monetaria en Guatemala y Costa Rica. La República Dominicana también la disminuyó.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por su siglas en inglés), tras registrar un crecimiento inesperadamente débil durante el primer trimestre (0.6%) y luego un fuerte repunte en el segundo trimestre (3.9%), la actividad económica se desaceleró en el tercer trimestre hasta ubicarse en 2.1%, aunque en congruencia con las previsiones del mercado. El resultado del primer trimestre se asocia a una reducción de las exportaciones, a la menor inversión fija no residencial y estatal y al menor gasto de los gobiernos locales. También se observó una contribución positiva, pero moderada del gasto del consumidor, de la inversión en inventarios y de la inversión fija residencial.

El mayor dinamismo en el segundo trimestre se atribuyó al comportamiento positivo del gasto del

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

La expectativa de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América continúa

generando volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, debido a que, aun cuando existe consenso de que dicho proceso sería gradual y ordenado, la FED ha venido retrasando el inicio del mismo. Al respecto, a criterio del FMI, la FED no debería apresurarse a incrementar su tasa de política monetaria, a menos que se vislumbraran presiones inflacionarias relevantes. Dicho organismo sugiere que, por el momento, la FED cuenta con suficiente margen de maniobra, dado que, aunque el empleo se ha recuperado más rápido de lo esperado, aún no se prevén presiones inflacionarias, internas o externas, que puedan elevar la inflación en el mediano plazo al nivel objetivo de 2.0%.

Por su parte, el FOMC estima que aún existen riesgos sobre las perspectivas de la actividad económica, aun cuando el mercado laboral se encuentra cerca de su nivel de equilibrio (pleno empleo). El FOMC reafirmó en su más reciente comunicado que el rango objetivo de la tasa de fondos federales, fijado entre 0.0%-0.25%, continúa siendo adecuado. Además anticipó que considerará apropiado elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales, cuando haya observado mejoras adicionales en el mercado laboral y esté razonablemente seguro de que la inflación retornará al objetivo de mediano plazo. No obstante, la Presidenta de la FED, en declaraciones recientes, señaló que el inicio de la normalización de su política monetaria podría ocurrir en diciembre. En todo caso, la decisión debe ser analizada con cautela, no solo porque podría afectar la recuperación de la economía estadounidense, sino también porque la política monetaria de la FED tiene efectos derrame globales. Algunos analistas internacionales coinciden en que las perspectivas económicas parecen estar mejorando, previéndose que la expansión económica continuaría en 2016. Asimismo, estiman que el impulso del mercado laboral se extendería en lo que resta de 2015, incrementando la posibilidad de que el alza en la tasa de política monetaria ocurrirá en diciembre.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia de estadísticas *Eurostat*, durante el tercer trimestre la

actividad económica registró un crecimiento interanual de 1.6%, ligeramente superior al del segundo trimestre (1.5%) y mayor al del primer trimestre (1.2%), debido al dinamismo del consumo privado, que al igual que en los cuatro trimestres anteriores, ha ocurrido en el contexto de una reducción en los precios de la energía, que genera un efecto ingreso, y condiciones crediticias más favorables, en un entorno en que el desempleo continuó disminuyendo, especialmente en España y Portugal. Asimismo, contribuyó el alza en las exportaciones, como resultado, principalmente, de la significativa depreciación real del euro. Dichos factores fueron moderados, en parte, por una caída en la inversión. En lo que ha transcurrido del año, la región continuó con una recuperación gradual, aunque con resultados mixtos al interior de la misma, debido a que el crecimiento fue más fuerte de lo esperado en Italia, Irlanda y España, y menor al previsto en Alemania, debido a que en este país, a diferencia de los otros citados, la demanda interna se desaceleró. No obstante, indicadores de actividad económica de corto plazo, apuntan a que la debilidad del euro está teniendo un efecto favorable en las exportaciones netas de Alemania y de Francia, las cuales estarían contribuyendo a su crecimiento económico. Vale indicar que, mientras la producción continúe débil y la inflación permanezca por debajo de la meta fijada por la autoridad monetaria (2.0%), la postura del Banco Central Europeo (BCE) continuaría siendo acomodaticia, incluso, la autoridad monetaria no descarta la posibilidad de seguir ampliando su programa de compras de activos para reforzar los resultados macroeconómicos y detener la disminución en las expectativas de inflación. Entre los riesgos a la baja que podrían afectar el desempeño de la Zona del Euro, destacan la posible intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en el área de influencia de Rusia, que afecta las relaciones tanto comerciales como financieras con Europa, la lenta implementación de reformas estructurales y la continua desaceleración de la economía de la República Popular China (un socio comercial importante). Por otra parte, si bien la

agudización de la situación de Grecia tuvo un contagio limitado y de corta duración, principalmente en algunos países de la periferia, donde se observó un aumento temporal de los *spreads* de los bonos de largo plazo, los riesgos de contagio han disminuido debido a la negociación del programa de rescate dentro del Mecanismo de Estabilidad Europea. Los acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en buena medida, las preocupaciones en torno a Grecia, en parte, porque las exposiciones del sector privado de dicho país han sido absorbidas por el sector público, lo cual ha reducido la volatilidad en los mercados; además, la economía griega contribuye únicamente con 2.0% de PIB de la Zona del Euro y 0.3% en el PIB mundial, por lo que indistintamente de cuál sea el canal de transmisión (comercial o financiero) del resurgimiento de una crisis en dicho país, el impacto en la Zona del Euro debiera ser limitado. Adicionalmente, los recientes ataques terroristas a la capital de Francia, podrían incrementar los niveles de incertidumbre respecto del desempeño económico de la región.

En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose moderadamente, aunque el nivel de las exportaciones y de la producción ha sido afectado por la desaceleración de las economías emergentes, destaca el caso de la República Popular China que es uno de sus principales socios comerciales. En ese sentido, el mantenimiento de una política monetaria altamente acomodaticia, los bajos precios del petróleo y sus derivados, el efecto riqueza resultante de los altos precios de las acciones y la depreciación del yen, no fueron suficientes para evitar un crecimiento bajo del PIB en el tercer trimestre (1.0%), tras la reducción de 0.7% en el segundo trimestre, luego del fuerte crecimiento del primer trimestre (4.6%). La inversión perdió dinamismo durante ese trimestre y la menor demanda externa se reflejó en una disminución adicional en la producción industrial, aunada al bajo crecimiento de los salarios.

Cabe indicar que la contracción en el segundo trimestre y el moderado crecimiento en el tercer trimestre,

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

RECUADRO 1

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

Al fortalecerse las perspectivas económicas en Estados Unidos de América, la Reserva Federal (FED) se prepara para aumentar la tasa de interés de política monetaria por primera vez en siete años, luego de que esta se mantuviera en un rango entre 0.0%-0.25%. Por ello, prevalece la inquietud entre muchos analistas del mercado acerca de la posible trayectoria que dicha tasa de interés pudiera tener en el mediano plazo. Ciertamente, esa trayectoria dependerá de cuán acomodativa es la política monetaria de la FED en la actualidad.

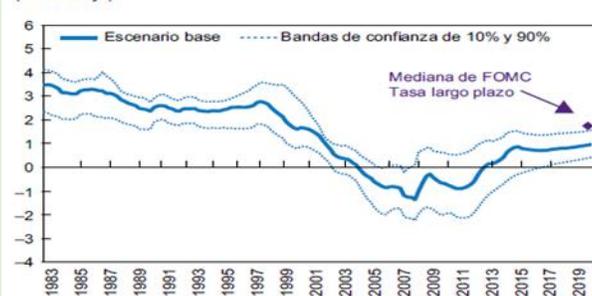
Al respecto, las tasas de interés reales en los Estados Unidos de América se han ido reduciendo desde hace algún tiempo; sin embargo, de acuerdo con el FMI, lo que determina la orientación de la política monetaria es la desviación con respecto a la tasa de interés neutral, es decir, la tasa de interés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

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

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

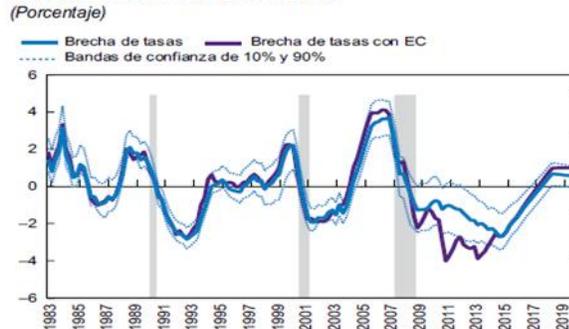
En el contexto anterior, la brecha de tasas de interés apunta a que la política monetaria ha sido acomodativa desde que comenzó la crisis económica y financiera. Las políticas monetarias no convencionales probablemente han proporcionado un grado de acomodación adicional, del orden de 1 a 3 puntos porcentuales,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

Estimaciones de las tasas neutrales (Porcentaje)



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

Brechas de tasas de interés (Porcentaje)



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

Fuente: Pescatori, Andrea y Jarkko Turunen. "¿Cuán acomodativa es la política monetaria de Estados Unidos?" Perspectivas Económicas de Las Américas. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2015.

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

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

El crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo cerraría en 4.0%, el cual sería inferior al de 2014 (4.6%). Según el FMI, dicha moderación se asocia a factores coyunturales y estructurales, que incluyen una corrección luego de años de un excepcional y rápido crecimiento económico. En ese sentido, las economías de mercados emergentes, exportadoras netas de materias primas, en particular petróleo, tienen el desafío de implementar políticas anticíclicas para disminuir el impacto de la caída de los precios y de una menor demanda interna; además, las economías que dependen de los flujos de capital foráneo, tienen que seguir preparándose ante una inminente normalización de la política monetaria estadounidense.

Ante las perspectivas de crecimientos menos dinámicos, la mayoría de economías emergentes han

orientado su política monetaria a apoyar la demanda interna, lo cual ha tenido efectos en las tasas de interés reales, los tipos de cambio nominales y los flujos de capital, cuyo impacto difiere entre países. Dichas decisiones han sido coherentes con mayores niveles de incertidumbre a nivel mundial, la evolución de la actividad económica y la inflación, así como señales mixtas con relación a la normalización de la política monetaria estadounidense.

En la República Popular China, durante el tercer trimestre, el crecimiento se situó en 6.9%, levemente inferior al del primer y segundo trimestres, cuando se ubicó en 7.0%, explicado por la menor inversión, en particular, en el sector inmobiliario. La desaceleración de la inversión en vivienda desde principios de 2010, ha implicado una importante caída en la demanda de acero y otros materiales de construcción, disminuyendo el crecimiento de la industria en su totalidad en los últimos cinco años. El sector servicios se ha convertido en el principal balanceador del crecimiento en años recientes, lo que se explica por un crecimiento de los salarios mayor al del producto, en parte, explicado por factores demográficos, lo que ha impulsado el consumo privado. El valor agregado del sector servicios, que representa alrededor de 50% del PIB chino, ha implicado un mayor crecimiento del empleo urbano, lo que refuerza la tendencia al alza de los salarios. En cuanto al mercado accionario, las autoridades económicas han tomado diversas medidas para estabilizar sus mercados, entre las que destacan: la reducción de las tasas de interés y los encajes a los depósitos, indicativo de una postura monetaria laxa, aunada a la depreciación de su moneda. El crecimiento del crédito se ha desacelerado de forma significativa y ha migrado de la banca sombra hacia la banca convencional, producto de la supervisión más estricta. La política fiscal ha sido expansiva y continúa siendo impulsada por las actividades fuera de presupuesto (gasto de los gobiernos locales).

En Rusia, el crecimiento se ha contraído debido a las tensiones económicas que se reflejan en la interacción

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

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

En Brasil, se registró una contracción de 3.0%, asociada a un complejo escenario económico y político, así como al deterioro de su mercado laboral y una inflación elevada. Esta situación es reflejo de una contracción significativa de la inversión privada y de un descenso del consumo privado, asociados al deterioro de la confianza empresarial que ha sido influenciada, en parte, por las tensiones políticas generadas por los señalamientos de corrupción a varias instituciones públicas y a la compañía de capital mixto Petróleo Brasileiro, S.A. (Petrobras).

En México, la actividad económica continúa creciendo moderadamente, debido al menor dinamismo de las exportaciones, ante la desaceleración de la demanda externa; los bajos precios del petróleo; y la desaceleración en los niveles de producción industrial. El crecimiento esperado de 2.3% en 2015, se atribuye, en buena medida, a una menor demanda tanto externa como interna, respecto de la prevista a principios de año. En el caso de la demanda interna, los crecimientos del consumo privado y la inversión han sido bajos; aunque, las perspectivas siguen siendo más favorables que las de América del Sur, pues el efecto neto entre un mayor crecimiento en Estados Unidos de América (su principal socio comercial) y el incremento esperado en la tasa de política monetaria en ese mismo país, podría ser positivo.

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

En Colombia, el crecimiento de 2.5% del año, refleja una desaceleración respecto a 2014, que se explica, principalmente, por la caída de los precios del petróleo y por la desaceleración más profunda del comercio exterior y de la inversión en sectores diferentes a la construcción.

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

En Centroamérica, al contrario de la mayoría de países de América Latina, las perspectivas de crecimiento económico continúan siendo positivas, dado que la

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

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

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

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

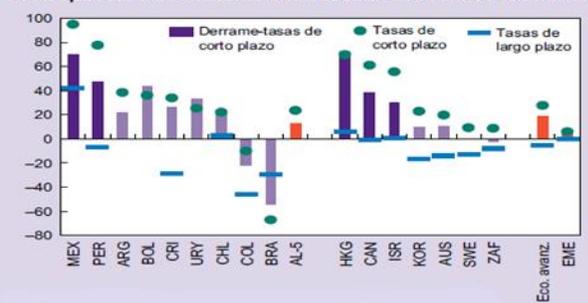
Al respecto, los autores encuentran que, dependiendo del país, las tasas de interés de corto plazo¹ reaccionan de manera heterogénea a los movimientos de la tasa de los fondos federales. Por ejemplo, un alza de 100 puntos básicos en la tasa de los fondos federales incide en un aumento de 95 y 80 puntos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

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

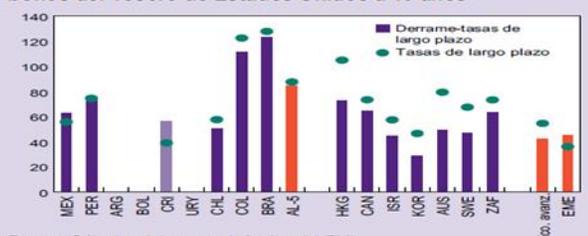
Impacto de los movimientos de las tasas de interés de Estados Unidos

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

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



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



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

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

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

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

RECUADRO 3

EL CONTAGIO: LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES APLICADAS POR LA RESERVA FEDERAL PARECEN HABER AFECTADO A LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES MÁS QUE LAS POLÍTICAS TRADICIONALES

No es sorprendente que la política monetaria de los Estados Unidos de América tenga repercusiones en el resto del mundo, en virtud de su predominio en los mercados mundiales. Según los economistas del Fondo Monetario Internacional (Che *et.al.*, 2015), el contagio más fuerte y profundo al resto de las economías, como resultado de las decisiones de política monetaria que toma la Reserva Federal (FED), es un fenómeno reciente que inicia luego de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009.

Los autores examinan la reacción de 21 economías de mercados emergentes, ante 125 anuncios de política monetaria de la FED entre enero de 2000 y marzo de 2014. Concluyen que los anuncios imprevistos (sorpresas) de la política monetaria estadounidense surten efecto inmediato en los flujos de capitales y en los precios de los activos de las economías de mercados emergentes (por lo menos en un período de dos días). Sin embargo, cuando se analiza por separado los períodos anteriores a la crisis (durante la fase convencional de la política monetaria) y después de noviembre de 2008 (cuando inició la compra de activos a gran escala), se evidencia que los efectos de contagio “por unidad” de sorpresa de la política monetaria estadounidense, habían sido distintos y más fuertes durante la fase no convencional.

Ciertamente, en muchos activos financieros, el contagio fue mayor cuando la FED comenzó a plantear que estaba considerando disminuir el ritmo de la compra de activos (entre mayo de 2013 y marzo de 2014). En general, el contagio fue mayor cuando los anuncios sorprendieron a los mercados con información sobre la orientación futura de la tasa de política monetaria (sorpresas de señal), comparado con anuncios que sorprendieron a los mercados con información que afectaba el rendimiento a plazos más largos de los bonos de Estados Unidos de América.

Según los autores, los efectos de contagio más profundos durante la fase no convencional probablemente fueron en su mayoría estructurales, debido a las compras de bonos que se introdujeron en la fase no convencional de la política monetaria y de la liquidez que se generó. El contagio por unidad de sorpresa no parece depender del tamaño de los choques, ya sea que estos estén relacionados con la adopción de una política más flexible o una más restrictiva o que se registren en un punto de inflexión en la tónica de la política (por ejemplo, ante una primera tentativa de aplicar una política restrictiva después de una secuencia ininterrumpida de recortes).

Por otra parte, se analizó si los contagios eran más profundos en los mercados de mayor tamaño, con mayor liquidez (con muchos compradores y vendedores), o ambos. Los efectos del tamaño del mercado por sí solo parecen ser ambiguos, debido a que entran en juego dos fuerzas opuestas. Los mercados más grandes atraen más inversionistas extranjeros, lo que aumenta la volatilidad, pero al mismo tiempo tienden a ser más líquidos, lo que debería reducirla. De hecho, en la práctica el tamaño del mercado no es un factor que intensifique o amortigüe considerablemente el contagio. Sin embargo, cuando se toma en cuenta la liquidez del mercado, hay evidencias de que los mercados más grandes están expuestos a contagios mayores. Los efectos de la liquidez son más claros: los mercados más líquidos disminuyen el efecto de contagio, conforme a lo previsto. En ese sentido, siempre y cuando los mercados se mantengan líquidos a medida que crecen, el riesgo que sufran contagios debiera ser limitado.

El hecho de que el contagio parezca mayor durante la fase no convencional de la política monetaria de la FED, pone de manifiesto el costo de llevar las tasas de interés a un nivel cercano a cero. Por tanto, si se desea evitar el contagio profundo en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los autores señalan que sería preciso adoptar políticas apropiadas a fin de reducir al mínimo el riesgo de alcanzar el límite cero. Estas políticas podrían incluir variables macroeconómicas, tales como el gasto y los impuestos, con objeto de estabilizar la relación entre la deuda y el PIB y conservar un margen fiscal que permita apoyar la economía en las fases de desaceleración.

Teniendo en cuenta que los efectos adversos del contagio de la política monetaria estadounidense guardan relación con la situación económica del país receptor, es decir, que entre mejores son los fundamentos macroeconómicos y más líquidos los mercados, más se amortiguan los efectos de los choques de la política monetaria de ese país, las economías de mercados emergentes deberían mejorar sus fundamentales lo más que puedan. En períodos de turbulencia o crisis se puede recurrir a otras políticas para controlar el exceso de volatilidad y el desorden en los mercados (como intervenciones cambiarias e incluso medidas macroprudenciales), pero estas políticas no deben considerarse un sustituto de políticas económicas generales idóneas.



Fuente: Che, Jiaqian, Tommaso Mancini-Griffoli y Ratna Sahay. "El Contagio". Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 2015.

4. Mercados financieros internacionales

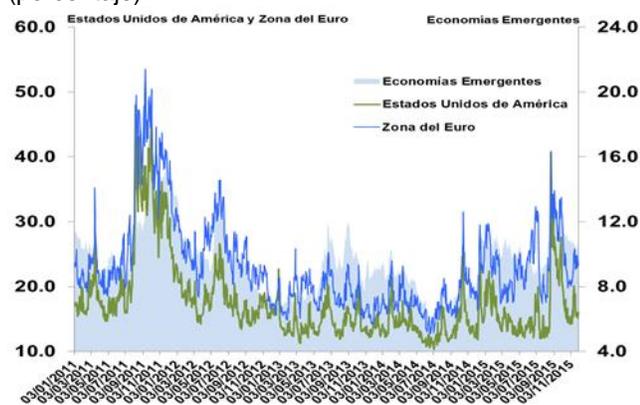
Durante 2015, los mercados financieros internacionales continuaron mostrando episodios de alta volatilidad, debido, entre otros factores, a la incertidumbre generada por las expectativas de una moderación en la actividad económica mundial; la divergencia de políticas monetarias en los países avanzados;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

Ante el posible aumento de la tasa de interés objetivo de fondos federales en Estados Unidos de América y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial, las condiciones financieras se han endurecido para las economías de mercados emergentes. Algunas de estas economías han tratado de prepararse ante el referido choque externo, flexibilizando el tipo de cambio, aumentando el nivel de sus reservas

internacionales y afianzado, en general, el marco de sus políticas económicas. En algunas de estas economías con presiones inflacionarias o vulnerabilidades externas relevantes, los bancos centrales han elevado sus tasas de interés de política, provocando que el crecimiento del crédito en términos reales se haya desacelerado respecto de la expansión crediticia que se registró en los años posteriores a la crisis económica y financiera internacional de 2008-2009.

Gráfica 2

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



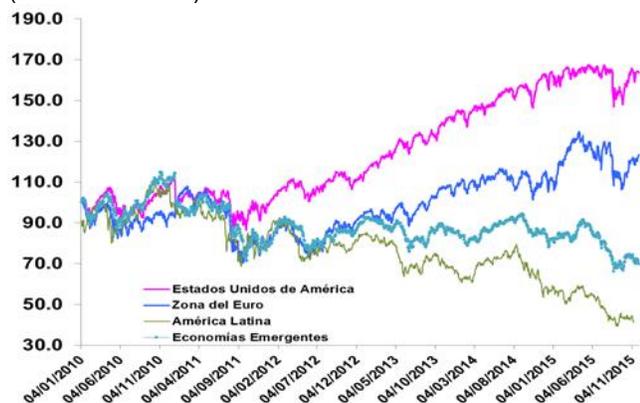
(1) Al 30 de noviembre de 2015.

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

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

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



(1) Al 30 de noviembre de 2015.

(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona de Euro al Eurostoxx 50; en los Estados Unidos de América al Standard & Poor's; y en las economías emergentes y América Latina al MCSI.

Fuente: Bloomberg.

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

RECUADRO 4

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

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

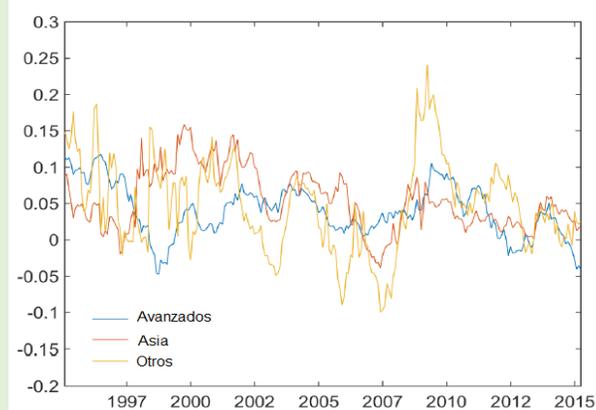
A efecto de medir el grado en que las condiciones financieras externas complican la conducción de la política monetaria, los autores aíslan lo que denominan un componente de contagio, concentrándose en las variaciones de las primas de riesgo de los bonos soberanos que no están relacionados con los fundamentos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

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

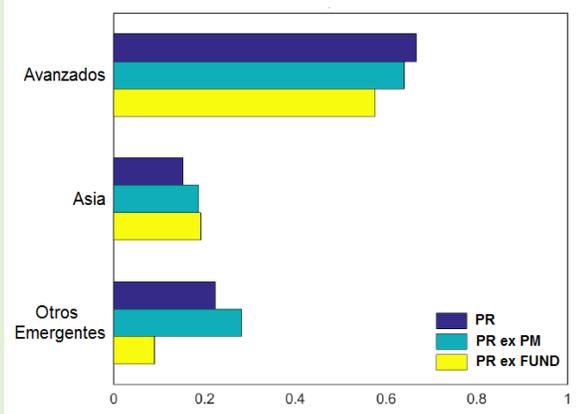
Según los autores, esta correlación específica y no sistémica, pudiera estar asociada a las políticas de flexibilización cuantitativa, a la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) y al anuncio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. En general,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

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

Prima de Riesgos Promedio por Regiones



Variación de la Prima de Riesgo por Regiones



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

5. Precios internacionales de algunas materias primas

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

En el caso del precio del petróleo, luego de la importante reducción que se observó entre julio y diciembre de 2014, este registró un incremento durante el primer semestre de 2015, asociado a las expectativas de una reducción en la oferta en combinación con una mayor demanda. Dichas expectativas no se materializaron y la referida tendencia se revirtió, derivado de que la oferta permaneció elevada y disminuyó la demanda mundial debido a la desaceleración de las economías emergentes, principalmente de la República Popular China. A noviembre de 2015, el precio del petróleo registró una reducción acumulada de 21.8%; mientras que el precio del maíz amarillo y del trigo registraron una disminución acumulada de 8.0% y de 22.0%, respectivamente.

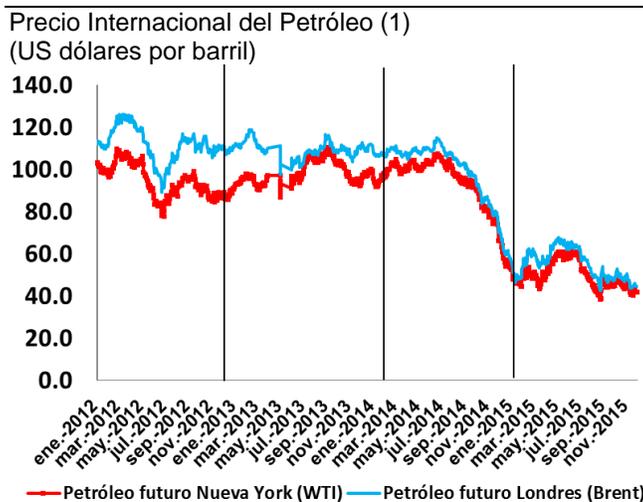
a) Petróleo

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

En lo que se refiere a la demanda mundial, la expectativa de un incremento, ante mejores perspectivas económicas, contribuyó a incrementar el precio. Sin embargo, desde finales de junio, los factores

antes indicados se moderaron, provocando nuevamente una caída del precio de la variedad WTI, el cual se situó a finales de noviembre en US\$41.65 por barril.

Gráfica 4



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

Fuente: Bloomberg.

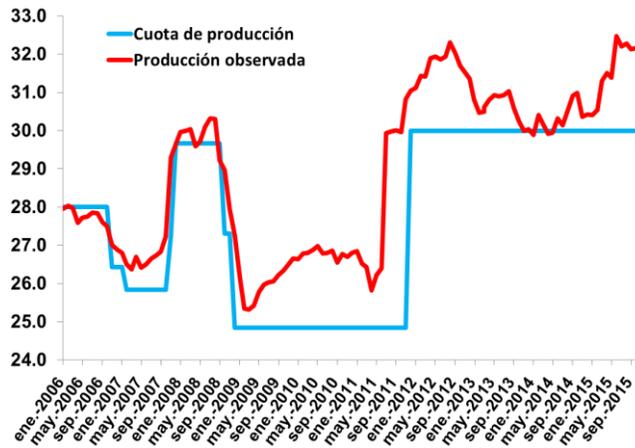
Por el lado de la oferta, destacó el elevado nivel de producción de Estados Unidos de América, país que contribuyó a elevar el superávit en el mercado de petróleo por la implementación de nuevas tecnologías de extracción, situación que permitió alcanzar niveles récord. Según el FMI, la mayor resiliencia de la oferta, incluida la de Norteamérica, y el debilitamiento de la actividad mundial fueron los principales factores que impulsaron el precio del crudo a la baja.

En lo relativo a la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), durante el presente año, la misma ha registrado un incremento y su nivel actual es significativamente superior a la cuota establecida por dicha organización en diciembre de 2011, derivado del aumento en la extracción de Arabia Saudita e Irak. En el caso de Arabia Saudita, el aumento se debe a la política de dicho país de mantener su cuota de participación en el mercado, principalmente en la región de Asia y, en el caso de Irak, a la normalización de las actividades extractivas y de exportación, luego de enfrentar importantes problemas en

su infraestructura petrolera por conflictos internos. Cabe mencionar que además del incremento de la cuota respecto de 2011, la OPEP ha mantenido el nivel efectivo de producción significativamente por arriba de la cuota establecida, lo que ha contribuido a mantener bajo el precio internacional. Asimismo, la OPEP modificó su política de producción de petróleo al decidir mantener su participación en el mercado internacional en lugar de reducir su volumen de producción ante los bajos precios del petróleo, con el propósito de no incentivar la producción de otros productores no miembros de la organización. No obstante, algunos analistas del mercado de petróleo, entre los que destaca IHS Energy⁴, prevén que ante los bajos precios internacionales del crudo, la OPEP podría verse obligada a realizar un recorte en su cuota de producción a partir de 2016, ante la presión de los productores más pequeños, cuyo desempeño económico ha sido afectado por dicha baja, en particular en la caída en los ingresos para las finanzas públicas, perspectiva que no se materializó, al menos, en la reunión que dicho cartel efectuó el 4 de diciembre de 2015. Dicha firma estima que la oferta mundial de petróleo se situaría en 95.7 mbd, superior a la observada en 2014 (93.2 mbd). Las interrupciones en la producción de petróleo a nivel mundial continúan en niveles elevados; no obstante, ello no ha tenido un efecto importante en el precio, debido a la importante oferta, la que se ha traducido en niveles históricamente altos en los inventarios de crudo.

Gráfica 5

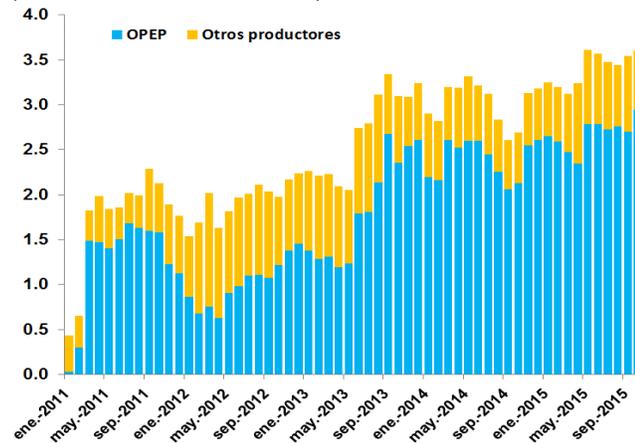
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)



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

Gráfica 6

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



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

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

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

En resumen, el balance entre la oferta y la demanda mundial de petróleo es superavitario, situación

que permite anticipar que el precio internacional permanecerá en niveles bajos, respecto de 2014. Sin embargo, los factores de riesgo asociados a los conflictos geopolíticos continúan latentes y eventualmente podrían interrumpir la producción en el Medio Oriente, lo que podría afectar el precio.

Cuadro 1

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

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

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

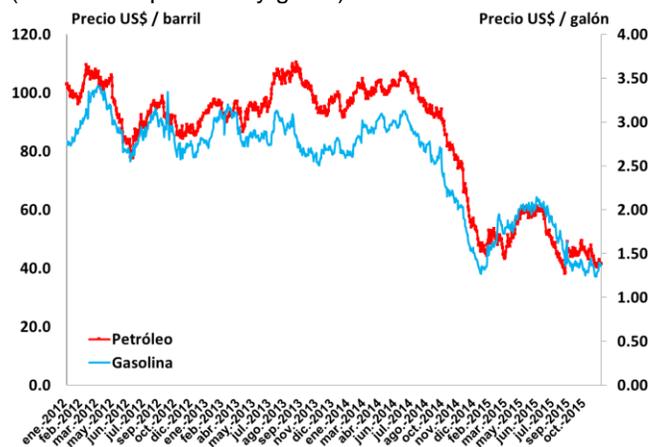
Fuente: IHS Energy.

b) Gasolinas

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

Gráfica 7

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



(1) Con información al 30 de noviembre de 2015.

Fuente: Bloomberg.

c) Maíz amarillo

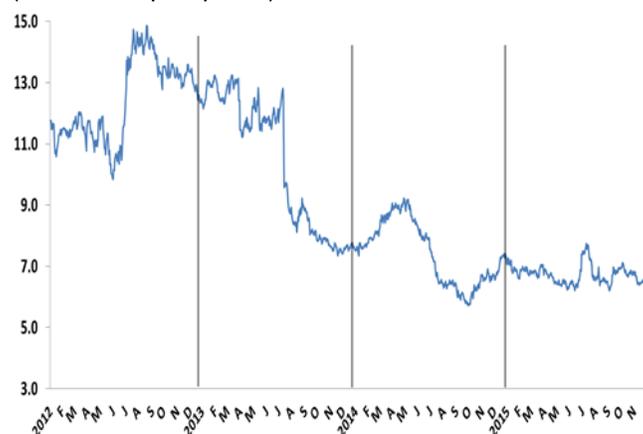
Durante 2015, el precio internacional del maíz amarillo continuó registrando una moderada tendencia a la baja, asociada a las perspectivas de una adecuada oferta del grano a nivel mundial (producción e inventarios) para la cosecha 2015-2016, en combinación con una menor demanda global, con excepción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

la cosecha 2015-2016 se ubicaría en 974.9 millones de toneladas métricas (mtm), cifra menor en 3.4% respecto de la registrada en la cosecha 2014-2015 (1,008.8 mtm). Dicha disminución se explica por la reducción en las cosechas de la Unión Europea, de Estados Unidos de América, de Brasil, de Argentina y de México, resultado de la disminución de áreas de siembra y de la sustitución de cultivos.

Con relación a la demanda mundial, esta se estima en 971.2 mtm, inferior en 0.4% respecto de la cosecha anterior (975.5 mtm), resultado, principalmente, de la disminución prevista en el consumo de la Unión Europea, Ucrania y México. A pesar de dicha reducción, el nivel de la demanda continuó alto, explicado por la mayor utilización del grano para la elaboración de concentrado para alimentación de ganado y para la producción de etanol, principalmente durante el primer semestre del año. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se situó en 211.9 mtm, superior en 1.8% respecto de la cosecha anterior (208.2 mtm). Vale indicar que el USDA realizó una corrección al alza en el nivel de inventarios de la República Popular China, lo que implica que el nivel de inventarios mundiales continúa siendo uno de los más altos registrados en los últimos años, por lo que, mientras no ocurran cambios importantes en el mercado, el precio se mantendría estable. El principal riesgo al alza en el precio de este grano sería un deterioro en las condiciones climáticas en los principales países productores.

Gráfica 8

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



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

Fuente: Bloomberg.

El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), estima que la producción de maíz amarillo, para

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas				Variaciones	
	2012-2013 (a)	2013-2014 (b)	2014-2015 (b)	2015-2016 (b)	2014/2015	2015/2016
Producción	870.3	991.4	1,008.8	974.9	1.8	-3.4
Consumo	865.2	949.5	975.5	971.2	2.7	-0.4
Déficit / Superávit	5.1	41.9	33.3	3.7	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

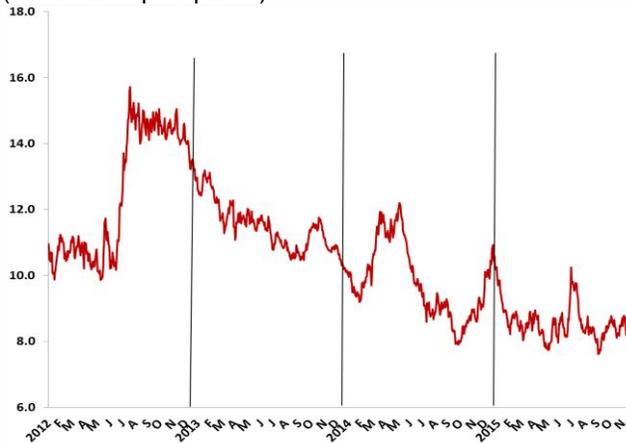
Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América, noviembre de 2015.

d) Trigo

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

Gráfica 9

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



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

Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2015-2016 se situaría en 733.0 mtm, superior en 1.1% respecto de la cosecha anterior (725.1 mtm), reflejo del incremento en la producción de Turquía, República Popular China, Estados Unidos de América, Marruecos, Australia, Rusia y Ucrania.

El consumo mundial se estima en 717.4 mtm, superior en 1.5% al del año previo (707.0 mtm), asociado al incremento en el consumo de Estados Unidos de América, la Unión Europea, India y Rusia. En cuanto al nivel de inventarios, se proyecta que este se sitúe en 227.3 mtm, superior en 7.4% respecto del registrado en la cosecha previa (211.7 mtm). El incremento en la demanda de trigo sería cubierto por la producción proyectada y el nivel de inventarios, por lo que se anticipa un balance positivo que mantendría estable el precio. El principal riesgo al alza proviene de un deterioro climático en los principales productores a nivel mundial.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas				Variaciones	
	2012-2013 (a)	2013-2014 (b)	2014-2015 (b)	2015-2016 (b)	2014/2015	2015/2016
Producción	658.7	715.1	725.1	733.0	1.4	1.1
Consumo	679.2	698.7	707.0	717.4	1.2	1.5
Déficit / Superávit	-20.5	16.5	18.1	15.6	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

6. Inflación y política monetaria

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

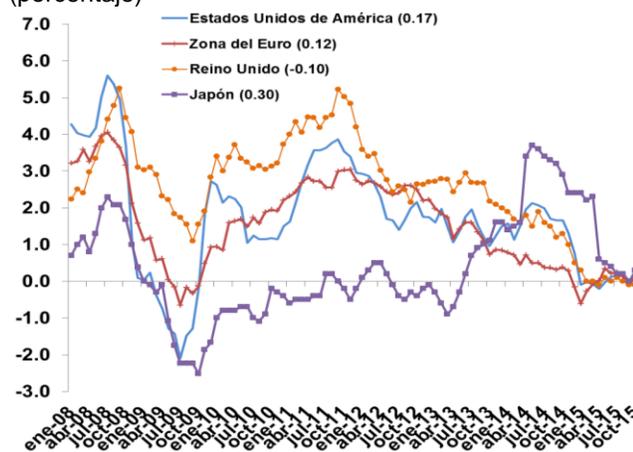
En Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en 0.17% en octubre, muy por debajo del objetivo de mediano plazo de la FED, reflejo de los bajos precios de la energía y de otros bienes importados no energéticos y del fortalecimiento del dólar respecto de las principales monedas mundiales. En cuanto al proceso de normalización de la política monetaria estadounidense, la FED indicó que este empezaría de manera gradual y ordenada en congruencia con su objetivo dual de pleno empleo y baja inflación. Tras la reunión del FOMC de octubre, se ha reforzado la expectativa de que ese proceso iniciaría en diciembre.

En la Zona del Euro, aunque la inflación volvió a ubicarse en niveles positivos, continúa muy por debajo de la meta del BCE, pues a octubre se situó en 0.12%, debido tanto al moderado crecimiento económico de la Zona, como a la reducción de los precios de la energía. Respecto de la tasa de interés de política monetaria, esta continúa en niveles históricamente bajos y cercanos a cero desde septiembre de 2014 (0.05%). La postura de política monetaria altamente acomodaticia del BCE se consolidó a partir de marzo de 2015, cuando se amplió el

programa de compras de activos a un monto de €60.0 millardos mensuales, superior al programado en octubre de 2014. Inicialmente dicho programa estaría vigente hasta septiembre de 2016; sin embargo, en la reunión de política monetaria de diciembre de 2015, la vigencia se extendió más hasta marzo de 2017, la que podría extenderse si el BCE lo considerara prudente. El FMI, proyecta que la inflación en la región al finalizar 2015 se situará en 0.7%; en tanto que el BCE la proyecta en 0.1%. Para 2016 se prevé que la inflación repuntaría a 1.0%, principalmente, por las expectativas de una mayor recuperación económica y el efecto traspaso de las depreciaciones del euro frente al dólar estadounidense.

Gráfica 10

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



(1) Datos a octubre de 2015.

Fuente: Bancos centrales.

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

En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación mostró un

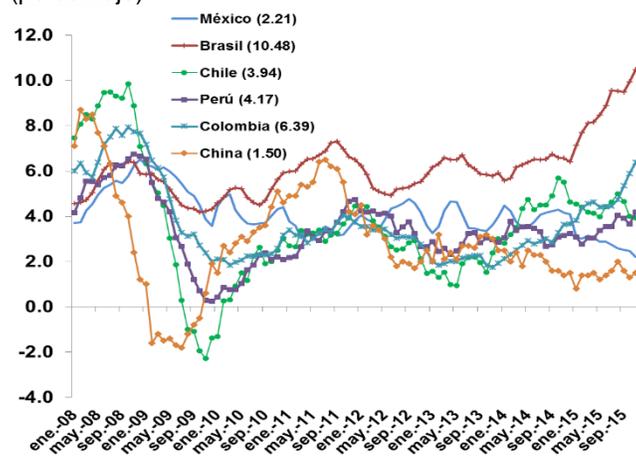
comportamiento heterogéneo, aunque en la mayoría de estas economías se registran niveles menores de inflación, en parte, por la reducción del precio internacional del petróleo y por la debilidad en la actividad económica. Por ello, las respuestas de política monetaria han sido diferentes. En la República Popular China, la inflación a noviembre se situó en 1.50%, inferior al objetivo de mediano plazo del Banco Central (3.0%), por lo que este redujo su tasa de política monetaria en cinco ocasiones, ubicándola en 4.35%, es decir, una disminución de 125 puntos básicos en el año, en apoyo al crecimiento económico y, recientemente, para evitar una mayor caída del mercado accionario.

En América Latina, la inflación en las principales economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) se encuentra por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de México y Chile. En el caso de México, la inflación a noviembre se situó en 2.21%, explicada, principalmente, por la reducción en los precios de los energéticos y por el moderado ritmo de crecimiento de su actividad económica que no generó presiones de demanda; mientras que en Chile se ubicó en 3.94%, debido a que la reducción en los precios de los energéticos contrarrestó, parcialmente, el efecto traspaso del tipo de cambio nominal. En Colombia y Perú, la inflación se situó a noviembre en 6.39% y 4.17%, respectivamente, debido a choques de oferta temporales (aumento en el precio de algunos alimentos) y a la depreciación de sus monedas. Cabe indicar que, además de inflaciones mayores a sus metas, estos países no se han beneficiado de la reducción del precio internacional de las materias primas, dada su condición de exportadores netos. En Brasil, el complejo escenario económico y político y el deterioro de su mercado laboral, habría incidido en que la inflación a noviembre se ubicara en 10.48%, reflejo de las medidas de ajuste fiscal que adoptó el gobierno, entre las que destacan la disminución en los subsidios a la electricidad y a los combustibles, y el aumento de los precios regulados.

El comportamiento de la inflación provocó diferentes tipos de respuesta por parte de los bancos centrales. En el caso de Brasil, Colombia y Chile, han habido incrementos en sus tasas de política monetaria en 250, 100 y 25 puntos básicos, respectivamente; mientras que México y Perú no la modificaron.

Gráfica 11

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



(1) Datos a noviembre de 2015.

Fuente: Bancos centrales.

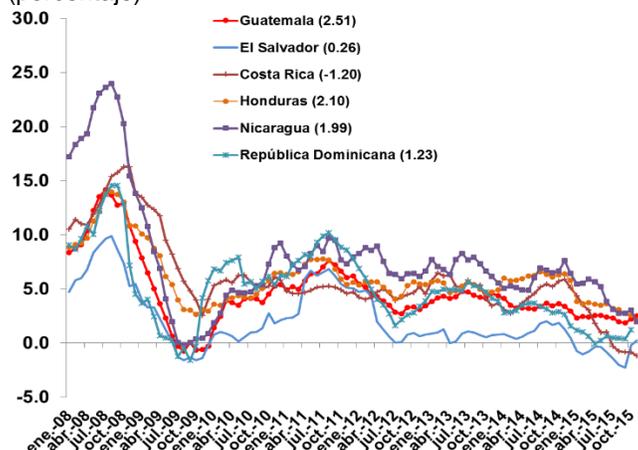
En lo que respecta a Centroamérica y la República Dominicana, la inflación continuó mostrando una tendencia a la baja, asociada, principalmente, a la reducción en el precio de los combustibles. En ese contexto, en la mayoría de países de la región, la inflación se encuentra por debajo de límite inferior de la meta establecida por los bancos centrales. De esa cuenta, las autoridades monetarias de Costa Rica, la República Dominicana y Guatemala, disminuyeron las tasas de interés de política monetaria en 300, 125 y 100 puntos básicos, en su orden, durante el presente año.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Centroamérica y República Dominicana (1)

2008-2015

(porcentaje)



(1) Datos a noviembre de 2015. República Dominicana a octubre.

Fuente: Bancos centrales.

B. ENTORNO INTERNO

1. Actividad económica

El crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima cierre en 4.1%, similar al del año previo (4.2%) y superior al PIB potencial (cuyo promedio es 3.5%). Dicho crecimiento proviene de un mayor dinamismo en la demanda interna que aumentaría 5.0%, debido, principalmente, al incremento de 5.1% en el consumo privado (3.9% en 2014), el cual representa alrededor de 85.0% del PIB, asociado a un incremento en el ingreso de los hogares, debido, entre otros factores, al mayor flujo de remesas familiares, el incremento en el salario formal (con base en información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social), el aumento en el crédito bancario al sector privado y el efecto ingreso proveniente de la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados⁵.

Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 5.7% (4.3% el año anterior), asociado al mayor dinamismo en la inversión en maquinaria y equipo, particularmente la relacionada con

importación de bienes de capital, para la agricultura, industria, telecomunicaciones, construcción y el transporte.

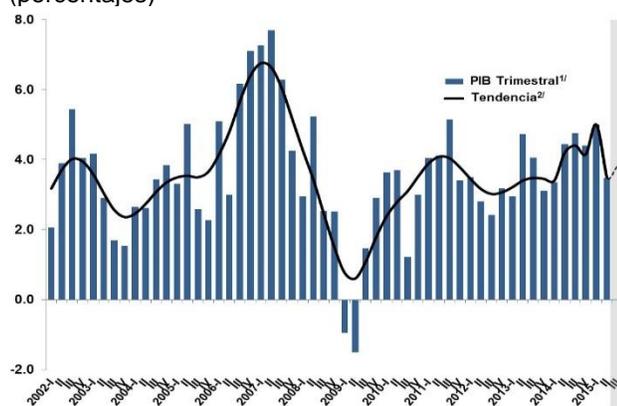
En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un crecimiento, en términos reales, de 5.6%, inferior al de 2014 (7.6%), explicado por el incremento en el volumen exportado de banano; concentrados de níquel; azúcar; grasas y aceites comestibles; hierro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

Por el lado del origen de la producción, destaca el dinamismo de los sectores siguientes: Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios privados; Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor de 74.0% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2015 (ver Anexo 1).

Gráfica 13

Producto Interno Bruto Trimestral

(porcentajes)



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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

⁵ Dicho efecto se ve potenciado por una inflación baja y estable que aumenta el poder de compra del consumidor.

A octubre de 2015, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró un crecimiento de 4.6%, mientras que el crecimiento interanual de la tendencia-ciclo de dicho indicador fue de 4.2%, lo que evidencia que el comportamiento de la demanda agregada es congruente con la estimación de crecimiento económico anual del presente año.

El Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a noviembre se situó en 64.32 puntos, superior en 36.50% respecto al registrado en octubre (47.12 puntos) y mayor en 25.50% al registrado en noviembre de 2014 (51.25 puntos). Vale subrayar que en los últimos tres meses dicho indicador ha aumentado 42.65 puntos, lo que denota una importante recuperación en la confianza de los agentes económicos y en las expectativas de estos sobre la actividad económica.

2. Inflación

a) Observada

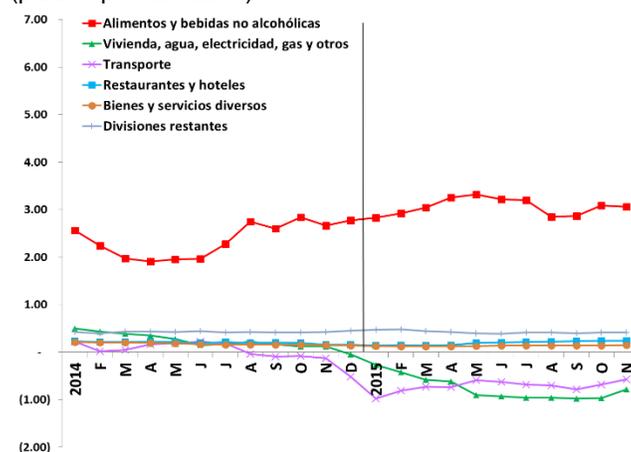
A noviembre, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) continuó reflejando la desaceleración iniciada desde noviembre de 2014, al situarse en 2.51%, por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) resultado asociado, fundamentalmente, con el efecto del choque externo de los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados respecto del año previo, lo que ha compensado, en parte, el aumento de la inflación de alimentos. A noviembre, el IPC refleja, principalmente, las alzas en las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; y *Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar*. Dichas alzas fueron compensadas, parcialmente, por las variaciones negativas en las divisiones de *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Transporte*. Las divisiones mencionadas, de acuerdo a su impacto⁶,

⁶ Se refiere a la proporción, en puntos porcentuales, con la que cada división de gasto impacta la inflación total.

explican, en conjunto, 86.04% de la inflación total observada (gráfica 14).

Gráfica 14

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



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

El alza en la división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* (ponderación 28.75%) continúa ejerciendo el mayor impacto dentro del IPC. A noviembre su variación interanual fue 8.99%, equivalente a 3.6 veces el ritmo de inflación total (2.51%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: Hortalizas, legumbres y tubérculos; Carnes; Pan y cereales; y Frutas. En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza responde, principalmente, a los incrementos en el precio medio del tomate, güisquil, culantro, chile pimiento, güicoy, repollo, lechuga, otras legumbres y hortalizas, cebolla, pepino, ejotes, frijol, zanahoria y papa que obedece a la menor oferta de algunos productos en el mercado interno, la cual se asocia a factores estacionales y al incremento en la demanda tanto local (dada la evolución de los salarios y las remesas familiares) como externa, especialmente de El Salvador y Honduras. Con relación al grupo de gasto Carnes, el aumento en el precio medio, en buena medida, se asocia al comportamiento del precio de la carne de res

que, según el MAGA, refleja la disminución de la oferta en el mercado interno por la venta de ganado en pie a México, a los incrementos establecidos por los expendedores desde inicios de año y la reducción en el hato ganadero derivado de la sustitución de crianza de ganado por siembra de caña de azúcar y palma africana. Adicionalmente, factores climáticos adversos (canícula prolongada) afectaron las áreas de pastoreo, principalmente en la zona denominada Corredor Seco⁷.

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

El grupo de gasto Pan y cereales registró un incremento asociado al aumento en el precio medio de Productos de tortillería, Maíz y Pan. En el caso de las tortillas, el alza observada obedece en buena medida a que el precio del maíz, su principal materia prima, registró alzas en su precio medio debido a que las cosechas se vieron afectadas por condiciones climáticas adversas, asociadas a una disminución significativa en la cantidad de lluvia en la mayor parte del territorio nacional, aunada a una canícula que, de acuerdo al Instituto Nacional de Sismología, Vulcanología, Meteorología e Hidrología (INSIVUMEH), se extendió hasta finales de agosto. Respecto del Pan, el comportamiento observado se asocia, principalmente, al incremento reciente del precio internacional del trigo, el cual, de acuerdo con el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), se ha visto influenciado tanto por factores climáticos (que podrían afectar la cosecha actual, especialmente en Ucrania y Argentina), como por incrementos en la demanda externa

de cereal estadounidense, particularmente por parte de Japón y Egipto.

En la división de gasto *Restaurantes y hoteles*, la variación interanual de 2.75% ha sido influenciada por el incremento en el precio medio de los gastos básicos siguientes: Almuerzo consumido fuera del hogar, Otras comidas consumidas fuera del hogar, y Desayuno consumido fuera del hogar, en congruencia con los aumentos registrados en algunos de sus componentes, principalmente, las carnes, los productos de tortillería y algunas verduras y hortalizas.

La división de gasto *Bienes y servicios diversos*, cuya variación interanual fue de 2.24%, registró alzas en los gastos básicos siguientes: Colonias y perfumes, Champú, Jabón, Papel higiénico, Artículos diversos para el cuidado personal y Desodorantes y antitranspirantes. Asimismo, el incremento interanual de 2.21% observado en la división de gasto *Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar* respondió al aumento en el precio medio del Detergente para ropa, Artículos para limpieza del hogar, Jabón varias clases, Cama y Aromatizador y desinfectante.

Por su parte, la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual de -6.59%, asociada, principalmente, a la reducción del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad, respecto del año anterior. En el caso del Gas propano, la disminución se asocia, por un lado, a la baja del precio internacional del gas natural, derivada de niveles de inventarios en el hemisferio norte superiores al promedio de los últimos cinco años y, por el otro, a los bajos precios de los derivados del petróleo. Por su parte, el Servicio de electricidad registró una disminución asociada a la reducción del pliego tarifario trimestral, tanto para la tarifa social como la tarifa no social.

La división de gasto *Transporte*, mostró una variación interanual de -6.05%, la cual se explica por la

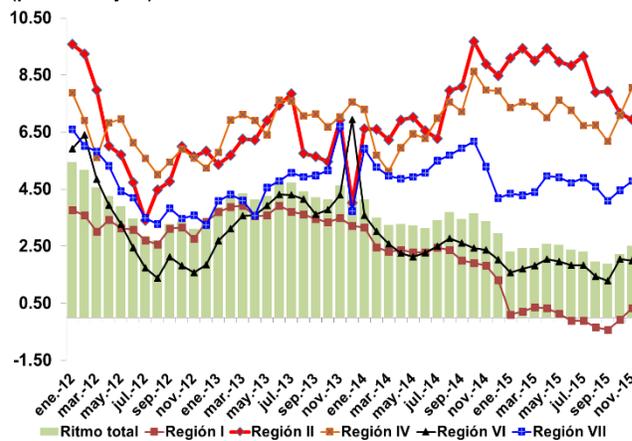
⁷ Área integrada por Zacapa, El Progreso, Chiquimula, Jutiapa, Jalapa y Baja Verapaz.

disminución del precio interno del Diésel, la Gasolina regular y la Gasolina superior, ante la reducción del precio internacional de dichos derivados del crudo respecto del año anterior.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁸, a noviembre se observan alzas, destacando, según su impacto, las siguientes: Región IV, Región VII, Región II y Región VI (gráfica 15). Al analizar las ocho regiones, en conjunto, se observa que cuatro de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total y tuvieron una incidencia de 73.80% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el incremento que registró la división de gasto de Alimentos y bebidas no alcohólicas.

Gráfica 15

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



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

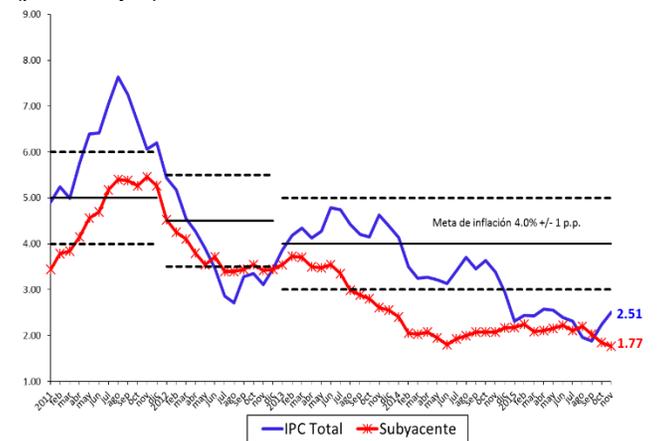
El ritmo de la inflación subyacente, a octubre fue de 1.77%, revirtiendo la leve tendencia al alza iniciada desde el segundo semestre de 2014 (gráfica 16). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de

⁸ La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y Región VIII, Petén (Petén).

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

Gráfica 16

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)

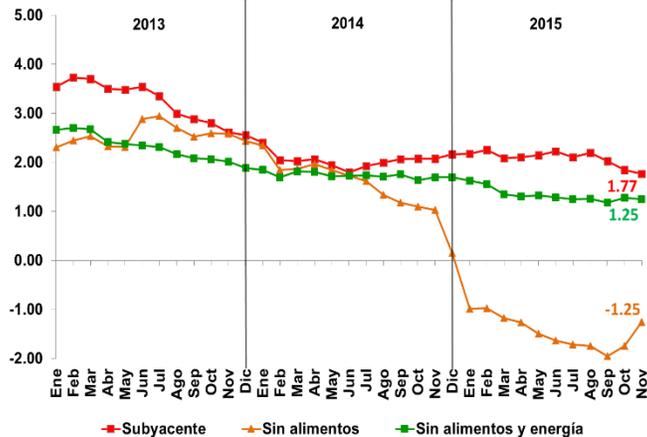


(1) Con información a noviembre de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

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

Gráfica 17

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)

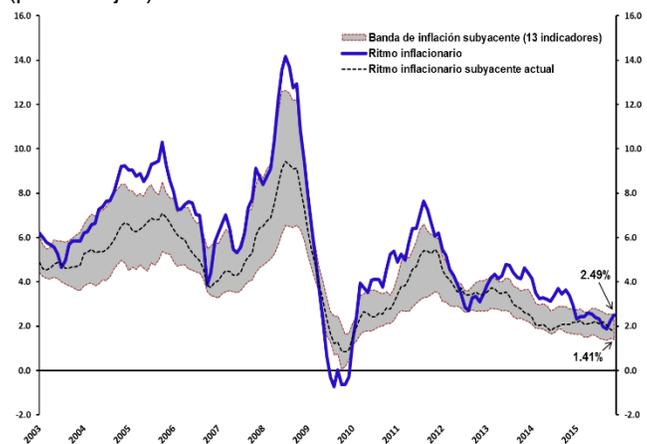


(1) Con información a noviembre de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que se realizan al comportamiento del IPC, se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial⁹, es un indicador que, por lo general, se encuentra alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 18).

Gráfica 18

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



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

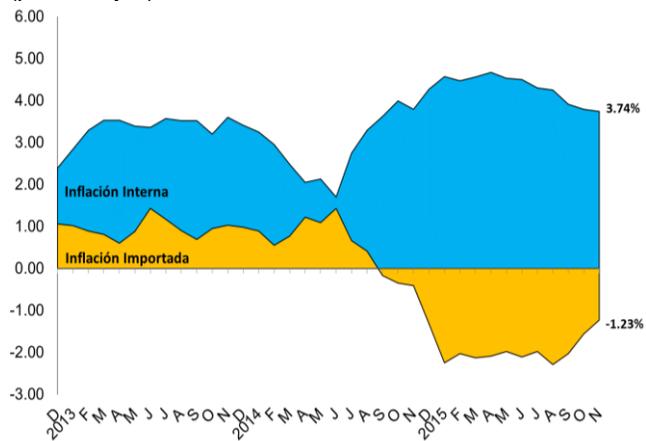
⁹ Excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de toda la canasta para el mes en estudio.

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.41% y 2.49%, confirmando que, aunque existen factores de demanda que presionan la inflación al alza, estos son moderados.

La inflación importada continuó registrando la disminución iniciada desde julio del año anterior, asociada, principalmente, a la evolución del precio internacional del petróleo y sus derivados y a la disminución del precio de otras materias primas como el maíz amarillo y el trigo. La descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.74% y -1.23%, respectivamente.

Gráfica 19

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



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

b) Expectativas

En noviembre, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se ubicaron en un rango de entre 1.66% y 3.66% para diciembre de 2015 y entre 2.17% y 4.17% para diciembre de 2016. En ambos casos, las expectativas se ubican por debajo de los límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráficas 20 y 21). Dichas expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo el

comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados; el desempeño de la política monetaria; la evolución de los precios de las materias primas (distintas al petróleo y sus derivados); el comportamiento del tipo de cambio nominal; y el desempeño de la política fiscal, entre otros, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

3. Tipo de cambio

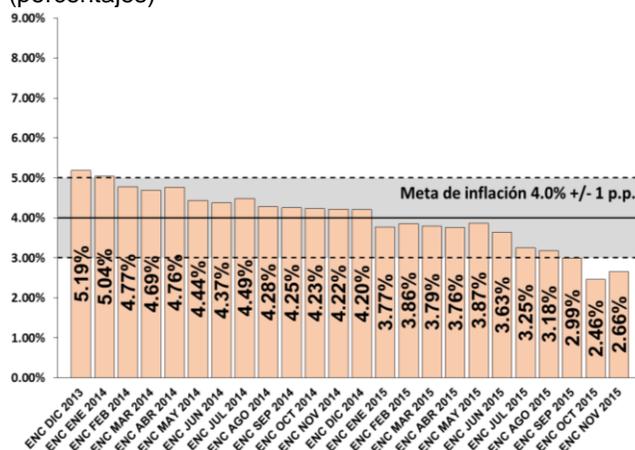
a) Nominal

El tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, mantuvo un comportamiento relativamente consistente con su estacionalidad, registrando al 30 de noviembre un nivel de Q7.61230 por US\$1.00 que representa una ligera depreciación nominal acumulada de 0.20%, influenciada por una menor demanda de divisas para importaciones respecto del año anterior y de una mayor oferta de divisas en el mercado, principalmente por el dinamismo de las remesas familiares, lo que influyó en que el tipo de cambio nominal, en términos interanuales, registrara una apreciación de 0.45%.

Cabe destacar que, en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad del tipo de cambio nominal es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como su ancla nominal. En adición, la flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente evitando que los ajustes se trasladen al empleo y a la producción. En ese contexto, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y plenamente conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas únicamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia. Al 30 de noviembre, la participación del Banco Central en ese mercado cambiario, conforme dicha regla, generó compras netas de divisas por US\$250.8 millones (compras por US\$285.3 millones y ventas por US\$34.5 millones), equivalente a 0.72% del total de divisas negociadas en el Mercado Institucional de Divisas.

Gráfica 20

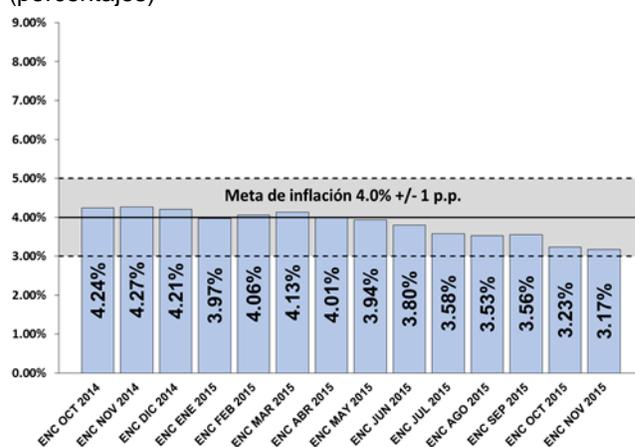
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2015 (1) (porcentajes)



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

Gráfica 21

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



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

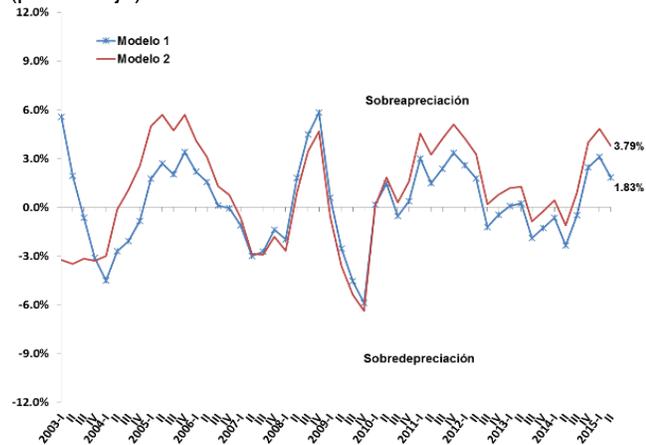
b) Real de equilibrio

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

En ese contexto, la dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2015, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2¹⁰ estiman una leve sobreapreciación de entre 1.83% y 3.79% (gráfica 22), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una leve sobredepreciación de 1.08% (gráfica 23).

Gráfica 22

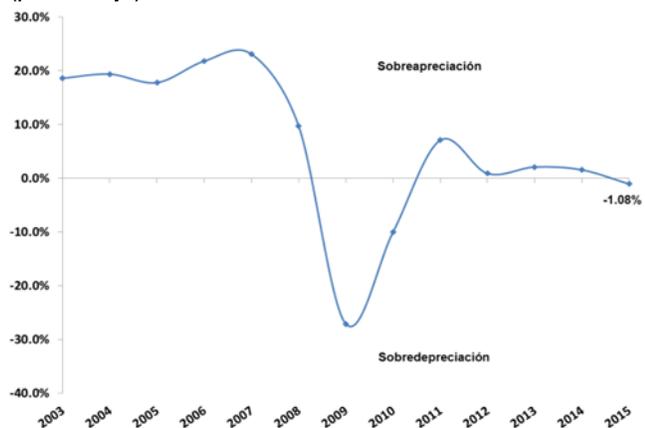
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (porcentaje)



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

Gráfica 23

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



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

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

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

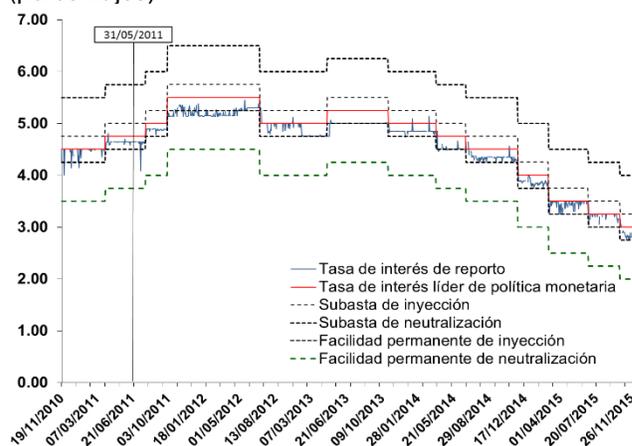
4. Tasas de interés

a) De corto plazo

La tasa de interés de operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, se ha ubicado consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (9 puntos básicos en promedio), pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de condiciones flexibles de liquidez en el mercado de dinero. Los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 24

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



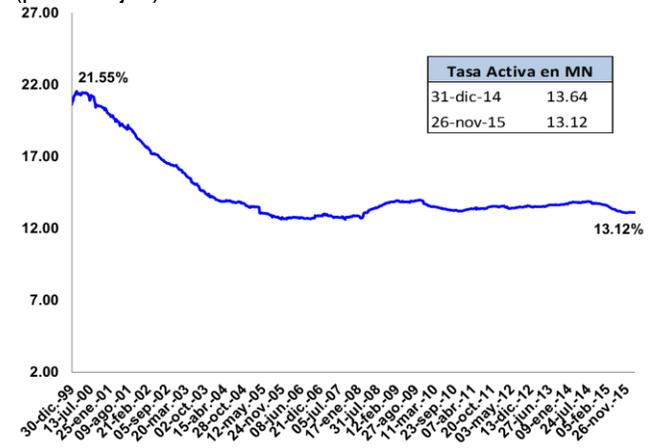
(1) Con información al 26 de noviembre de 2015. Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

b) De largo plazo

La tasa de interés representativa del largo plazo es la tasa de interés activa, en moneda nacional, del sistema bancario, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.49%, significativamente inferior a los niveles registrados en el lustro anterior.

Gráfica 25

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)

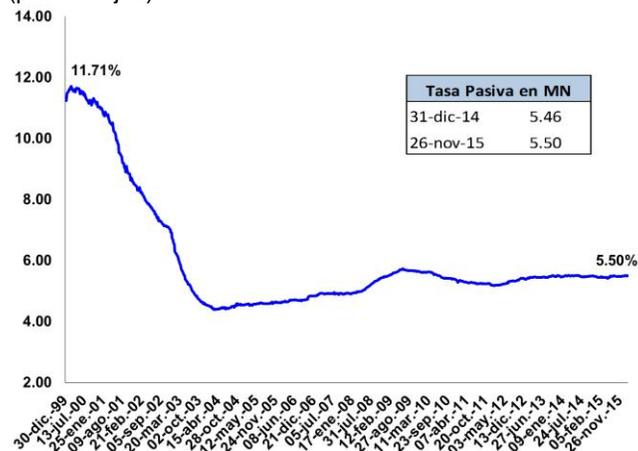


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de noviembre de 2015. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Al 26 de noviembre, la tasa de interés activa en moneda nacional se redujo 52 puntos respecto de diciembre de 2014, pasando de 13.64% a 13.12%, reflejo de la disminución en las tasas de interés para todos los destinos crediticios (consumo, microcrédito, hipotecario, empresarial menor y empresarial mayor; en su orden de reducción). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.50% (gráfica 26), 4 puntos básicos por arriba del valor observado a diciembre de 2014 (5.46%).

Gráfica 26

Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de noviembre de 2015.

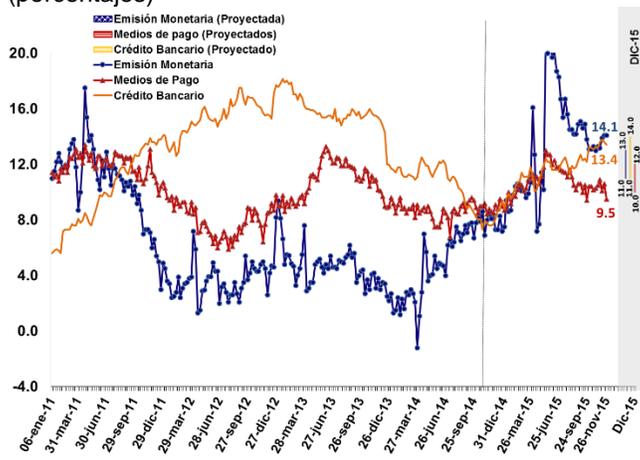
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

5. Agregados monetarios y de crédito

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

Gráfica 27

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



(1) Variación interanual observada al 26 de noviembre de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

a) Emisión monetaria

El comportamiento de la demanda de emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; de un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y de un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. En ese contexto, entre enero y la primera semana de mayo de 2015, la demanda de emisión monetaria mostró un ritmo dinámico de crecimiento (en promedio, alrededor de 10.0%), el cual, aunque se ubicaba por encima de los valores estimados, era congruente con el dinamismo observado en los principales indicadores de la actividad económica y, en general, guardaba una estrecha relación con sus componentes tendencial y estacional. A partir de la segunda semana de mayo la variación interanual del saldo de la emisión monetaria se expandió considerablemente (de 10.2% el 7 de mayo a 21.5% el 14 de mayo), como resultado de una demanda adicional de efectivo (componente aleatorio) por motivo precaución¹¹ por parte de los agentes económicos, debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema. Dicha demanda adicional de efectivo, dado el motivo que la ocasionó y considerando experiencias similares de años anteriores, se estimó que retornaría gradualmente a sus niveles tendenciales, en la medida en que los agentes económicos normalizaran su demanda de dinero por motivo precaución; por lo que, dicho excedente de emisión monetaria no provocaría presiones inflacionarias.

Al analizar los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación¹² y caja de bancos¹³), se observó que, entre la segunda quincena de mayo y la última semana de octubre, ambos se redujeron gradualmente. En efecto, el proceso de convergencia de la emisión monetaria, hasta la primera semana de

¹¹ De acuerdo con la literatura, los motivos que explican la demanda de dinero son: precaución, transacción y especulación.

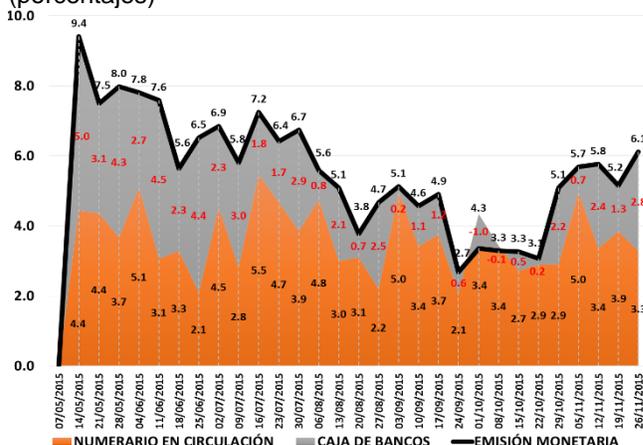
¹² Se refiere a los billetes y monedas en poder del público.

¹³ Corresponde a billetes y monedas, principalmente, en bóvedas de los bancos y dispensadores de efectivo.

octubre, fue el resultado de la recuperación gradual de la confianza por parte del público (aunque a un ritmo más lento al esperado), reflejada en una reducción de la demanda de efectivo (numerario en circulación) y, en mayor medida, por la disminución del efectivo en poder de las instituciones bancarias (caja de bancos); por lo que, el primer motivo que generó el incremento en la demanda de emisión monetaria se redujo considerablemente, aunque no por completo, de 21.5% a 13.1% entre el 14 de mayo y el 8 de octubre.

Gráfica 28

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



(1) Al 26 de noviembre de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

A partir de la segunda semana de octubre, se observó el inicio de un nuevo episodio de incremento en la demanda de emisión monetaria, aunque en esta ocasión, explicado por motivo transacción, estrechamente relacionado con el dinamismo del consumo privado. Al 26 de noviembre la emisión monetaria registró una variación interanual de 14.1%.

En ese contexto, se estima que la variación interanual de la emisión monetaria se ubicaría al finalizar el año en un rango entre 11.0% y 13.0%.

b) Medios de pago

Los medios de pago, al 26 de noviembre, registraron un crecimiento interanual de 9.5% (8.7% en diciembre de 2014), asociado al dinamismo de las captaciones bancarias, particularmente, en moneda nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 40.0%, la cual ha venido aumentando en los últimos años, lo que refleja un mayor grado de profundización financiera.

c) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 26 de noviembre registró un crecimiento interanual de 13.4%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (21.9%) como en moneda nacional (8.9%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo, aunque por encima del crecimiento del PIB nominal y de las captaciones bancarias.

El crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada, como se indicó, al dinamismo observado en el crédito al consumo; así como del aumento de crédito en moneda extranjera, particularmente al sector corporativo (alrededor 97% del financiamiento concedido en moneda extranjera). La referida aceleración en dicho crédito ha sido financiada con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior, las cuales se han acelerado desde el segundo trimestre del año, registrando a noviembre una variación interanual superior a 20.0% y, en menor medida, con captaciones en moneda extranjera, las que al 26 de noviembre registran un incremento interanual de 5.3%. La mayor preferencia por el financiamiento en moneda extranjera, entre otros factores, se asocia a la estabilidad del tipo de cambio nominal y a la reducción observada en la brecha entre tasas de interés en moneda nacional y extranjera.

Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional, desde el segundo trimestre, ha

mantenido una tendencia positiva en el ritmo de crecimiento, resultado del aumento del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor (que significan 69.0% y 30.0%, respectivamente, del incremento a noviembre, respecto de diciembre de 2014).

Por otra parte, desde la perspectiva de la actividad económica, la cartera crediticia muestra que las mayores tasas de variación relativa interanual se han concentrado en los sectores siguientes: electricidad, gas y agua (70.4%), consumo (15.5%) e industria manufacturera (13.2%).

6. Variables del sector externo

A octubre de 2015, el comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), muestra que el valor FOB de las exportaciones de bienes se incrementó 0.9% respecto a similar período de 2014, resultado de un aumento importante en el volumen, que contrarrestó la disminución en el precio medio de exportación. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 2.8%, fundamentalmente, por la reducción del precio medio de las importaciones, asociado en buena medida a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes; no obstante, el volumen importado muestra un incremento significativo. La balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$5,657.2 millones, inferior en US\$510.3 millones al observado en el mismo período de 2014 (US\$6,167.5 millones). Vale indicar que como consecuencia de los bajos precios internacionales de los combustibles y lubricantes, la relación de términos de intercambio mejoró respecto del año anterior.

El valor de las exportaciones FOB estuvo influenciado por el incremento en el volumen (11.9%), ante la mayor demanda externa y por la disminución registrada en el precio medio (9.6%). Entre los principales productos exportados destacan: banano, hierro y acero, productos farmacéuticos y artículos de vestuario. En contraste, se registraron disminuciones en el valor exportado de petróleo, plomo y bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres.

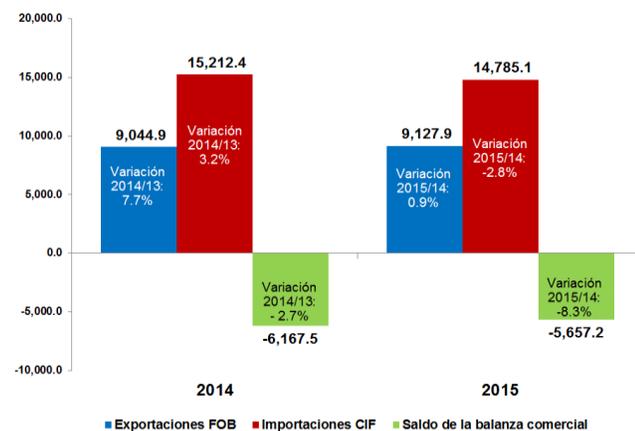
El valor de las exportaciones de banano aumentó US\$98.3 millones (17.7%), explicado por el incremento, tanto en el volumen exportado (17.3%), como en el precio medio por quintal (0.5%), al pasar de US\$15.07 a US\$15.14. El alza en las ventas de la fruta se asocia a la mayor demanda externa, lo que motivó un incremento en las áreas de cultivo; mientras que el aumento en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores, como Filipinas, Costa Rica y Colombia. Cabe indicar que el 91.6% de las exportaciones de dicho producto se destinaron a Estados Unidos de América.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$94.1 millones respecto a lo acumulado a octubre de 2014, al situarse en US\$201.1 millones (87.9%). Este resultado obedece, fundamentalmente, al incremento de US\$89.1 millones en las exportaciones de ferróniquel por parte de la Compañía Procesadora de Níquel de Izabal, S.A.

El valor de las ventas al exterior de productos farmacéuticos aumentó US\$47.6 millones (20.9%), reflejo de incrementos tanto en el precio medio (13.2%), como en el volumen exportado (6.8%). El aumento en el valor exportado es consecuencia de mayores ventas a Panamá, Nicaragua, Honduras, Costa Rica y El Salvador, países que compran más del 80.0% de estos bienes.

Gráfica 29

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



(1) Con información a octubre de cada año.

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

Las ventas al exterior de artículos de vestuario aumentaron US\$45.1 millones (4.2%), resultado del incremento en el volumen exportado (7.7%), el cual fue contrarrestado, en parte, por la disminución en el precio medio de exportación (3.3%). Dicho aumento en el volumen se asocia a una mayor demanda por parte de Estados Unidos de América, país que compra más de 90.0% de estos bienes.

El valor de las exportaciones de petróleo se redujo 54.5% (US\$133.0 millones), explicado por la caída en el precio medio por barril (52.3%), que pasó de US\$88.53 a US\$42.26; y la disminución en el volumen exportado de 4.7%. La reducción en el precio medio de exportación es reflejo de la caída en el precio internacional del crudo.

En cuanto al valor exportado de plomo, se registró una disminución de 18.6% (US\$58.3 millones), debido, fundamentalmente, a la reducción en el precio medio (18.6%), ya que el volumen exportado disminuyó levemente (0.1%). El comportamiento a la baja en el precio medio de exportación estuvo influenciado, entre otros factores, por la relación de su cotización con otros metales y materias primas (distintas al petróleo y sus derivados) que han sido afectados por la fortaleza del dólar estadounidense; mientras que la leve disminución del volumen es consecuencia de la normalización en la producción de la Minera San Rafael, después del considerable incremento del año anterior.

El valor de las ventas al exterior del rubro de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró una reducción de 13.2% (US\$39.3 millones), reflejo de la disminución en 8.6% del precio medio y de 6.6% en el volumen. Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por la reducción en las ventas de etanol como consecuencia de la caída en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

En lo que respecta a las importaciones, la disminución de su valor CIF (2.8%), estuvo determinada por la reducción de 14.1% en el precio medio, efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento de 13.6% en el volumen. El referido comportamiento se explica,

principalmente, por la considerable reducción en el valor importado de combustibles y lubricantes (28.9%), asociado a la caída de 39.1% en el precio medio y compensado, parcialmente, por el incremento en el volumen de 16.4%; mientras que los otros rubros registraron una mayor demanda, destacando bienes de consumo (8.2%), bienes de capital (4.3%) y materiales de construcción (1.0%).

Dada la significativa caída en el precio internacional del crudo, se ha generado un ahorro relevante en el rubro de combustibles y lubricantes de US\$869.3 millones a octubre, al pasar de US\$3,009.6 millones en 2014 a US\$2,140.3 millones en 2015.

El ingreso de divisas por remesas familiares a noviembre, alcanzó US\$5,686.8 millones, superior en US\$638.7 millones (12.7%) respecto a igual período de 2014, principalmente, por la recuperación en el mercado laboral de Estados Unidos de América.

El déficit en cuenta corriente, con base en lo anterior, se ubicaría en 0.8% del PIB (2.1% en 2014), el cual sería financiado con flujos de capital privado, particularmente de inversión extranjera directa.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó al 30 de noviembre en US\$7,421.7 millones, equivalente a 5.0 meses de importación de bienes que, conforme a estándares internacionales, continúa reflejando la sólida posición externa del país, y superior en US\$88.3 millones al registrado a diciembre de 2014.

7. Finanzas públicas

Durante 2015, las finanzas públicas fueron afectadas por el continuo deterioro de los ingresos públicos provenientes de la recaudación tributaria, así como de fuentes externas (préstamos y donaciones), lo que conllevó a una significativa contención del gasto público, obligando a las autoridades fiscales a priorizar la asignación de recursos que permitieran el cumplimiento de los compromisos ineludibles de gasto del Estado. Entre los principales factores que debilitaron la recaudación tributaria destacan: i) la caída en el valor de

las importaciones como resultado de menores precios internacionales, principalmente, de combustibles y lubricantes; ii) la disminución en la recaudación del Impuesto Sobre la Renta (ISR), motivada entre otros factores, por la reducción de la tasa impositiva a las empresas; iii) la caída de las regalías petroleras, como consecuencia de la citada reducción del precio del petróleo; y iv) la crisis institucional de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), que ha dificultado la implementación de las medidas administrativas. Por otra parte, el ingreso de recursos provenientes de fuentes externas se moderó desde mayo derivado, posiblemente, de la crisis política e institucional que afectó al país. En términos generales, se estima que el monto de recursos no recaudados, respecto de lo presupuestado, significaría una merma de recursos para el Estado de alrededor de 1.5% del PIB, situación que obligó a las autoridades fiscales a continuar con la política de contención del gasto y a la reducción del déficit fiscal previsto (2.0% del PIB).

En el contexto anterior, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) estima que los ingresos y gastos totales al final del año crecerían 2.4% y 1.5%, respectivamente; mientras que respecto del PIB, los ingresos tributarios y los gastos totales se ubicarían en 10.3% y 12.6%, respectivamente, siendo estos los niveles más bajos registrados en los últimos 17 años. En cuanto al déficit fiscal y la deuda pública total como porcentaje del PIB, el MFP estima que estos se ubiquen en 1.7% y 24.5%, en su orden, indicadores congruentes con el proceso de reducción del déficit fiscal y con el mantenimiento de una trayectoria de deuda pública estable, contribuyendo con ello a la estabilidad macroeconómica en general, y a la estabilidad de los precios internos, en particular.

a) Ingresos

Al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 1.2%, respecto al mismo período del año anterior, resultado del incremento de 1.5% que registraron los ingresos tributarios (94.7% de los ingresos totales) y de la disminución de 3.1% para el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos disminuyeron 1.2%, afectados por la baja de 4.2% en la recaudación del ISR, resultado de la reducción de la tasa impositiva de las rentas de actividades lucrativas del régimen de utilidades, lo que motivó el cambio de régimen de algunos contribuyentes y la forma de determinar el pago trimestral; mientras que el Impuesto de Solidaridad (ISO) aumentó 10.5%. Por su parte, los impuestos indirectos aumentaron 3.1%, de los cuales el Impuesto al Valor Agregado (IVA) doméstico creció 6.5% y el impuesto sobre la distribución de petróleo 19.1%, ambos congruentes con el dinamismo del consumo privado; mientras que el IVA sobre importaciones disminuyó 3.3%, influenciado por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, de combustibles y lubricantes¹⁴.

De acuerdo con el MFP, los ingresos tributarios al 30 de noviembre de 2015 alcanzaron un monto de Q46,080.0 millones, equivalente a 90.7% de la meta de recaudación para dicho período (Q50,802.5 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q4,722.5 millones (9.3%)¹⁵.

¹⁴ Durante 2014, la vigencia del Acuerdo Gubernativo 174-2014 (exoneración de multas) aportó al fisco Q573.8 millones, que correspondían al pago de impuestos de ejercicios fiscales de años anteriores; al descontar dicho monto de la recaudación de 2014, se hubieran observado a noviembre de 2015 tasas de variación de 2.8% para los ingresos tributarios, de -2.0% para el ISR y de 7.8% para el IVA doméstico (en lugar de 1.5%, -4.2% y 6.5%, respectivamente).

¹⁵ Entre los factores que han afectado el cumplimiento de la meta de recaudación se pueden mencionar: i) la resolución de la Corte de Constitucionalidad de suspender el impuesto a la telefonía; ii) la crisis institucional de la SAT que ha dificultado la implementación de las medidas administrativas; y iii) la caída en la recaudación del ISR, del IVA importaciones y de las regalías petroleras.

b) Gastos

Durante el primer trimestre del año, el gasto público evidenció un comportamiento dinámico, reflejo del aumento en la disponibilidad de caja del Gobierno Central, resultado de la pronta colocación de bonos del tesoro en el mercado local (Q7,021.7 millones) y de los desembolsos de préstamos de apoyo presupuestario provenientes de organismos financieros internacionales (Q3,520.6 millones). Sin embargo, el continuo debilitamiento de la recaudación tributaria, así como el agotamiento de los recursos provenientes del endeudamiento público durante los últimos meses obligó a adoptar medidas de contención del gasto público, mediante la limitación de la ejecución de gasto no prioritario y la aprobación mensual de una cuota financiera sobre la base de los recursos financieros disponibles; así como de privilegiar aquellos gastos esenciales, como las nóminas salariales, el servicio de la deuda pública, aportes institucionales y el gasto social. En ese contexto, al 30 de noviembre, el gasto público creció 1.4%, respecto a similar período del año anterior. En lo que respecta a la distribución del gasto, el de funcionamiento aumentó 5.5%, mientras que el de capital disminuyó 14.1%. El resultado en el gasto de funcionamiento se asocia, principalmente, al incremento en la nómina de algunos ministerios como el de Educación; al incremento en el pago de intereses de la deuda pública; al aporte ordinario y extraordinario al Tribunal Supremo Electoral; a los aportes a las entidades descentralizadas y autónomas; y a la priorización del gasto social (incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y seguridad interna). El gasto de capital refleja la caída de 50.8% en la inversión directa, principalmente, por la baja ejecución del gasto de infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se

ubicó en 79.0%, levemente inferior al registrado en 2014 (79.9%), principalmente por la atención del Servicio de la Deuda Pública (96.0%). Entre las entidades que tuvieron mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (88.0%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (79.7%); en tanto que las que registran menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Desarrollo Social (55.0%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (49.6%).

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de noviembre, resultó en un déficit fiscal de Q4,763.0 millones (1.0% del PIB), superior al registrado en el mismo período del año anterior (Q4,623.8 millones) en términos nominales aunque igual en términos del PIB, en congruencia con el modesto dinamismo en el gasto público. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento interno neto fue positivo en Q3,665.8 millones, resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q7,798.1 millones¹⁶, vencimientos por Q4,128.5 millones y amortización neta de primas de deuda interna por Q3.8 millones. En lo que respecta al financiamiento externo neto, este se ubicó en Q2,784.0 millones, derivado de desembolsos por Q5,227.8 millones y amortizaciones por Q2,443.8 millones. El resultado de las operaciones anteriores generó un aumento de caja del Gobierno Central por Q1,686.8 millones.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q61,292.9 millones (12.5% del PIB), el que, si bien es mayor en Q3,669.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2014 (Q57,623.3 millones), es menor al 12.7% del PIB de 2014. El saldo de la deuda pública externa se situó en US\$7,377.0 millones, mayor en US\$337.7 millones respecto al 31 de diciembre de 2014, aunque como porcentaje del PIB también se redujo, al pasar de 12.0% del PIB a diciembre de 2014 a 11.6% al 30 de noviembre de 2015.

¹⁶ La totalidad de dicho monto fue colocada en moneda nacional a plazos de 10, 12, y 15 años y a tasas de rendimiento promedio ponderado de 7.1%, 7.4% y 7.5%, respectivamente.

Vale destacar que en diciembre el MFP colocó en el mercado local el saldo de bonos del tesoro (Q361.4 millones) que estaba previsto para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2013. Dichos fondos los utilizó para gasto público. En el Anexo 3 se presenta un análisis detallado sobre la importancia de restituir las deficiencias netas del Banco Central.

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

Conforme el calendario previsto para 2015, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. En febrero, la Junta Monetaria decidió reducir el nivel de la referida tasa en 50 puntos básicos para ubicarla en 3.50%; en tanto que en marzo, abril y mayo decidió mantenerla en ese nivel.

En la reunión efectuada en junio, la redujo en 25 puntos básicos para situarla en 3.25%, manteniendo ese nivel en la decisión de agosto. La redujo nuevamente en 25 puntos en la decisión de septiembre, con lo que el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria se ubicó en 3.00%, mismo nivel que mantuvo en su reunión de noviembre. En todas las decisiones se tomó en cuenta el balance de riesgos de inflación, siendo relevante en el análisis del ámbito externo, que la economía mundial continuaba con un proceso de recuperación, en un contexto en el que seguían privando riesgos a la baja e incertidumbre. Asimismo, tomó en cuenta que los precios de algunas de las materias primas que afectan la inflación en el país (petróleo, maíz amarillo y trigo) continuaron en niveles inferiores a los observados en los últimos dos años, previéndose que se mantengan así en el horizonte de pronóstico. En el ámbito interno, destacó que el desempeño de la actividad económica se mantuvo congruente con la estimación de crecimiento anual del PIB, como lo reflejaba el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo como el IMAE, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado. Subrayó

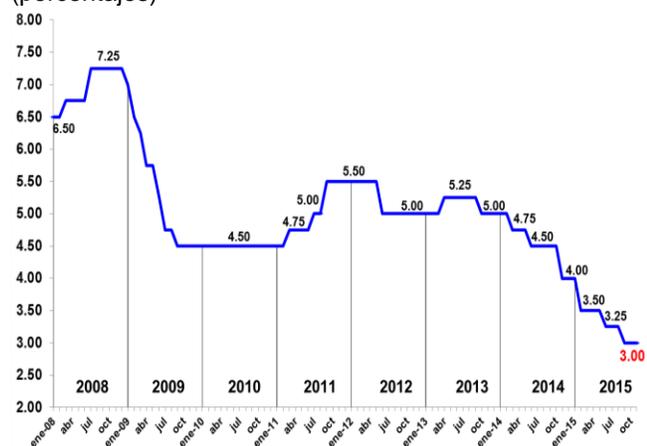
que los pronósticos de inflación para 2015 se ubicaban ligeramente por debajo del límite inferior de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual), aunque para 2016 estos muestran una tendencia al alza acercándose al valor puntual de dicha meta, en un contexto en el que las expectativas de inflación permanecen ancladas, resultado de la evolución de precios del petróleo y de la disciplina de la política monetaria, así como del efecto positivo proveniente de la reducción del déficit fiscal.

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

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

Gráfica 30

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. En ese sentido, derivado de que en el año se observaron excedentes de liquidez asociados, principalmente, a la disminución en la posición con bancos, al 30 de noviembre, las referidas operaciones registraron un crecimiento de Q1,998.3 millones, de los cuales el 74.0% corresponde al sector privado y el 26.0% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2014, el 15.5% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 30 de noviembre de 2015 la referida proporción aumentó a 16.9%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 30.8% en diciembre de 2014 a 29.9% el 30 de noviembre de 2015, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 0.5 puntos porcentuales (de 53.7% en 2014 a 53.2% en 2015). El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

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

Cabe indicar que a principios de 2015 el Banco de Guatemala captaba depósitos a plazos de hasta 1 año, mientras que el Ministerio de Finanzas Públicas coloca Bonos del Tesoro a plazos de entre 7 y 15 años. Ante tal circunstancia, los expertos del Centro Regional de Asistencia Técnica de Centroamérica, República Dominicana y Panamá (CAPTAC-DR) han recomendado al Banco de Guatemala hacer colocaciones de depósitos a plazos mayores de 1 año procurando alcanzar hasta 3 años, con el propósito de que en el mercado existan precios de referencia adicionales para la negociación de instrumentos públicos en el mercado secundario, lo que además permitiría al Banco Central realizar una mejor

gestión de sus pasivos. En ese contexto el Banco de Guatemala, a partir del 16 de marzo de 2015 inició la captación de depósitos a plazo hasta 2 años.

Por otra parte, como se indicó, para la conducción de la política monetaria, bajo el esquema de metas explícitas de inflación se requiere de un régimen de flexibilidad cambiaria, que coadyuve a que el banco central centre sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental (estabilidad en el nivel general de precios) y que la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuya a absorber los choques externos. No obstante, la flexibilidad cambiaria no significa que el banco central deje de participar en el mercado de divisas en situaciones determinadas o excepcionales, ya sea porque se evidencia demasiada volatilidad o porque existen circunstancias que requieren de la moderación de movimientos inusuales y significativos en el comportamiento del tipo de cambio nominal. En ese sentido, en lo que va del año, la participación en el mercado cambiario mediante la referida regla representó una mínima proporción del volumen negociado en el mercado institucional de divisas (0.82% de las compras y 0.10% de las ventas), lo cual confirma la flexibilidad del mercado cambiario guatemalteco, en el que el tipo de cambio nominal es determinado fundamentalmente por las fuerzas del mercado.

IV. ESTIMACIONES DE CIERRE 2015 Y PERSPECTIVAS PARA 2016

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

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

Para 2016, el FMI proyecta que la actividad económica mundial mejorará al crecer 3.6% (3.1% en 2015), debido a la continuación del proceso de recuperación de las economías avanzadas que inició en 2013 y que seguirá consolidándose el próximo año (2.0% en 2015 y 2.2% en 2016); también por las mejores perspectivas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo (4.0% en 2015 y 4.5% en 2016), en particular, para aquéllas que enfrentaron importantes dificultades en 2015 (Brasil, Rusia, Venezuela, Argentina y algunas de Oriente Medio). Si bien el crecimiento en varias de estas economías se mantendría débil o con tasas negativas, los resultados serían mejores a los esperados para el presente año, lo que estaría compensando, en parte, la desaceleración esperada en la República Popular China.

En las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento de 2.5% en 2015 y de 2.6% en 2016, apoyado por los bajos precios de la energía, el fortalecimiento de los balances generales de los bancos y las sociedades privadas no financieras y la mejora en el mercado inmobiliario; factores que estarían compensando la disminución de las exportaciones netas, debido, principalmente, a la apreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas. No obstante, las

perspectivas de largo plazo aún son débiles, dado el envejecimiento de la población y el bajo crecimiento de la productividad total de los factores de producción.

En la Zona del Euro, el crecimiento del producto se situaría en 1.5% en 2015 y en 1.6% en 2016 apoyado por los bajos precios del petróleo, la expansión monetaria y la depreciación del euro. Dicho crecimiento estaría asociado a la mejora en la actividad económica de Alemania, Francia, Italia y especialmente España. Por su parte, la situación de Grecia continúa siendo difícil, debido al prolongado periodo de incertidumbre que se extendió desde inicios de año y de las medidas de ajuste que se deben implementar como parte del tercer programa de rescate financiero. Sin embargo, los recientes acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en parte, las preocupaciones en torno a dicho país.

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

En Japón, luego de la contracción de 0.1% del PIB en 2014, se considera que su crecimiento económico será gradual, al pasar de 0.7% en 2015 a 1.3% en 2016, apoyado por un mayor ingreso real, por los altos precios de las acciones; la implementación de una segunda fase del programa de facilidad cuantitativa y cualitativa (QQE2); además, por los bajos precios internacionales del petróleo y otras materias primas. La actividad económica japonesa no ha reaccionado conforme lo esperado, ante las denominadas políticas Abenómicas, lo cual, como se indicó, ha puesto en duda su efectividad, lo que desde inicios de su implementación ya se había cuestionado.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se espera que continúe la desaceleración del crecimiento en la República Popular China, que pasaría de 6.9% en 2015 a 6.4% en 2016, debido a que las medidas de política que buscan el reequilibrio de su modelo económico podrían continuar centrándose en reducir las vulnerabilidades derivadas del rápido

crecimiento del crédito y de la inversión y no tratar de compensar la desaceleración esperada de la actividad económica. En ese contexto, la puesta en marcha de reformas estructurales, junto con los bajos precios internacionales del petróleo y otras materias primas, podría impulsar el consumo.

En América Latina, el débil crecimiento para 2015 (-0.3%) mejoraría levemente en 2016 (0.8%). En parte, reflejo del modesto crecimiento en Estados Unidos de América durante el primer semestre del año que presionó a la baja las perspectivas de México (2.3% en 2015 y 2.8% en 2016); mientras que el descenso en el precio de las materias primas continuaría debilitando las perspectivas económicas para la mayoría de países de América del Sur.

En Brasil, la débil confianza empresarial y del consumidor, derivadas de las difíciles condiciones políticas y de la necesidad de restringir la postura de la política monetaria, deterioraron la demanda interna, en particular, la inversión privada, por lo que se prevé una recesión para 2015 (-3.0%), con efectos de contagio a nivel regional y, aunque mejoraría en 2016, no sería suficiente para salir de la recesión y habría una nueva contracción (-1.0%). Por su parte, en Venezuela la recesión fue profunda en 2015 (-10.0%) y persistiría en 2016 (-6.0%), debido a la caída en los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014, lo cual ha incrementado los desequilibrios macroeconómicos internos y las presiones sobre la balanza de pagos; a lo que se suma la falta de coherencia en sus políticas económicas. Además, se espera que la mayor debilidad en los precios de los metales modere la recuperación del crecimiento económico en Chile (2.3% en 2015 y 2.5% en 2016) y en Perú (2.4% en 2015 y 3.3%

en 2016); mientras que Colombia registraría crecimientos de 2.5% y de 2.8% en 2015 y en 2016, respectivamente.

En Centroamérica, el crecimiento se elevaría moderadamente (3.3% en 2015 y 3.6% en 2016) debido, en parte, a la continuación del impacto neto positivo que generaría la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América y al incremento del ingreso en términos reales, derivado de la expectativa de que los precios internacionales del petróleo podrían permanecer en niveles bajos el próximo año.

Finalmente, el FMI señala que los riesgos que afectarían el crecimiento económico mundial y, por ende, las proyecciones antes citadas, incluyen: menor crecimiento en la República Popular China, ya sea por una desaceleración moderada, con políticas enfocadas a reducir vulnerabilidades más que a apoyar el crecimiento, o por un aterrizaje forzoso, cuyos efectos derrame serían negativos para el comercio mundial; precios más bajos de las materias primas, que afectarían en forma negativa a los países exportadores netos de las mismas; mayor fortalecimiento del dólar estadounidense respecto a las principales monedas a nivel mundial, que causaría tensiones en las hojas de balance y en las fuentes de fondeo, contrarrestando los beneficios comerciales de la depreciación real de las monedas en algunas economías; incremento del apalancamiento de las empresas; mayor crecimiento del crédito bancario, particularmente, en moneda extranjera; y turbulencia en los mercados financieros, derivado de una normalización no exitosa¹⁷ de la política monetaria en las economías avanzadas.

En ese contexto, el FMI estima que la distribución de riesgos está sesgada a la baja y que una materialización simultánea de algunos de estos riesgos podría implicar perspectivas menos favorables en las

¹⁷ La ruptura global de los mercados financieros implicaría la pérdida de confianza en las políticas monetarias; disminución del crecimiento económico; retraso o paralización de la normalización de las referidas políticas; cambios en las primas de riesgo, influenciadas por la baja liquidez del mercado; desaceleraciones del ciclo de crédito, junto con un desordenado desapalancamiento, entre otros factores.

economías avanzadas y para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

2. Inflación internacional

El nivel general de inflación internacional ha disminuido, especialmente en las economías avanzadas, a consecuencia, principalmente, de la caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados y de otras materias primas. En las economías de mercados emergentes y países en desarrollo, la reducción en el precio de las materias primas también ha contribuido a reducir el nivel general de precios; sin embargo, en algunas economías la importante depreciación de sus monedas, además de su condición de exportadores netos de materias primas, ha moderado ese efecto. De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.6% para 2015 y 3.5% para 2016. En las economías avanzadas en 0.8% y 1.4%; mientras que para las economías de mercados emergentes y países en desarrollo la misma podría situarse en 5.7% y en 5.0%.

En Estados Unidos de América se anticipa que la inflación se ubique en 0.9% a finales de 2015 y en 1.4% en 2016. Para ambos años, la inflación sería inferior al objetivo de largo plazo establecido por la FED de 2.0%, debido a que la reducción del precio de la energía, continuaría ejerciendo alguna influencia durante ese período, aunado a un moderado incremento de los salarios.

En la Zona del Euro, la inflación continuaría baja, por lo que podría situarse en 0.7% en 2015 y 1.1% en 2016, ambas también por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (BCE) de 2.0%. El FMI y el BCE estiman que el riesgo de deflación se ha ido reduciendo paulatinamente. No obstante, las expectativas inflacionarias siguen bajas y permanece el riesgo de que disminuyan, especialmente, por la significativa reducción en los precios internacionales de las materias primas,

particularmente el petróleo y sus derivados, en combinación con una débil recuperación económica.

En Japón, se anticipa que la inflación se sitúe en 0.1% en 2015 y en 0.6% en 2016, en el marco de una política monetaria altamente expansiva; sin embargo, las expectativas de un menor nivel de inflación se incrementaron por la recesión técnica iniciada en el segundo trimestre de 2015 y por la caída de los precios internacionales de las materias primas.

En la República Popular China, las proyecciones de inflación se sitúan en 1.8%, tanto para 2015 como para 2016; las cuales estarían reflejando la reducción en los precios de las materias primas y el debilitamiento de su demanda interna.

Para América Latina, se prevé que la inflación se sitúe en 12.0% en 2015 y en 10.5% para 2016. En algunas de las economías con metas explícitas de inflación, las proyecciones de inflación sugieren que la misma estaría por arriba de la meta fijada por las autoridades monetarias, mientras que en otras se registrarían leves reducciones. En términos generales, se prevé que dicha variable converja a las metas establecidas por los bancos centrales, una vez que el choque temporal de los precios internacionales del petróleo tienda a moderarse. En México y Perú, la inflación prevista para 2015 es de 2.6% y de 3.3% respectivamente; en tanto que para 2016 es de 3.0% y de 2.5%, en su orden. En Brasil, la inflación en 2015 alcanzaría 9.3%, muy por encima de la meta del Banco Central, aunque se estima que disminuiría en 2016 a niveles de alrededor de 5.5%. Para el caso de Colombia y Chile, se situaría en 4.2% en 2015, aunque se esperarían ligeras reducciones para 2016 (3.3% y 3.5%, respectivamente). En lo que respecta a Centroamérica, se anticipa que se ubique en 2.9% para 2015; no obstante para 2016 se estima una moderada alza (4.3%), asociada principalmente al aumento en el rubro de alimentos.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016
Principales socios						
Estados Unidos	2.4	2.5	2.6	0.6	0.9	1.4
El Salvador	2.0	2.3	2.5	0.5	-1.0	2.0
Honduras	3.1	3.5	3.6	5.8	4.7	5.2
Zona del Euro	0.9	1.5	1.6	-0.2	0.7	1.1
México	2.1	2.3	2.8	4.1	2.6	3.0
Otros socios						
Colombia	4.6	2.5	2.8	3.7	4.2	3.3
Japón	-0.1	0.7	1.3	2.6	0.1	0.6
Brasil	0.1	-3.0	-1.0	6.4	9.3	5.5
Chile	1.9	2.3	2.5	4.6	4.2	3.5
Perú	2.4	2.4	3.3	3.2	3.3	2.5
Reino Unido	3.0	2.5	2.3	0.9	0.3	1.7
China	7.3	6.9	6.4	1.5	1.8	1.8
Mundial	3.4	3.1	3.6	3.2	3.6	3.5
-Economías avanzadas	1.8	2.0	2.2	0.7	0.8	1.4
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.6	4.0	4.5	5.1	5.7	5.0
-América Latina y el Caribe (1)	1.3	-0.3	0.8	8.2	12.0	10.5
-América Central	3.5	3.3	3.6	4.2	2.9	4.3
Principales socios (2)	2.2	2.4	2.6	1.3	1.2	1.9

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

(1) En la inflación para 2014 se excluye a Argentina y se refiere al promedio simple de la inflación observada al final del período y de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

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

B. DEL ENTORNO INTERNO

1. Balanza de pagos

a) Para 2015

Tomando en consideración la coyuntura económica mundial, el comportamiento del volumen de comercio exterior, la reducción del precio internacional de las materias primas (especialmente el petróleo) y las perspectivas de crecimiento interno, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registre un déficit equivalente a 0.8% del PIB en 2015 (US\$509.0 millones), inferior al registrado en 2014 (US\$1,229.7 millones, equivalente a 2.1% del PIB). Dicho resultado, se explicaría por los saldos deficitarios de la balanza comercial (US\$5,561.9 millones), de la renta (US\$1,802.9 millones) y del rubro servicios (US\$154.2 millones),

compensados parcialmente por el superávit de las transferencias corrientes netas (US\$7,010.0 millones), que está asociado, principalmente, al crecimiento previsto de 12.0% en las remesas familiares (ver Anexo 1).

El déficit en la balanza comercial disminuiría 8.3% respecto del año anterior, explicado por un aumento en el valor de las exportaciones (3.0%) y una disminución en el valor de las importaciones (1.0%), este último asociado, principalmente, a la reducción en los precios internacionales de los combustibles y lubricantes. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,321.4 millones, mayor en US\$329.7 millones (3.0%) al de en 2014. Dicho resultado obedece al incremento previsto en el valor de las exportaciones de otros productos (a Centroamérica y al resto del mundo)

de US\$319.3 millones (4.0%), de los cuales los destinados a Centroamérica estarían creciendo US\$30.6 millones (1.0%), mientras que los que se destinan al resto del mundo aumentarían US\$288.7 millones (5.8%); en tanto que el valor de las exportaciones de productos tradicionales (café, azúcar, banano, cardamomo y petróleo) aumentaría US\$3.9 millones (0.1%).

Dentro del rubro de otros productos, destaca el incremento del valor de las exportaciones de artículos de vestuario por US\$1,330.9 millones (US\$1,280.6 millones en 2014), mientras que las de productos farmacéuticos se situarían en US\$139.2 millones (US\$98.6 millones en 2014). Por su parte, en el leve crecimiento estimado de las exportaciones de productos tradicionales, sobresale la disminución en el valor de las exportaciones de petróleo, compensado, parcialmente, por los incrementos en el valor exportado de banano, cardamomo, azúcar y café. En efecto, las exportaciones de banano pasarían de US\$652.0 millones en 2014 a US\$753.8 millones en 2015, como consecuencia, principalmente, del incremento proyectado en el volumen exportado (14.9%) y del leve incremento estimado del precio medio por quintal (0.6%). En cuanto al valor exportado de cardamomo, se estima que en 2015 se sitúe en US\$257.9 millones, monto superior en US\$18.1 millones (7.5%) respecto al de 2014, resultado del aumento en el precio medio de exportación por quintal (21.9%), ya que el volumen disminuiría alrededor de 12.0%.

En el caso del azúcar, se espera que el valor exportado se sitúe en US\$960.3 millones, superior en US\$8.9 millones (0.9%) al de 2014, explicado en su mayor parte por un aumento en el volumen (13.0%), compensado, parcialmente, por la disminución en el precio medio (10.7%). En tanto que el valor exportado de café alcanzaría US\$665.0 millones, superior en US\$4.6 millones (0.7%) al valor registrado el año previo, resultado de leves aumentos, tanto en el volumen como del precio medio de 0.5% y 0.2%, respectivamente. Por último, en lo que respecta al petróleo, se anticipa una importante

reducción en su valor exportado de 46.8%, al pasar de US\$277.0 millones en 2014 a US\$147.5 millones en 2015, principalmente, por la significativa disminución en el precio medio de alrededor de 49.0%, el cual fue contrarrestado, por el aumento en el volumen (4.9%).

El valor FOB de las importaciones estaría ubicándose en US\$16,883.3 millones, inferior en US\$172.5 millones (-1.0%) al de 2014, reflejo de la reducción en los precios de las importaciones, que ha sido compensada, parcialmente, por un aumento en el volumen. En este comportamiento destaca la reducción en los combustibles y lubricantes (26.5%), que fue contrarrestado, parcialmente, por los aumentos en los bienes de consumo (10.1%); materiales de construcción (6.7%); materias primas y productos intermedios (3.1%); y maquinaria, equipo y herramienta (1.1%).

En cuanto a los servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$154.2 millones, explicado, fundamentalmente, por el saldo deficitario de los rubros de transportes, servicios de seguros y otros servicios y por el superávit en los rubros de viajes; servicios de comunicación y servicios de gobierno. En cuanto a la renta, se estima un saldo deficitario de US\$1,802.9 millones.

Las transferencias corrientes, por su parte, registrarían ingresos netos por US\$7,010.0 millones, mayores en US\$565.0 millones (8.8%) a los registrados en 2014, el cual incluye fundamentalmente, los ingresos de remesas familiares que crecerían 12.0% respecto a lo observado el año anterior.

El déficit en cuenta corriente sería financiado por el saldo positivo de la cuenta de capital y financiera, derivado del incremento previsto en la inversión extranjera directa (1.5%), así como por la continuidad en el flujo de recursos provenientes del financiamiento externo, tanto al sector privado (créditos comerciales y líneas de crédito) como al sector público (principalmente, desembolsos de empréstitos). Dado el resultado del comportamiento de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría un aumento

en las reservas monetarias internacionales netas de US\$250.0 millones, equivalentes a US\$282.3 millones de acumulación en los activos de reserva por transacciones de la balanza de pagos.

b) Para 2016

Tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un déficit equivalente a 0.9% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, de la de servicios y de la renta, los cuales serían compensados, de manera parcial, por el saldo superavitario de las transferencias corrientes netas, relacionado principalmente con el crecimiento previsto de 8.5% en las remesas familiares (ver Anexo 1).

De conformidad con lo anterior, se espera que el comportamiento del comercio exterior sea congruente con la aceleración del comercio mundial previsto para 2016 (4.1% según el FMI, 3.2% en 2015). En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,944.2 millones, mayor en 5.5% al de 2015. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$184.3 millones (6.6%) en el valor de las exportaciones de productos tradicionales y el de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$427.0 millones (5.1%). En el caso de los productos tradicionales, el mejor desempeño se asociaría a la recuperación de las exportaciones de petróleo, café, azúcar, banano y cardamomo, como resultado de una mejora prevista tanto en el volumen como en el precio medio de exportación. En lo que respecta al desglose de los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan en alrededor de 5.0%, mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando 5.3%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$17,643.3 millones, comportamiento congruente con las

proyecciones de crecimiento de la actividad económica y que se reflejaría en aumentos en los rubros de combustibles y lubricantes (10.8%), bienes de consumo (4.7%), materiales de construcción (4.5%), maquinaria, equipo y herramienta (3.6%) y materias primas y productos intermedios (2.0%).

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

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

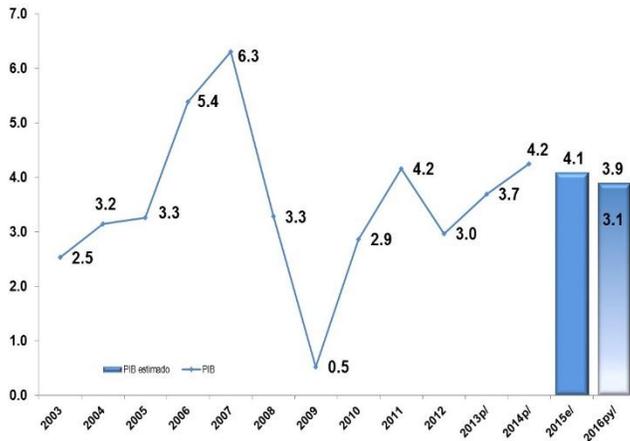
2. Actividad económica

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

del PIB se ubicaría en un rango de entre 3.1% y 3.9% (ver Anexo 1).

Gráfica 31

Producto Interno Bruto
(variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas.

p/ Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

a) Demanda interna

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

b) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 3.5%, ante el incremento esperado en la demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país; a la

exploración y la apertura de nuevos mercados para los productos agropecuarios e industriales.

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

c) Actividad sectorial

La actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.6% en el PIB y una contribución de 0.38 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.5%, asociado a la recuperación prevista en la producción de café, producto de la renovación del parque cafetero y demás labores culturales orientadas a eliminar los efectos ocasionados por la roya en dicho cultivo. Asimismo, se prevé un desempeño positivo en el cultivo de banano, debido a la ampliación de áreas productoras, resultado de mejores perspectivas de demanda externa. Por su parte, en los cultivos no tradicionales se estiman mayores niveles de producción de hortalizas y frutas, asociados a una mayor demanda interna y a condiciones climáticas normales para su cultivo.

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

Para las *Industrias manufactureras* (con una participación de 17.6% en el PIB y una contribución de 0.63 puntos porcentuales) se estima una variación positiva de 3.4%, influenciada por el mayor dinamismo esperado en las actividades dedicadas a la elaboración

de alimentos, ante mejores expectativas de crecimiento en la demanda interna de dichos productos. También se proyecta dinamismo para las actividades de otros productos manufacturados, como resultado de una mayor demanda interna y externa, principalmente de productos de caucho y plástico; vidrio, cerámicos, arcilla, cemento, artículos de hormigón y otros minerales no metálicos.

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

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

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

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

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

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

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

La actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.8% en el PIB y una contribución de 0.26 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.5%, tomando en cuenta el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno Central, en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2016.

3. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2016 prevé, como principal fuente de financiamiento del déficit fiscal, la colocación de

bonos del tesoro (Q9,426.5 millones) y, a la vez, faculta al Ministerio de Finanzas Públicas para que durante el primer semestre pueda colocar bonos del tesoro hasta el 50% del monto autorizado, en tanto se concluye el proceso de negociación y aprobación de préstamos de apoyo presupuestario con organismos financieros internacionales (estimado en alrededor de US\$550.0 millones), utilizando el espacio presupuestario que no se ejecutaría por la colocación de bonos en el primer semestre. El presupuesto también contempla que si no se concreta la obtención de los referidos préstamos, el Ministerio de Finanzas Públicas queda facultado para colocar el 50% de los bonos restantes en el segundo semestre de 2016.

En el contexto anterior, con el propósito de tener un panorama del probable desempeño de las cuentas fiscales para 2016, se plantean dos escenarios; uno base y otro alternativo, tomando en cuenta para ambos casos el techo presupuestario establecido en el presupuesto aprobado. En el escenario base se supone que las autoridades fiscales concluyen el proceso de negociación y aprobación del financiamiento externo, recursos que vendrían a sustituir la fuente de financiamiento prevista con bonos del tesoro. El escenario alternativo supone que no se lograría concretar las negociaciones del financiamiento externo, en cuyo caso el monto de colocaciones de bonos del tesoro sería igual al monto total autorizado.

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

cambiario, lo que contribuiría a seguir preservando la estabilidad de los principales precios macroeconómicos.

a) Escenario base

De conformidad con el presupuesto para 2016, los ingresos y donaciones ascienden a Q57,946.7 millones, mayores en Q4,463.7 (8.3%) respecto a la estimación de cierre de 2015, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q66,326.3 millones, monto superior en Q4,602.5 millones (7.5%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q8,379.6 millones, equivalente a 1.6% del PIB, porcentaje inferior a la estimación de cierre 2015 (1.7% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, el financiamiento interno neto sería de Q3,418.7 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q5,136.3 millones¹⁸, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q1,710.6 millones y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q7.0 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q4,583.6 millones¹⁹, resultado de desembolsos por Q7,336.0 millones y amortizaciones por Q2,752.4 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q377.3 millones (ver Anexo 1).

b) Escenario alternativo

Para el escenario alternativo se consideran los mismos ingresos y donaciones y gastos del escenario base, pero cambia la distribución de las fuentes del financiamiento del déficit fiscal. En ese contexto, el financiamiento interno neto se ubicaría en Q7,708.9 millones, producto de negociaciones netas en el mercado interno por Q9,426.5 millones²⁰, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q1,710.6

¹⁸ Corresponde al 50% de la colocación total de bonos del tesoro prevista; es decir, la nueva emisión más el *roll-over*.

¹⁹ Dado que en este escenario se obtendría financiamiento externo mediante préstamos con organismos multilaterales, no se plantea una emisión internacional de bonos.

²⁰ Aunque el Ministerio de Finanzas Públicas está facultado para efectuar una colocación internacional de bonos, este escenario, para efectos de análisis, supone que la colocación se realiza en el mercado local.

millones y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q7.0 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q293.4 millones, resultado de desembolsos por Q3,045.8 millones y amortizaciones por Q2,752.4 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q377.3 millones.

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

4. Sector monetario

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

En los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción, particularmente en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la expansión y a las innovaciones financieras del sistema bancario nacional, que han facilitado el acceso de más guatemaltecos a servicios financieros a un menor costo y, por tanto, afectado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Derivado de lo anterior, dentro de las estimaciones de emisión monetaria y de los medios de pago están considerados esos patrones de comportamiento. En ese contexto, entre enero y la primera semana de mayo de 2015, la demanda de emisión monetaria mostró un ritmo dinámico de crecimiento (en promedio, alrededor de 10.0%), el cual, aunque se ubicaba por encima de los valores estimados, era relativamente congruente con el dinamismo observado en los principales indicadores de la actividad económica y, en general, guardaba una estrecha relación con sus componentes tendencial y estacional. A partir de

la segunda semana de mayo la variación interanual del saldo de la emisión monetaria se expandió considerablemente (de 10.2% el 7 de mayo a 21.5% el 14 de mayo), como resultado de una demanda adicional de efectivo por motivo precaución por parte de los agentes económicos, debido a rumores acerca de un banco del sistema. Dicha demanda adicional de efectivo, dado el motivo que la ocasionó y considerando experiencias similares de años anteriores, se estimó que retornaría gradualmente a niveles de alrededor de 10.0%, en la medida en que los agentes económicos normalizaran su demanda de dinero; por lo que, dicho excedente de emisión monetaria no provocaría presiones inflacionarias.

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

A partir de la segunda semana de octubre, se observó el inicio de un nuevo episodio de incremento en la demanda de emisión monetaria, aunque en esta ocasión, explicado por motivo transacción, particularmente por el dinamismo en el consumo privado. En ese contexto, al 26 de noviembre la emisión monetaria registró una variación interanual de 14.1%.

Tomando en consideración que ambos motivos (precaución y transacción) continúan ejerciendo una influencia importante en el comportamiento de la emisión monetaria, se estima que la variación interanual de la

emisión monetaria se ubicaría al finalizar el año en un rango entre 11.0% y 13.0% y se situaría en un rango entre 8.0% y 11.0% en diciembre de 2016, ante la premisa de que la demanda de efectivo tendería a normalizarse en el transcurso del próximo año, congruente con el crecimiento económico previsto y la meta de inflación.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, han mantenido un comportamiento dinámico, asociado a un multiplicador bancario que se mantiene en niveles relativamente altos, reflejo de un adecuado proceso de creación secundaria de dinero y, por ende, del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional. De conformidad con la información observada a noviembre de 2015 y con las estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la variación relativa interanual de los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) prevista para finales de 2015 podría situarse entre 10.0% y 12.0%, y para 2016 entre 8.0% y 10.0%.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado continúa creciendo a un ritmo compatible con su tendencia de largo plazo, aunque cabe indicar que el crédito bancario ha registrado una tendencia al alza desde noviembre de 2014, asociada, principalmente, al dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente al sector empresarial mayor, el que ha sido financiado con una mayor utilización de líneas de crédito del exterior y, en menor medida, con captaciones en moneda extranjera. Vale indicar que la mayor preferencia por el financiamiento en moneda extranjera, entre otros factores, se asocia a la estabilidad del tipo de cambio nominal y a la reducción observada en las tasas de interés. El crédito en moneda nacional también ha mostrado un mayor dinamismo, asociado al incremento en el crédito al consumo. En ese contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 11.0% y 14.0% en diciembre de 2015 y entre 9.0% y 12.0% en diciembre de 2016.

Las estimaciones anteriores están contenidas en el programa monetario, en el que, como se indicó, en un

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

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

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

En el escenario alternativo, derivado de una recomposición en la situación financiera, especialmente en el tipo de financiamiento, por parte del gobierno para el ejercicio fiscal 2016, habría una utilización de caja por Q377.0 millones, una mayor reducción de las OEM, respecto del escenario base y una disminución en las reservas monetarias internacionales netas por US\$600.0 millones, en tanto que el resto de variables (excepto la deficiencia neta estimada) se mantendría sin cambios (ver Anexo 1).

V. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. ASPECTOS GENERALES

La política monetaria, cambiaria y crediticia está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013 y JM-133-2014. En referida resolución se prevé que la política se revise por lo menos una vez al año y, de ser el caso, se propongan las modificaciones que se consideren convenientes.

En el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), vigente desde 2005, la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos. Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento al Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo a un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria. También se establece que se dará seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, crediticio, cambiario y fiscal, entre otras. La mayoría de esas variables se sustentan en el uso de herramientas cuantitativas de pronóstico con el propósito de que exista un balance integral y con suficientes elementos que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la tendencia de la inflación y tomar oportunamente las decisiones que se considere pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria, a fin de brindar certeza a los agentes económicos. En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se propone a la misma es resultado del esfuerzo que han venido realizando los departamentos técnicos del Banco Central para contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento. Por ello se hace una

revisión al índice sintético de las variables indicativas, la cual consiste en una actualización del peso relativo de cada variable indicativa en dicho índice, ello con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada. El propósito de presentar dicha revisión es por razones de transparencia; además, es deseable perfeccionar dicho índice a efecto de que mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación que elabora el Banco Central.

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

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

Finalmente, se propone un calendario de reuniones, en el que la autoridad monetaria tomará decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria (ver Anexo 6).

B. POLÍTICA MONETARIA

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

El Índice Sintético es un indicador que evalúa de manera integrada, la orientación de política monetaria sugerida por el conjunto de variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones. En ese sentido, dado que el coeficiente de correlación entre el ritmo inflacionario observado y las variables indicativas puede cambiar en el tiempo, se procedió a incorporar la última información disponible para evaluar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustados para 2016. Derivado de lo anterior, como se muestra en el cuadro 5, la evaluación de los coeficientes de correlación sugiere que los pesos relativos de las variables indicativas se ajusten, aunque de manera moderada, a fin de que el Índice Sintético mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación.

Cuadro 5

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

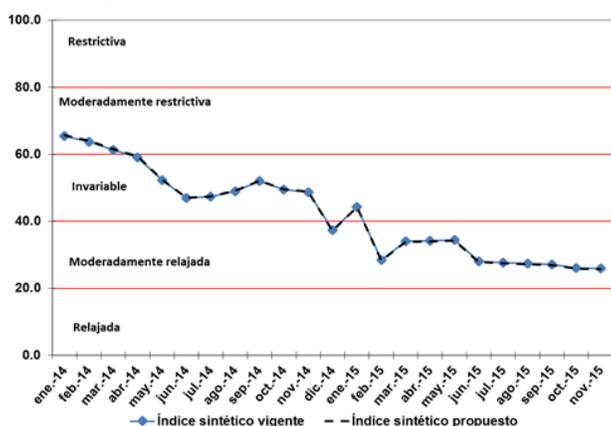
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Vigente	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario subyacente proyectado	24	24	0
Ritmo inflacionario total proyectado	22	23	1
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	21	21	0
Tasa de interés promedio de los MM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

Fuente: Banco de Guatemala.

Para el efecto, se realizó un ejercicio para el Índice Sintético, en el cual se construye una serie para 2014 y 2015, utilizando los ponderadores propuestos y se observó que el comportamiento del mismo es consistente con las recomendaciones que se obtuvieron con el Índice Sintético vigente (gráfica 32). No obstante, por razones de transparencia y mejora constante, como se indicó, es deseable actualizar los pesos relativos.

Gráfica 32

Índice sintético vigente y propuesto
2014-2015
(porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

2. Revisión de la meta de inflación²¹

a) Introducción

La importancia en la estabilidad en el nivel general de precios ha sido ampliamente abordada en la literatura. Los costos de una alta inflación han sido estudiados con mayor profundidad desde la década de 1970, habiendo coincidencia en que los efectos de la inflación sobre la economía pueden variar notablemente, dependiendo, entre otros factores, del grado en que los agentes económicos pueden anticipar correctamente la evolución de la inflación; es decir, de la forma en que los mismos forman sus expectativas inflacionarias.

El Banco de Guatemala desde 2005, tomando en cuenta que la mejor contribución que puede hacer al desarrollo ordenado de la economía nacional es promover la estabilidad en el nivel general de precios, opera su política monetaria bajo el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso, de parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de esta. Con ello contribuye a que los agentes

²¹ El presente apartado fue elaborado por los departamentos de Investigaciones Económicas y de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

económicos puedan tener un ancla que les facilite una mejor formación de sus expectativas de inflación. De hecho, en el contexto del EMEI, una expansión monetaria tiene efectos inflacionarios únicamente en el largo plazo, por lo que en el corto plazo existen otros determinantes que explican la inflación. Uno de ellos, es precisamente las expectativas de inflación, dado que la percepción de los agentes económicos respecto del desempeño futuro de la política monetaria puede incidir de manera importante en la formación de precios en la economía.

Tomando en consideración que, por una parte, la actual coyuntura económica internacional caracterizada por bajos precios en las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (particularmente el petróleo y sus derivados) y un proceso moderado de recuperación económica mundial, podría generar una trayectoria de inflación interna por debajo del límite inferior de la referida meta y, por la otra, que la mayoría de divisiones de gasto del IPC, excepto la relativa a Alimentos y Bebidas no Alcohólicas, presentan una variación interanual por debajo de sus parámetros históricos y del valor puntual de la meta de inflación, se ha venido planteando evaluar la conveniencia de reducir la actual meta de inflación. Al respecto, en este apartado se hace un análisis detallado acerca de los elementos que se consideran más relevantes previo a evaluar la posibilidad de modificar la meta de inflación actual.

Dentro de los principales aspectos del análisis destaca el hecho de que se requieren cambios estructurales para considerar una meta de inflación menor, resaltando un mayor apoyo de la política fiscal, la mejora en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, un mayor desarrollo del mercado secundario, un mejor anclaje de las expectativas de inflación y una evidencia más concreta de que la persistencia

inflacionaria se ha reducido, lo que se reflejaría en condiciones inflacionarias más moderadas respecto de niveles históricos.

b) Los costos de la inflación

La importancia de la estabilidad en el nivel general de precios, como se mencionó, ha sido ampliamente analizada en la literatura económica. Los costos de la inflación han sido explorados por muchos economistas destacados, desde la aparición del estudio pionero de Fischer y Modigliani (1978), en el que destacaron el hecho de que los efectos de la inflación pueden variar notablemente, dependiendo de dos factores principales: primero, la estructura institucional de la economía²² y, segundo, el grado en el que la inflación es correctamente anticipada por los agentes económicos.

Según Mishkin (2011), la ocurrencia de altas tasas de inflación en una economía tiene efectos económicos y sociales claramente indeseables, como los siguientes:

- i) Reduce la utilidad del dinero como medio para efectuar transacciones de compra y venta de bienes o servicios.
- ii) Induce a los agentes económicos a utilizar múltiples esfuerzos y recursos para reducir la incidencia de la pérdida de poder adquisitivo del dinero sobre variables clave como los salarios, las rentas, los dividendos y otras que se derivan de contratos pactados en términos de dinero (es decir, en términos nominales)²³.
- iii) Aumenta la incertidumbre del entorno económico, por lo que también incrementa la probabilidad de que los agentes económicos tomen decisiones

²² Se refiere al conjunto de arreglos legales, mercantiles y convencionales que determinan si en una economía los impuestos gravan magnitudes nominales o reales, si los contratos financieros son acordados en términos nominales o reales, si los contratos laborales son determinados en términos nominales o reales, si los métodos contables incorporan ajustes por inflación o no, etc.

²³ English (1996).

equivocadas en materia de producción, consumo, ahorro e inversión.²⁴

- iv) Conduce a la aplicación de tasas tributarias más altas a los contribuyentes que tienen menor capacidad de pago, cuando el sistema tributario no está indexado (es decir, cuando no se ajusta automáticamente a la inflación)²⁵.
- v) Redistribuye el ingreso y la riqueza en perjuicio de los hogares que cuentan con menos recursos, al reducir el poder adquisitivo de los salarios nominales y de las tenencias de dinero en efectivo²⁶.
- vi) Incrementa la complejidad y la dificultad de la planeación financiera de los agentes económicos.

c) El esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala

Tomando en consideración que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo ordenado de la economía es, precisamente, promover la estabilidad en el nivel general de precios, desde 2005, la implementación de la política monetaria en Guatemala se fundamenta en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso, por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de la misma. Desde la implementación del EMEI, el Banco Central inició un proceso de desinflación, que se ilustra en el cuadro siguiente, el cual finalizó con la determinación de una meta de inflación de mediano plazo (4.0%) y, como se explica más adelante, se estableció un margen de tolerancia respecto de dicha meta de +/- 1 punto porcentual.

²⁴ Lucas (1972) y Briault (1995).
²⁵ Feldstein (1997).
²⁶ Fischer y Modigliani (1978).

Cuadro 6

Meta de Inflación (porcentajes)

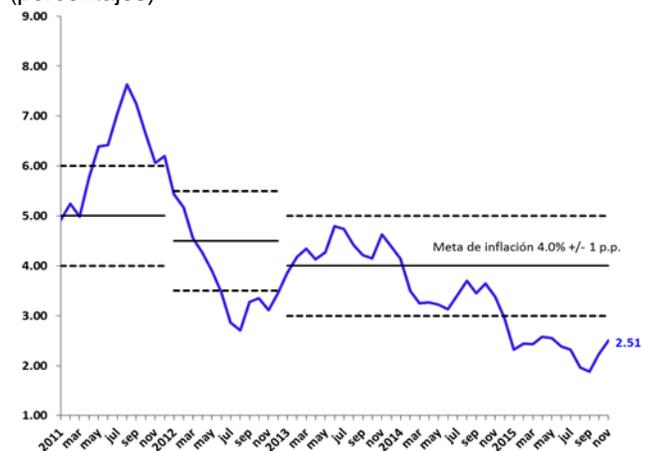
Año	Valor central de la meta de inflación	Rango
2005	5.0	+/- 1
2006	6.0	+/- 1
2007	5.0	+/- 1
2008	5.5	+/- 1
2009	5.5	+/- 1
2010	5.0	+/- 1
2011	5.0	+/- 1
2012	4.5	+/- 1
2013	4.0	+/- 1
2014	4.0	+/- 1
2015	4.0	+/- 1

Fuente: Banco de Guatemala.

En ese contexto, la Junta Monetaria determinó que la meta de inflación de mediano plazo (de 4.0% +/- 1 punto porcentual) iniciara a partir enero de 2013, la que persigue la materialización del proceso de convergencia de la inflación a dicha meta, mediante un anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Gráfica 33

Ritmo Inflacionario (1)
 Años: 2011-2015
 (porcentajes)



(1) Cifras preliminares a noviembre de 2015.
 Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de Guatemala.

No obstante, la drástica reducción de los precios internacionales del petróleo y sus derivados respecto del año anterior, y el impacto que ha tenido en la inflación del país, se ha planteado si sería conveniente reducir la meta de inflación de mediano plazo determinada por la Junta Monetaria. Al respecto, a continuación se presentan los elementos que se consideran más relevantes previo a evaluar la posibilidad de modificar la meta de inflación actual.

d) Elementos que sustentan el nivel actual de la meta de inflación

Al igual que en los bancos centrales de Chile, Colombia, Perú y México, el Banco de Guatemala evalúa periódicamente aspectos que justifican el nivel de la meta de inflación de mediano plazo.

A continuación se detallan los principales²⁷:

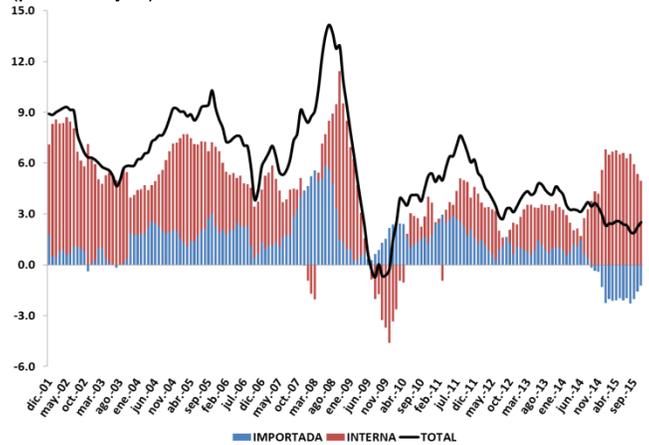
i) El índice de precios al consumidor y la inflación

Para el caso de Guatemala, la meta de inflación se define para la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a partir de la evolución mensual de los precios de una canasta promedio de consumo de bienes y servicios, tanto internos como importados.

De 2005 a la fecha, la incidencia promedio de la inflación interna sobre la inflación total se ha ubicado en alrededor de 4 puntos porcentuales, mientras que la incidencia promedio de la inflación importada ha sido de aproximadamente 1.5 puntos porcentuales (derivada de choques externos).

Gráfica 34

Inflación Interna e Importada: Incidencias (1)
Años: 2001-2015
(porcentajes)



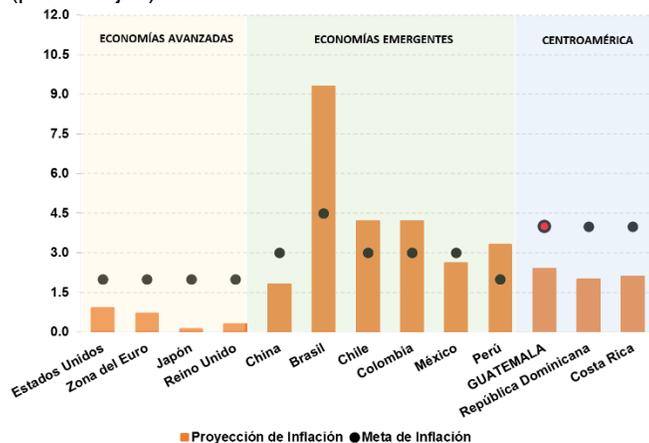
(1) Cifras preliminares a noviembre de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

ii) El nivel definido como valor central de la meta

El valor central de la meta de inflación en Guatemala se determinó en 4.0%. Dicho valor toma en cuenta las características de una economía pequeña y abierta como la de Guatemala, por tanto, es usual que dicho valor sea mayor a las metas establecidas por bancos centrales de países de economías avanzadas y emergentes.

Gráfica 35

Meta de Inflación de Países Seleccionados (1)
Años: 2015
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a noviembre de 2015.
Fuente: Bancos Centrales.

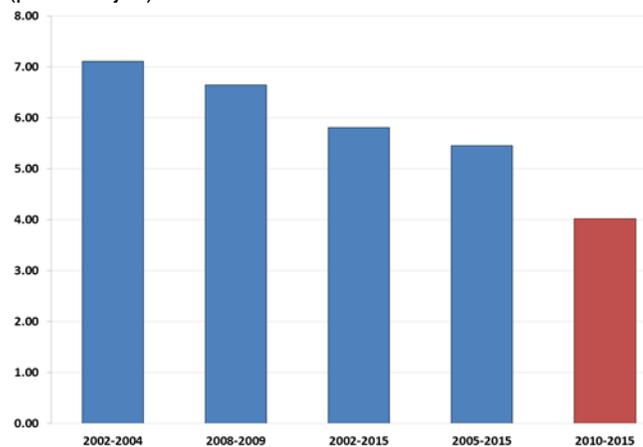
²⁷ Con base en el documento “La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación”. Enero de 2007.

En ese sentido, Horváth y Matějů (2011) señalan que las metas establecidas por cada país reflejan, en gran medida, la solidez de sus fundamentos macroeconómicos, la credibilidad de sus instituciones, el récord histórico de inflación y las volatilidades del producto y de la inflación.

La evolución de la inflación total en Guatemala durante los últimos 15 años muestra, en promedio, una importante disminución tanto en niveles como en términos de desviación estándar. En efecto, el promedio del ritmo inflacionario utilizando series mensuales de los últimos cinco años es de alrededor de 4.0% y su desviación estándar promedio es 1.25%.

Gráfica 36

Ritmo Inflacionario Promedio (1)
Observaciones mensuales
Años: 2002-2015
(porcentajes)



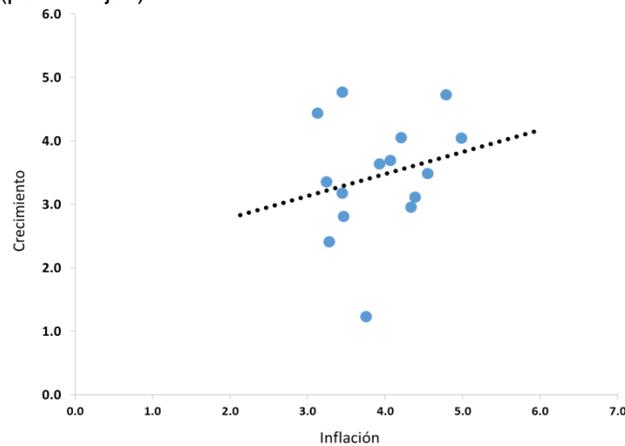
(1) Cifras preliminares a noviembre de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Por otra parte, es importante señalar que el Banco de Guatemala ha elegido el citado valor central para su meta, porque una tasa de inflación superior difícilmente sería considerada como un nivel consistente con la premisa de estabilidad en el nivel general de precios, incluso, podría dañar las condiciones de crecimiento económico de mediano y largo plazos. Sin embargo, una tasa de inflación de mediano plazo por debajo de 4.0% también conllevaría costos; al menos por tres razones:

1. Podría inducir una pérdida de producto y empleo ante choques negativos, debido a la rigidez a la baja que suelen mostrar los precios, influidos por las prácticas de reajuste con base en la inflación pasada. Muchos precios al consumidor y salarios no se ajustan en la misma magnitud y con la misma velocidad. En el corto plazo, usualmente se generan pérdidas de producto y de empleo en un escenario de desaceleración o recesión, lo que en principio se puede evitar con un nivel de inflación razonable que facilite el ajuste de precios relativos.

Gráfica 37

Crecimiento Económico e Inflación (con una meta de 4.0% +/- 1 punto porcentual)
Años: 2002-2015
(porcentajes)



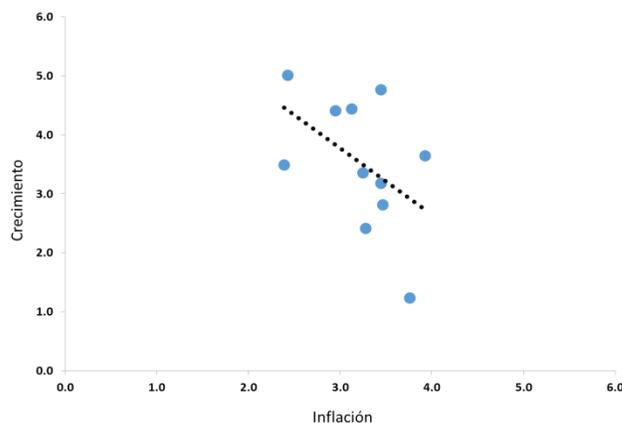
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 38

Crecimiento Económico e Inflación (con una meta de 3.0% +/- 1 punto porcentual)

Años: 2002-2015

(porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

2. En la mayoría de países, la variación del IPC podría estar sobrestimando la inflación que realmente afecta al consumidor, ya que el cálculo de este índice no registra plenamente cambios en la calidad de los productos, así como tampoco captura la sustitución entre bienes o el cambio de los puntos de compra, por parte de los consumidores, los cuales efectivamente suceden cuando se modifican los precios relativos. Estos fenómenos reducen el costo efectivo promedio de adquirir bienes y servicios.
3. De acuerdo a Tödter y Manzke (2007), uno de los costos temporales relevantes, es la denominada razón de sacrificio; es decir, la reducción temporal en el nivel de producción que una economía debe aceptar mientras aplica una política monetaria restrictiva, orientada a reducir permanentemente la tasa de inflación. El Banco Central de Canadá²⁸ ha identificado que incluso una tasa de inflación relativamente baja (2% anual) puede implicar costos a la sociedad, los cuales se derivan

principalmente de las distorsiones que introduce en el proceso de determinación de precios por parte de las empresas y en las decisiones de tenencia de saldos de dinero en efectivo por parte de las empresas y de los hogares. Sin embargo, el referido ente también destaca que una tasa de inflación baja, pero positiva, es conveniente porque aumenta la probabilidad de mantener a la economía alejada del denominado “límite inferior cero” (zero lower bound)²⁹. Además, coincide en que una tasa de inflación demasiado baja puede impedir la reducción de ciertos precios y salarios reales, si existe rigidez de precios y salarios nominales y que, tal reducción de precios y salarios reales, puede ser requerida en determinadas condiciones.

iii) La amplitud del margen de tolerancia

La definición de un margen de tolerancia en el que pueda fluctuar la inflación en el corto plazo, significa que la política monetaria se orienta a que las variaciones interanuales promedio y esperadas del IPC se ubiquen en niveles cercanos a 4.0%. Además, con el margen de tolerancia de la meta de inflación (determinado en +/- 1 punto porcentual), el Banco de Guatemala comunica tres aspectos relevantes al público:

1. Que tolera desviaciones transitorias de la inflación alrededor de 4.0%. Estas desviaciones son inevitables debido a los múltiples choques a los cuales está expuesta la economía guatemalteca, además del rezago habitual con el que opera la política monetaria. El compromiso de que la inflación esté la mayor parte del tiempo dentro del margen de tolerancia indica que es posible enfrentar, eventualmente, desviaciones mayores, siempre que se mantengan acotadas y que con

²⁸ Bank of Canada (2011) y Bank of Canada (2014).

²⁹ Situación en la cual la autoridad monetaria desea reducir la tasa de interés real (ajustada por inflación), pero ello no es posible porque la tasa de interés nominal ya tiene un valor cercano a cero y no puede ser reducida a un nivel menor que cero.

razonable seguridad se espere que en un lapso prudente de tiempo la inflación retorne a la meta.

2. Que existe un nivel de variabilidad normal congruente con el ciclo económico.
3. Que la simetría en la amplitud del margen de tolerancia revela que el Banco de Guatemala tiene una preocupación similar por las desviaciones respecto de la meta en ambas direcciones.

iv) El horizonte de política

El horizonte de política constituye el período máximo en el cual el Banco de Guatemala habitualmente intenta que la inflación retorne a la meta, dado el rezago con el que operan los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, además, la duración de los choques que se enfrenten.

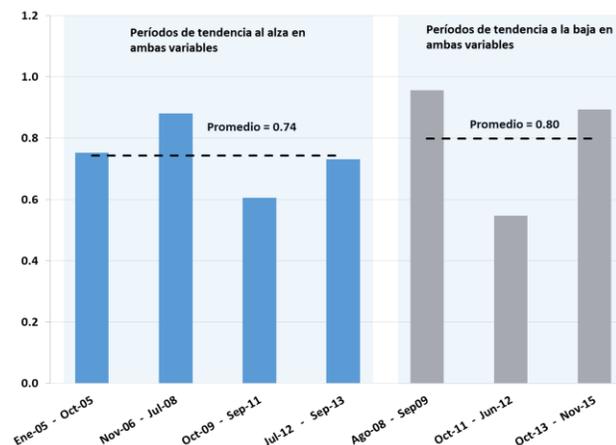
En ese sentido, parece existir un consenso a nivel internacional que la reducción actual de los precios de las materias primas es un fenómeno temporal (aunque quizá un poco más prolongado) que tendería a revertirse en el mediano plazo, por lo que, se puede anticipar que la inflación tendería a retornar a sus valores históricos (como se indicó, el promedio del ritmo inflacionario, con base en observaciones mensuales, en los últimos cinco años ha sido de 4.0%).

v) Conducción de la política monetaria

La conducción de la política monetaria pierde margen de maniobra cuando la tasa de inflación es muy baja, porque se acota el nivel mínimo de la tasa de interés real (determinante para las decisiones de inversión y consumo de los agentes económicos). Por ejemplo, con tasas de interés nominales bajas y expectativas de inflación muy bajas, las tasas de interés reales pueden contraer la actividad y el empleo. No obstante, si la tasa de inflación efectivamente retorna a su nivel histórico, luego del choque de oferta externo que se está observando, disminuir la meta de inflación para acomodar el choque implicaría una política monetaria más restrictiva de lo deseable.

Gráfica 39

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria e Inflación: Coeficiente de Correlación (1)
Años: 2005-2015



(1) Cifras preliminares a noviembre de 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

e) Condiciones necesarias para una reducción de la meta de inflación

i) Independencia del banco central

Para la reducción satisfactoria de una meta de inflación, es necesario que el banco central tenga la independencia institucional que le permita adecuadamente establecer su política monetaria, sin intromisiones de intereses u objetivos contrarios al logro de la meta. En general, esta condición se cumple en Guatemala, en el sentido de que el banco central cuenta con independencia legal, el objetivo de la política monetaria (estabilidad en el nivel general de precios) está claramente especificado en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, las decisiones de política monetaria son tomadas por órganos independientes, el otorgamiento de crédito del banco central al sector público está prohibido (salvo excepciones extraordinarias) y los principios de transparencia están legalmente cubiertos mediante el mandato de publicar información oportuna. Sin embargo, en cuanto a la independencia financiera, esta debe afianzarse cada año mediante el tratamiento de los excedentes netos o deficiencias netas del banco central, de conformidad con lo establecido en los artículos 8 y 9 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, aunque en los últimos años, cabe advertir que este aspecto no se ha

materializado en el proceso de aprobación o de ejecución del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado, lo que provoca que el saldo de las operaciones de estabilización monetaria se mantenga elevado y que los intereses que el mismo genera, se moneticen cada año, generando un problema estructural para la ejecución de la política monetaria.

ii) Apoyo de la política fiscal

Para buscar una meta de inflación más ambiciosa, debe contarse con el apoyo irrestricto de la política fiscal, en el sentido de que ésta debe contribuir a contener la demanda agregada cuando así se requiera; pues, si el esfuerzo desinflacionario se apoya exclusivamente en la política monetaria, tal contención puede requerir excesivos incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria y, eventualmente, inducir inlujos de capital de corto plazo que causen sobre-apreciaciones en el tipo de cambio real. En todo caso, la gestión de la demanda agregada, para conseguir la meta más ambiciosa de inflación, debe ser el resultado de una adecuada coordinación entre la política monetaria y la política fiscal, para minimizar eventuales sacrificios en términos de crecimiento económico.

El apoyo de la política fiscal también es indispensable para cimentar la credibilidad de una meta de inflación más ambiciosa. En particular, la estabilización (o, de ser posible, la reducción) de la razón de deuda pública a PIB sería un aporte fundamental para el logro de una meta de inflación más baja; y ese aporte podría materializarse si las finanzas públicas transitaran hacia una trayectoria de déficits fiscales menores al 2% del PIB.

iii) Fortalecimiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria

Varios estudios han encontrado evidencia de que el mecanismo de transmisión de la política monetaria en Guatemala es relativamente débil; lo cual puede ser atribuido, entre otras causas, al insuficiente desarrollo del mercado secundario de los

instrumentos financieros utilizados por el banco central para implementar su política monetaria. El gradual desarrollo de dicho mercado secundario permitirá el fortalecimiento del mencionado mecanismo de transmisión y, eventualmente, contribuirá a hacer viable la consecución de una meta inflacionaria más ambiciosa para la política monetaria.

Cuadro 7

Respuesta acumulada de cambios en la tasa de interés activa y pasiva ante cambios en la tasa de interés de política monetaria
(Coeficiente de correlación acumulado en 18 meses)

	Largo Plazo	
	Tasa de interés activa	Tasa de interés pasiva
CADR	0.49	0.37
LA6	1.07	0.72
Guatemala	0.24	0.34

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2012).

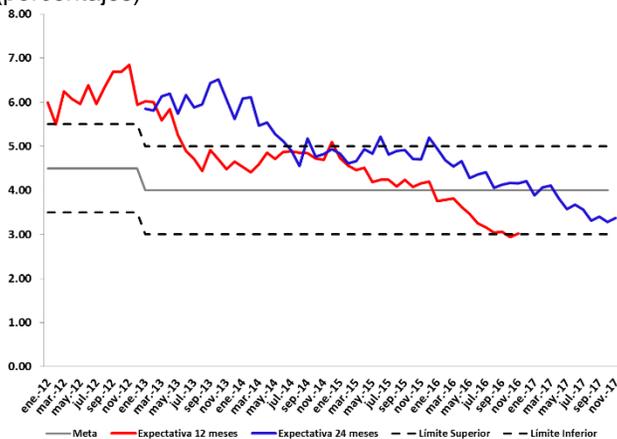
Nota: CADR= Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana; LA6= Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay.

iv) Anclaje de las expectativas inflacionarias

Antes de migrar hacia una meta de inflación más baja, es necesario lograr un anclaje más firme de las expectativas inflacionarias respecto de la meta de inflación actual. Hasta ahora, las expectativas de inflación parecen haber sido influidas, en medida importante, por la tasa de inflación observada y no sólo por la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria. Un anclaje más firme de dichas expectativas respecto de la meta inflacionaria es una condición necesaria para reducir la denominada razón de sacrificio asociada con una reducción permanente en la tasa de inflación.

Gráfica 40

Meta de Inflación y Expectativas a 12 y 24 meses (1)
Años: 2012-2017
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a noviembre de 2015.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

f) Conclusiones

El valor central de la meta de inflación de mediano plazo (4.0%), es macroeconómicamente consistente con las características de una economía pequeña y abierta como la de Guatemala y, además, refleja el promedio de inflación de los últimos cinco años.

Los datos históricos de inflación y crecimiento económico durante los últimos quince años, evidencian que la relación entre estas variables es positiva y congruente con el margen de tolerancia de la meta de inflación. Sin embargo, una reducción del valor central de la meta (a 3.0%) y, por consiguiente, del citado margen, evidencia una relación inversa en el pasado; es decir, que para los valores correspondientes de inflación (entre 2.0% y 4.0%), la relación con el producto ha sido negativa.

En ese contexto, tomando en cuenta, por una parte, los costos que se derivan de una inflación más baja y, por la otra, que aún es necesario que se cumplan algunas de las condiciones necesarias para una reducción de la meta de inflación; en este momento la prudencia aconseja mantener la meta de inflación vigente de 4.0% +/- 1 punto porcentual, ya que los parámetros

que justifican la elección de la meta de inflación de mediano plazo son los adecuados.

C. POLÍTICA CAMBIARIA³⁰

En un esquema de metas de inflación se considera importante la flexibilidad del tipo de cambio nominal, con el propósito de que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene un solo objetivo como ancla nominal (la inflación). Ello implica que el tipo de cambio nominal debe ser determinado por la interacción entre oferentes y demandantes en el mercado cambiario. Las principales ventajas de mantener un régimen de tipo de cambio flexible son: a) facilitar el ajuste de la economía ante choques reales; b) prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); c) evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto; y d) desincentivar movimientos de capitales especulativos. En ese orden de ideas, el desarrollo del sistema financiero y la credibilidad de la política monetaria en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) permiten que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los choques internos y externos que enfrenta la economía. Ciertamente, el hecho de que exista credibilidad en el control de la inflación contribuye a impedir que depreciaciones significativas en el tipo de cambio nominal generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de relativa estabilidad de precios internos, que constituye el objetivo fundamental del Banco Central.

Sin embargo, en economías pequeñas y abiertas pueden existir razones para justificar la eventual participación del banco central en el mercado de divisas, particularmente porque muchas de estas economías se caracterizan por tener bajas tasas de ahorro, lo cual les hace vulnerables a cambios inesperados en la disponibilidad de financiamiento externo o en los flujos

³⁰ El presente apartado fue elaborado por los departamentos de Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

externos de capital. En adición, los supuestos de la teoría respecto al efecto que deben tener los flujos cambiarios en el mercado no siempre se cumplen en la realidad, lo cual es particularmente válido para economías pequeñas o con mercados emergentes. Ello puede asociarse a imperfecciones en los mercados cambiarios, en virtud de su bajo desarrollo, lo que hace que los participantes no siempre actúen de manera racional y se observen expectativas exacerbadas que terminan provocando conductas de manada³¹, en parte, explicadas por la asimetría en la información o por externalidades. Por tanto, dichas imperfecciones pueden requerir el uso de opciones de política cambiaria para suavizar los cambios en el mercado cambiario, lo que, entre otras formas, puede lograrse mediante el uso de reglas de participación del banco central en dicho mercado. Sin embargo, dicha participación debe ser vista como un proceso de transición hacia una mayor flexibilidad que contribuya a minimizar los efectos de choques externos, en tanto se va avanzando en la profundización o mayor integración a los mercados financieros; es decir, que sin eliminarse la posibilidad de que el tipo de cambio nominal actúe como un estabilizador automático frente a los impactos de dichos choques, los agentes económicos puedan ir familiarizándose con mayores niveles de volatilidad. Por ello, la participación debe tener como único propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia³².

En adición, la flexibilidad cambiaria significa que la autoridad monetaria no debe estimular tendencias del tipo de cambio nominal que favorezcan a determinado sector económico. Por ese motivo, la participación en el mercado cambiario mediante una regla debe ser simétrica,

transparente y comprensible a los mercados, características que definen a la actual regla cambiaria utilizada en el país. En Guatemala el régimen cambiario es flexible y la regla de participación ha contribuido al desarrollo ordenado del mercado. El tipo de cambio nominal es determinado fundamentalmente por las fuerzas del mercado y los datos históricos reflejan que la volatilidad de dicho tipo de cambio ha sido muy baja. En efecto, el tipo de cambio del quetzal ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad, registrando durante el año una depreciación nominal de 0.20%, al pasar de Q7.59675 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2014 a Q7.61230 por US\$1.00 el 30 de noviembre de 2015. En ese período la participación del Banco Central en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, ha sido muy pequeña, lo cual se evidencia en el monto de compras netas de divisas que ascendió a esa fecha a US\$250.8 millones (compras por US\$285.3 millones y ventas por US\$34.5 millones), que equivale al 0.72% del total de divisas negociadas en el Mercado Institucional de Divisas.

En ese contexto, considerando, por una parte, que la regla de participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por la otra, que en el escenario internacional se prevé la normalización ordenada de la política monetaria estadounidense, el enfoque de gradualidad en la flexibilización cambiaria sigue siendo una opción razonable para una economía como la de Guatemala. Por ello se estima que existe un espacio para ampliar el margen de fluctuación en la regla de

³¹ Por ejemplo, si existieran expectativas de depreciación, los agentes económicos pueden exacerbar estas, si consideran que el tipo de cambio nominal seguirá depreciándose, por lo que tratan de comprar la mayor cantidad de divisas posible para protegerse de una depreciación mayor, lo que tiende a agudizar la depreciación. En el caso opuesto, si las expectativas fueran de apreciación, los agentes económicos tratarían de vender más rápidamente sus tenencias de divisas, provocando una mayor oferta que se traduciría en una apreciación más acelerada de lo esperado.

³² El FMI, en varias asistencias técnicas proporcionadas al país, ha sugerido un incremento gradual de la volatilidad del tipo de cambio nominal, aspecto que iría en la dirección de mejorar el funcionamiento del mercado cambiario.

participación de 0.70% a 0.75%, permaneciendo sin cambio el resto de las condiciones y características de la regla.

Este cambio permitiría continuar con el proceso ordenado de transición hacia una mayor flexibilidad cambiaria, la que contribuiría a absorber de mejor forma los choques externos, de manera que estos afecten lo menos posible el producto y el empleo

VI. RECOMENDACIÓN

Los departamentos técnicos, en virtud de lo expuesto, se permiten recomendar a la Junta Monetaria lo siguiente:

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2015.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

ANEXOS

ANEXO 1

BALANZA DE PAGOS AÑOS: 2014 - 2016 (en millones de US Dólares)

CONCEPTO	2014 ^{p/}	2015 ^{e/}	2016 ^{py/} Base	Variación			
				2015- 2014		2016-2015	
				Absoluta	%	Absoluta	%
CUENTA CORRIENTE	-1,229.7	-509.0	-582.0	720.7	-58.6	-73.0	14.3
A- BALANZA COMERCIAL	-6,064.1	-5,561.9	-5,699.1	502.2	-8.3	-137.2	2.5
Exportaciones FOB	10,991.7	11,321.4	11,944.2	329.7	3.0	622.8	5.5
Mercancías Generales	10,806.3	11,129.5	11,740.8	323.2	3.0	611.3	5.5
Principales Productos	2,780.6	2,784.5	2,968.8	3.9	0.1	184.3	6.6
Otros Productos	8,025.7	8,345.0	8,772.0	319.3	4.0	427.0	5.1
Bienes Adquiridos en Puerto	185.4	191.9	203.4	6.5	3.5	11.5	6.0
Importaciones FOB	17,055.8	16,883.3	17,643.3	-172.5	-1.0	760.0	4.5
Mercancías Generales	17,047.3	16,874.5	17,633.9	-172.8	-1.0	759.4	4.5
Bienes Adquiridos en Puerto	8.5	8.8	9.4	0.3	3.5	0.6	6.5
B- SERVICIOS	-57.7	-154.2	-201.9	-96.5	167.2	-47.7	30.9
Créditos	2,837.4	2,908.5	3,056.8	71.1	2.5	148.3	5.1
Débitos	2,895.1	3,062.7	3,258.7	167.6	5.8	196.0	6.4
C- RENTA	-1,552.9	-1,802.9	-2,108.2	-250.0	16.1	-305.3	16.9
Créditos	445.7	456.3	478.2	10.6	2.4	21.9	4.8
Débitos	1,998.6	2,259.2	2,586.4	260.6	13.0	327.2	14.5
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	6,445.0	7,010.0	7,427.2	565.0	8.8	417.2	6.0
Remesas Familiares (Netas)	5,699.1	6,383.0	6,925.6	683.9	12.0	542.6	8.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1,796.9	1,560.9	1,818.7	-236.0	-13.1	257.8	16.5
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0	--	0.0	--
B- CUENTA FINANCIERA	1,796.9	1,560.9	1,818.7	-236.0	-13.1	257.8	16.5
1- Inversión Directa	1,282.3	1,294.5	1,428.6	12.2	1.0	134.1	10.4
En el exterior	-106.4	-115.0	-121.9	-8.6	8.1	-6.9	6.0
En Guatemala	1,388.7	1,409.5	1,550.5	20.8	1.5	141.0	10.0
2- Inversión de Cartera	794.4	-49.2	-48.9	-843.6	-106.2	0.3	-0.6
3- Otra Inversión	-279.8	315.6	439.0	595.4	-212.8	123.4	39.1
Préstamos del Sector Público	5.7	532.2	587.0	526.5	9,236.8	54.8	10.3
ERRORES Y OMISIONES	-494.7	-769.6	-1,286.7	-274.9	55.6	-517.1	67.2
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	72.5	282.3	-50.0	209.8	289.4	-332.3	-117.7
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)^{y/}	-72.5	-282.3	50.0	-209.8	289.4	332.3	-117.7

CUENTA CORRIENTE / PIB

-2.1 -0.8 -0.9

^{p/} Cifras preliminares.

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

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

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

Concepto	2015 ^{el}	Escenarios		Variaciones respecto de 2015			
		2016		Escenario Base		Escenario Alternativo	
		Base ^{pyl}	Alternativo ^{pyl}	Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	53,483.0	57,946.7	57,946.7	4,463.7	8.3	4,463.7	8.3
1. Ingresos Corrientes	53,475.2	57,941.0	57,941.0	4,465.8	8.4	4,465.8	8.4
a. Tributarios	50,424.1	54,555.8	54,555.8	4,131.7	8.2	4,131.7	8.2
b. No Tributarios y donaciones	3,051.1	3,385.2	3,385.2	334.1	11.0	334.1	11.0
2. Ingresos de Capital	7.8	5.7	5.7	-2.1	-26.9	-2.1	-26.9
II. Total de Gastos	61,723.8	66,326.3	66,326.3	4,602.5	7.5	4,602.5	7.5
A. De Funcionamiento	50,072.4	54,025.7	54,025.7	3,953.3	7.9	3,953.3	7.9
B. De Capital	11,651.4	12,300.6	12,300.6	649.2	5.6	649.2	5.6
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-8,240.8	-8,379.6	-8,379.6	-138.8	1.7	-138.8	1.7
(-) Déficit							
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	8,240.8	8,379.6	8,379.6	138.8	1.7	138.8	1.7
A. Interno (1-2)	3,993.2	3,418.7	7,708.9	-574.5	-14.4	3,715.7	93.1
1. Negociación neta de bonos del tesoro	4,000.0	5,136.3	9,426.5	1,136.3	28.4	5,426.5	135.7
2. Amortización deuda interna	6.8	1,717.6	1,717.6	1,710.8	25,158.8	1,710.8	25,158.8
Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	1,710.6	1,710.6	1,710.6	0.0	1,710.6	0.0
Amortización de primas de la deuda interna a largo plazo	6.8	7.0	7.0	0.2	2.9	0.2	2.9
B. Externo (1-2)	4,108.3	4,583.6	293.4	475.3	11.6	-3,814.9	-92.9
1. Desembolsos	6,750.7	7,336.0	3,045.8	585.3	8.7	-3,704.9	-54.9
2. Amortizaciones	2,642.4	2,752.4	2,752.4	110.0	4.2	110.0	4.2
C. Variación de Caja	139.3	377.3	377.3	238.0	170.9	238.0	170.9
(-) aumento (+) disminución							
Carga tributaria	10.3	10.4	10.4				
Déficit/PIB	-1.7	-1.6	-1.6				

^{el} Cifras estimadas.

^{pyl} Cifras proyectadas.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2016
(millones de quetzales)

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

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS: 2015 - 2016**
(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

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

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS: 2015 - 2016**
(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

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

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

ANEXO 2

DESARROLLO Y ACTUALIZACIÓN DE MODELOS MACROECONÓMICOS³³

I. INTRODUCCIÓN

En el esquema de metas explícitas de inflación, es relevante conocer los efectos, en términos de dirección, magnitud y persistencia, que las acciones de política puedan tener sobre la economía del país, tanto en el corto como en el largo plazo, para adoptar las medidas apropiadas y oportunas que conlleven al cumplimiento de la meta de inflación. Para tal efecto, el Banco de Guatemala, dispone de dos modelos macroeconómicos principales para pronóstico de inflación y asesoría de política monetaria. Uno de ellos se denomina Modelo Macroeconómico Estructural (MME) y el otro se denomina Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS).

II. MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL (MMS)

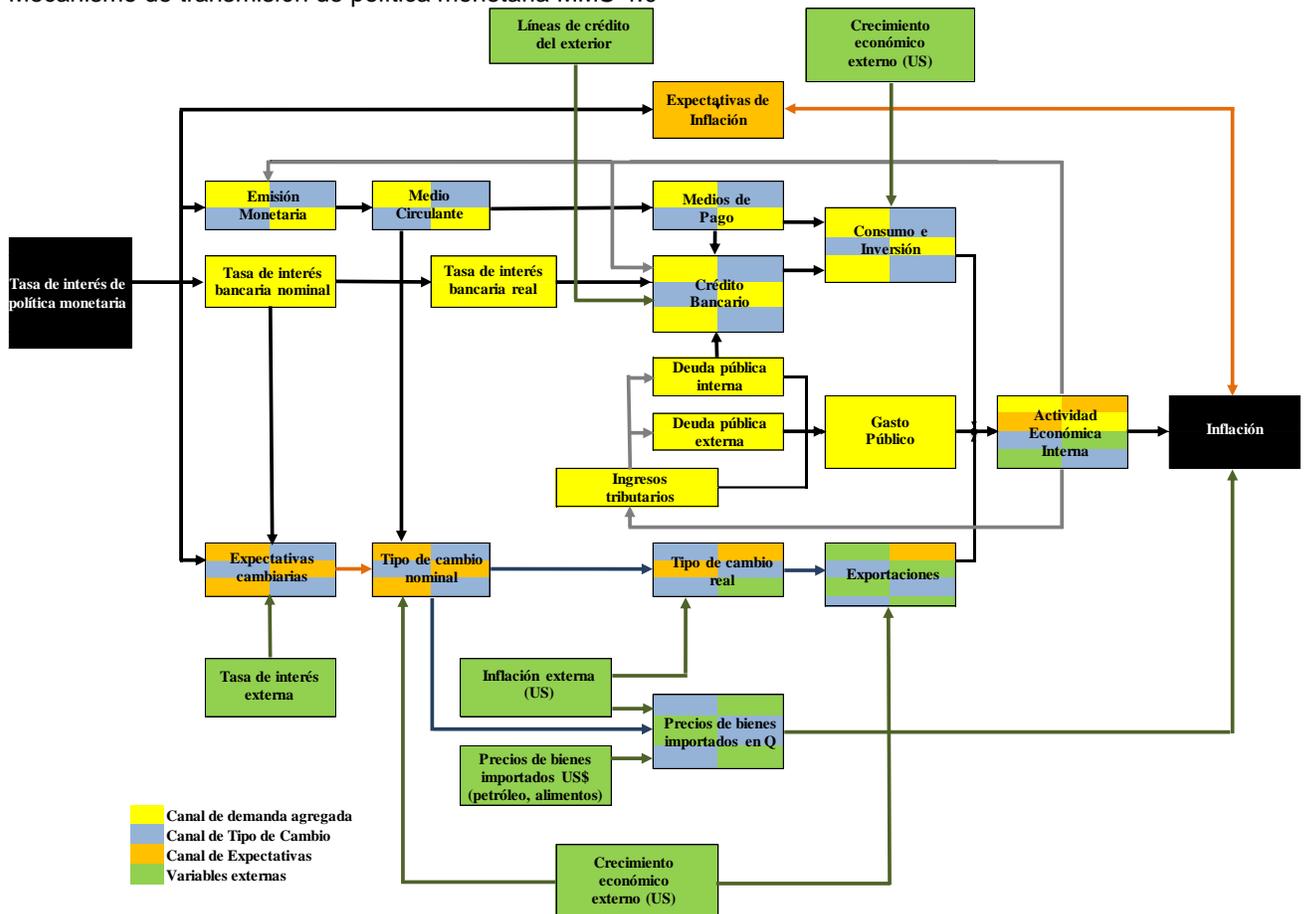
El MMS es un modelo consistente en un sistema de ecuaciones simultáneas que representa la interrelación matemática e intertemporal entre las principales variables macroeconómicas (internas y externas) que tienen efecto en la actividad económica y en el nivel general de precios. El MMS es la representación matemática del mecanismo de transmisión de la política monetaria de Guatemala. En este sentido, las acciones de política monetaria del Banco de Guatemala se transmiten hacia la actividad económica y hacia los precios por medio de tres canales: i) el canal de demanda agregada o de tasa de interés; ii) el canal del tipo de cambio; y iii) el canal de expectativas. Adicionalmente, la economía interna se encuentra influenciada por las fluctuaciones registradas por las tasas de interés internacionales, por la inflación externa y el crecimiento económico externo

Las variables involucradas en el canal de transmisión de demanda agregada o de tasa de interés son: la tasa de interés de política monetaria, la emisión monetaria, el medio circulante, los medios de pago, las tasas de interés nominal y real de mercado, tanto activa como pasiva, el crédito bancario al sector privado, el gasto privado (consumo e inversión del sector privado netos de importaciones), el gasto público, los ingresos tributarios, la deuda pública (interna, externa y total), las exportaciones, la actividad económica interna y la inflación. A su vez, el canal del tipo de cambio está conformado por la tasa de interés de política monetaria, el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real, las expectativas cambiarias, la inflación externa, la actividad económica y la inflación. Por su parte, el canal de expectativas se divide en dos componentes: i) el canal de expectativas de inflación; y ii) el canal de expectativas cambiarias. Las variables que conforman el canal de expectativas de inflación son: la tasa de interés de política monetaria, las expectativas de inflación y la inflación observada; mientras que las variables que conforman el canal de expectativas cambiarias son: la tasa de interés de política monetaria, las expectativas cambiarias, el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real, la actividad económica interna y la inflación (ver diagrama A2.1).

³³ Elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

Diagrama A2.1

Mecanismo de transmisión de política monetaria MMS 4.0



Fuente: Banco de Guatemala.

La versión del MMS que estuvo en funcionamiento durante el período 2013-2015 se denominó MMS 3.1³⁴. Luego de ese período, el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala pudo evaluar la robustez de las interrelaciones macroeconómicas y la confiabilidad de los pronósticos de mediano plazo derivados del modelo. Los resultados fueron aceptables. No obstante, se consideró relevante adicionar el efecto macroeconómico de algunas variables, hacer modificaciones en ciertos canales de la transmisión monetaria, así como utilizar técnicas de última generación, particularmente métodos bayesianos, para

estimar el modelo en su conjunto, en vez de estimar cada una de las ecuaciones por separado.

Los cambios efectuados al modelo, y que dan lugar a una nueva versión del mismo, denominada MMS 4.0, se describen a continuación:

Especificación de variables. El modelo se encuentra especificado en tasas de variación interanual. No obstante, las ecuaciones del MMS 4.0 no se dividen entre un componente tendencial y un componente neto de su media histórica, como en el caso del MMS 3.1, lo cual contribuye a un mejor entendimiento de los resultados que genera el modelo.

³⁴ La nueva versión del modelo, empezará a implementarse a partir de enero de 2016.

Sector fiscal. Se modificó la interrelación entre las variables fiscales, respecto a la versión anterior, de tal forma que el gasto público, la deuda pública externa e interna, así como los ingresos tributarios son variables endógenas. En ese sentido, el gasto público es función de sus principales fuentes de financiamiento (los ingresos tributarios y la deuda pública total). Por su parte, la deuda interna y la deuda externa dependen de los ingresos tributarios, mientras que los ingresos tributarios son función de la actividad económica interna.

Canal de tasas de interés. Se robustece el modelaje del canal de tasas de interés mediante la inclusión de la tasa de interés pasiva del sistema bancario. En ese sentido, las variaciones en la tasa de interés de política monetaria se trasladan, en primera instancia, a la tasa de interés pasiva y posteriormente a la tasa de interés activa. El diferencial de estas dos tasas define el *spread* bancario. Del mismo modo, la tasa de interés de política monetaria incluye dentro de su especificación a la tasa de interés neutral, la cual permite revelar la postura de la política monetaria como restrictiva o acomodaticia.

Tasa de interés neutral y postura de política monetaria. La versión 4.0 incluye la estimación de una tasa de interés neutral; es decir, la tasa de interés que es consistente con mantener las condiciones inflacionarias prevalecientes, sin contribuir a aumentar o a disminuir las presiones inflacionarias. Al mismo tiempo, la diferencia entre la tasa de política monetaria y la tasa neutral definen la postura de política. En ese sentido, el MMS 4.0 permite caracterizar la postura de política monetaria como restrictiva, neutral o acomodaticia.

Tasas de crecimiento en estado estacionario. El estado estacionario es una condición en la cual todas y cada una de las variables crecen a una tasa constante. En ese sentido, el MMS 4.0 tiene un estado estacionario para las variables del sector interno (real, monetario)

consistente con la tasa de crecimiento de la actividad económica interna.

III. MODELO MACROECONÓMICO ESTRUCTURAL (MME)

El MME (Fase I) es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico, microfundado³⁵, de tipo Neo-Keynesiano con características especiales (acceso limitado al mercado financiero, flujo de remesas familiares, inflación subyacente y componentes más volátiles de la inflación total) apropiadas para el análisis de la política monetaria en la economía guatemalteca, que se ha utilizado desde 2014. El MME permite llevar a cabo simulaciones que sirven de base para el análisis de la política monetaria, así como pronósticos de las diferentes variables macroeconómicas que lo integran, en donde el pronóstico de la tasa de interés líder es relevante. Cabe indicar que la estructura del MME es similar a la de modelos Dinámicos Estocásticos de Equilibrio General (DSGE, por sus siglas en inglés) utilizados tanto en bancos centrales de países industrializados, como en bancos centrales de países latinoamericanos. Ejemplos de modelos DSGE utilizados en países industrializados son: COMPASS (*Bank of England Quarterly Model*, Banco de Inglaterra), ToTEM II (*Terms of Trade Economic Model*, Banco de Canadá), KITT (*Kiwi Inflation Targeting Technology*, Banco Central de Nueva Zelanda), NEMO (*Norwegian Economy Model*, Banco Central de Noruega), RAMSES (*Riksbank Aggregate Macromodel for Studies of the Economy of Sweden*, Banco Central de Suecia) y SIGMA (*A New Economy Model for Policy Analysis*, Reserva Federal de los Estados Unidos de América). Dentro de los modelos DSGE de países latinoamericanos destacan: SAMBA (*Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach*, Banco Central de Brasil), PATACON (*Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs*, Banco de la República de Colombia), MAS (*Model for Analysis and Simulations*, Banco Central de Chile) y MEGA-D (Modelo de Equilibrio

³⁵ Deriva el comportamiento de las variables agregadas de la economía a partir del modelaje de las acciones óptimas de los agentes económicos individuales en condiciones de equilibrio general.

General Agregado con Dolarización parcial para la economía peruana, Banco de Reserva del Perú).

El MME incluye, entre otras, las características técnicas siguientes:

- i) Distingue entre familias con y sin acceso al mercado financiero. Esto permite reflejar el grado de acceso al mercado financiero nacional y sus efectos sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria.
- ii) Incluye remesas familiares como fuente de ingreso adicional para las familias. Dichos ingresos (netos) representan en su conjunto alrededor de 10% del Producto Interno Bruto (PIB) de Guatemala.
- iii) Permite la desagregación de la inflación en dos componentes: inflación subyacente e inflación no subyacente, donde esta última incluye los precios de los productos de origen agrícola con alta volatilidad, así como los precios del maíz, del trigo y de los derivados del petróleo.
- iv) Incorpora tres mecanismos de transmisión de la política monetaria: a) canal de expectativas; b) canal de demanda agregada; y c) canal del tipo de cambio.
- v) Permite la descomposición histórica de choques (por ejemplo: aumentos o reducciones del precio internacional del petróleo y sus derivados, cambios significativos en los precios internacionales del maíz y del trigo, y variaciones importantes en los precios de vegetales y legumbres), que facilita la comprensión de las trayectorias de las principales variables macroeconómicas, entre ellas, la inflación total, el crecimiento del producto interno bruto y el pronóstico de la tasa de interés líder de la política monetaria.

El MME tiene un alto potencial de aplicación para fines de simulación de política monetaria, particularmente para analizar interacciones entre política monetaria y otras políticas, como lo son la política fiscal y la política macroprudencial. Es por ello que, actualmente, como parte del Plan Estratégico Institucional 2014-2018 del Banco de Guatemala, se encuentra en proceso la implementación de la Fase II del MME, la cual consiste en la adición de los módulos fiscal y financiero al modelo base. Estos módulos incorporarán información adicional de tal manera que permitirán el análisis de los efectos de choques fiscales y financieros sobre las variables macroeconómicas y su interacción con la política monetaria.

En resumen, actualmente el Banco de Guatemala cuenta con dos modelos que son complementarios para fines de generación de pronósticos y apoyo a las recomendaciones de política monetaria, contribuyendo a conformar la familia de modelos macroeconómicos.

ANEXO 3

DEFICIENCIA NETA DEL BANCO DE GUATEMALA Y OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA³⁶

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

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

el de Guatemala, compraban divisas a un tipo de cambio similar al de mercado y las vendían al gobierno a un tipo de cambio “oficial”, que en la mayoría de los casos estaba muy por debajo del de mercado, con lo cual se generaban excedentes que debían esterilizarse mediante operaciones de estabilización monetaria. Otra forma de generación de esos pasivos se daba cuando ocurrían rescates de instituciones bancarias y el costo de los mismos era absorbido por el banco central. Otros costos de política monetaria se generan cuando el banco central en su calidad de agente financiero no cobra al gobierno comisiones por este servicio o el gobierno fija la comisión de manera arbitraria. También se generan estos pasivos cuando el banco central tiene que esterilizar los excedentes de liquidez que se derivan de los déficits fiscales, sean estos financiados externa o internamente. La misma esterilización de las pérdidas del banco central, al tener que ser neutralizadas con sus propios instrumentos (en lugar de títulos valores del gobierno central), crea un pasivo adicional que al no cubrirse esa deficiencia contribuye a aumentar el saldo de las operaciones de mercado abierto, lo que genera un problema de *stock*, o cuando la deficiencia no se cubre por el Estado a costo de mercado, se produce un problema de flujo que no contribuye a reducir el problema.

Pero ¿qué era lo que permitía que los bancos centrales incurrieran en esas prácticas? La experiencia de América Latina y la de varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, puso en evidencia que la principal causa para que un banco central generara pérdidas era la falta de autonomía e independencia de los bancos centrales, la cual se reflejaba en débiles marcos legales, que en muchos casos les asignaban objetivos múltiples o por la conformación de sus juntas monetarias,

³⁶ Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

en las cuales predominaba la presencia de representantes del sector público; en muchos casos los titulares de los bancos centrales eran nombrados de manera política y, por tanto, respondían a los intereses de los gobiernos de turno; en otros casos la participación de los ministros de hacienda en esas juntas tenían doble voto, por lo que el banco central actuaba en línea con los intereses del gobierno central, todo ello aunque fuera en contraposición a sus propios objetivos. En otros casos, la presencia predominante del sector privado también generaba conflictos de interés, limitando también la toma de decisiones de las autoridades monetarias.

Estas operaciones que se denominan también cuasifiscales³⁷, porque devienen de la responsabilidad que tiene el Estado de cumplir con la función pública que regularmente se le asigna a los bancos centrales, como lo es procurar la estabilidad de precios, terminaron erosionando el capital de muchos bancos centrales y comprometiendo la viabilidad futura para cumplir el mandato de velar por dicha estabilidad en el nivel general de precios; es decir, mantener el poder adquisitivo de las moneda que emiten. Esto explica, en parte, el hecho de que muchos países de América Latina experimentaran procesos serios de inflación o hiperinflación, o de dolarización en sus economías (que implica una pérdida de señoreaje, lo que además de afectar su resultado financiero, refleja una pérdida de credibilidad en la moneda y en su autoridad monetaria) ante la desconfianza en la moneda local.

Entonces ¿por qué otros bancos centrales no tienen deficiencia neta? En buena medida esto se debe a que en muchos países las operaciones de estabilización monetaria se llevan a cabo con títulos del tesoro, es decir, títulos del gobierno emitidos por los ministerios de finanzas públicas o de hacienda y, por tanto, desde su

origen los costos los cubre el Estado, para ello cada año se autoriza al Estado a que una parte de la emisión de bonos del ejercicio fiscal sea de uso exclusivo para los bancos centrales.

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

Los resultados de los últimos años en materia de estabilidad macroeconómica evidencian con total claridad que se han dado procesos de desinflación y desdolarización en todos los países que actuaron seriamente en la dirección de otorgar autonomía e independencia a los bancos centrales, fortaleciendo su patrimonio, modificando la conformación de sus juntas monetarias, los procesos de designación de sus miembros; así como los períodos para los cuales son nombrados, estableciendo con claridad el objetivo del

³⁷ Todas las funciones del Estado tienen un costo y deben financiarse con ingresos corrientes preferentemente; la SAT por ley recibe 2% de los ingresos tributarios para cumplir su objetivo; las municipalidades, 10%; la Universidad de San Carlos, 5%; el Organismo Judicial, 4%, etcétera; en tanto que, la deficiencia neta del Banco de Guatemala en 2014 (Q1,710.6 millones) fue de alrededor de 3.4% de los ingresos corrientes registrados ese año, equivalente a sólo 0.4% del PIB, significativamente por debajo de las asignaciones antes citadas.

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

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

Al analizar los distintos pasivos del Banco de Guatemala, desde una perspectiva histórica, se observa que en la década de los ochenta se generaron excedentes de liquidez causados principalmente por desequilibrios fiscales y cambiarios. En efecto, la crisis de la deuda externa en 1982, los sostenidos déficits fiscales que generaron niveles de endeudamiento importantes, la recurrencia de choques externos (caída en los precios de los principales productos de exportación, aumento en los precios de los derivados del petróleo, el deterioro de los términos de intercambio y el mantenimiento de tipos de cambio fijos, entre otros factores) acompañada de una política fiscal expansiva financiada con recursos del Banco Central, no sólo no permitía transparentar el costo real de las políticas públicas, sino que generaba

distorsiones en la asignación de recursos pues demandaba actuaciones del Banco Central en materia de tasas de interés o de tipo de cambio nominal, muchas veces contrarias a los fundamentos macroeconómicos; es decir, implicaba que el Banco de Guatemala tuviera que hacer esfuerzos importantes con los instrumentos a su alcance con el propósito de tratar de mantener una paridad cambiaria (que no era sostenible), o castigar el proceso de formación de capital al fijar tasas de interés (que no reflejaban las condiciones de mercado) a la vez que procuraba, con los pocos instrumentos con que contaba, que no se generaran procesos hiperinflacionarios o devaluatorios como los que se estaban observando en varios países de América Latina. El resultado a finales de dicha década se reflejó en desequilibrios macrofinancieros, un costo que se absorbió con el agotamiento de las reservas monetarias internacionales, una severa depreciación del quetzal y una inflación de 60.0%, aunque por muchos años la inflación se mantuvo en dos dígitos.

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

Al igual que muchos países del mundo, Guatemala, decidió avanzar en la tarea de dotar de autonomía e independencia a su Banco Central, mediante la implementación de una serie de medidas y acciones

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

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

inflación, también implicó un aumento en el *stock* de dichas operaciones, el cual también aumenta por la permanencia de déficits fiscales, que también generaban excedentes de liquidez.

Por este motivo, se planteó, a principios de la década de los 2000, la necesidad de reformar la Ley Orgánica del Banco de Guatemala que, entre otros propósitos, buscaba fortalecer el patrimonio del Banco Central. Con la aprobación de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala en 2002 se creó el marco fundamental para la restitución patrimonial del instituto emisor; ello con la expectativa de que se podría contribuir a resolver el problema de “*stock*” y de “*flujos*” que se observa en las operaciones de estabilización monetaria. El de *stock* (que se refiere a la deficiencia neta del Banco Central acumulada hasta 2001) alcanzaba un monto de alrededor de Q16,000.0 millones, mientras que el de *flujos* (que se refiere a las deficiencias netas anuales del Banco de Guatemala) significaba cerca del 1% del PIB, antes de 2002. En ambos casos se estableció la emisión de Bonos del Tesoro por parte del gobierno central para cubrir dichas brechas; en el caso del *stock* el pago se realizaría mediante un bono emitido a un plazo largo y a tasa de interés cero, mientras que en el caso de los *flujos*, este se atendería mediante la entrega por parte del Ministerio de Finanzas Públicas de Bonos del Tesoro a un plazo menor y a tasas de interés de mercado. En la práctica lo que ha sucedido es que el tema del *stock* no se ha resuelto porque nunca fue emitido el Bono del Tesoro de largo plazo, mientras que el de *flujo* no se ha resuelto parcialmente, debido a dos circunstancias particulares; la primera, porque han habido cuatro años en que no se ha restituido la deficiencia neta (2002, 2011, 2012 y 2013) y, la segunda, porque la entrega de los Bonos del Tesoro correspondientes a los años en los que se ha hecho la restitución, ha sido a tasas inferiores a las de mercado, lo cual implica que el Banco Central tenga que cubrir el costo de las operaciones de estabilización con emisión inorgánica (el monto hasta ahora recibido es de alrededor de Q4,145.8 millones, el cual apenas representa cerca de

16.0% del saldo actual de dichas operaciones y sólo 38.7% de las deficiencias netas generadas a partir de 2002). Mientras no se solucione de manera permanente el asunto patrimonial del Banco Central, el nivel de operaciones de estabilización monetaria en términos nominales puede aumentar y, por ende, el costo de política monetaria, aunque se debe tener en cuenta que la deficiencia neta se ha venido reduciendo como porcentaje del PIB, al pasar de un promedio superior al 1.0% antes de 2002 a 0.4% en 2014; incluso es importante señalar que ha habido excedentes netos en las cuentas del Banco de Guatemala, cuando las condiciones financieras mundiales, en términos de rendimientos de las reservas internacionales, han sido favorables (2007 y 2008).

En adición, se ha procurado el mantenimiento de una política fiscal que resulte en déficits fiscales moderados, que hagan sostenible el nivel de la deuda pública en el mediano plazo. Si bien estos esfuerzos han sido importantes, se considera que debe haber una estrecha coordinación entre la política fiscal y la política monetaria con el propósito de que las decisiones de una no afecten negativamente a la otra, evitando la predominancia fiscal³⁸ que resulte en mayores costos para la política monetaria, evitando el uso inapropiado del déficit fiscal como instrumento de política económica. Un uso adecuado de dicho déficit como instrumento, por ejemplo, sucede cuando este no se genera por la falta de ingreso corriente para financiar gasto corriente, sino por el incremento de gasto en inversión, cuyo rendimiento no

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

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

³⁸ El FMI sugiere (revista Finanzas y Desarrollo, marzo de 1998) que para evitar la dominancia fiscal, la conducción de la política monetaria no debe ser limitada o restringida únicamente por objetivos fiscales. Lo anterior implica que el financiamiento del déficit del sector público no debe cubrirlo el banco central y debe ser limitado en el caso del sistema bancario, el gobierno debe tener una base tributaria amplia y no debe depender de un aumento de señoreaje resultante de emisión excesiva de dinero por parte del banco central, los mercados financieros locales deben ser lo suficientemente líquidos y profundos para absorber las emisiones de deuda del gobierno y del sector privado y la acumulación de deuda pública debe ser sostenible, evitando imponer restricciones a la política monetaria. En un escenario de dominancia fiscal, déficits fiscales altos provocarán presiones inflacionarias y, por ende, restringirán la efectividad de la política monetaria para alcanzar su objetivo de inflación y, dependiendo del grado de dicha dominancia, podrían obligar a la autoridad monetaria a conducir una política monetaria acomodaticia, en perjuicio de su objetivo fundamental.

La Ley Orgánica del Banco de Guatemala, aprobada por el Congreso de la República en 2002, actualizó el marco legal para la adopción del esquema de metas explícitas de inflación al establecer que el Banco Central tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios y el marco de comunicación al público y rendición de cuentas a la sociedad. Dicho marco legal ha permitido que la política monetaria haya avanzado profundamente, al punto que se encuentra con prácticas similares a las de los bancos centrales más avanzados con la implementación de dicho esquema monetario. No obstante, aún hace falta el cumplimiento pleno de la referida ley en materia de restitución patrimonial al banco central que permita cubrir con los rendimientos, el costo financiero que genera el *stock* de operaciones de estabilización monetaria (independencia financiera). Además es necesario, como varios centros de investigación del país y organismos financieros internacionales (como el FMI) y expertos internacionales como el profesor Sebastián Edwards, lo han señalado, buscar una conformación de la Junta Monetaria³⁹ que garantice plenamente la independencia funcional del Banco Central, lo cual, si bien actualmente no restringe de manera significativa dicha independencia, sí se considera una vulnerabilidad.

La ejecución de una política monetaria, en las condiciones planteadas, ha probado ser útil para la economía nacional, la inflación se ha mantenido en niveles de un dígito y ha venido reduciéndose año con año, lo cual ha permitido establecer una meta con horizonte de mediano plazo, que se encuentra en 4.0% (+/- 1 punto porcentual), además, se logró incrementar el nivel de reservas internacionales y estas se han mantenido en niveles que permiten cubrir alrededor de

cinco meses de importaciones. No obstante, ha venido aumentando el saldo de operaciones de estabilización monetaria, lo cual es la principal fuente de costos operativos de la política monetaria que, como se indicó, se han venido reduciendo en términos del PIB. Si bien hasta la fecha esto es positivo, es menester buscar una solución permanente a la restitución patrimonial del Banco Central.

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DEFICIENCIA NETA

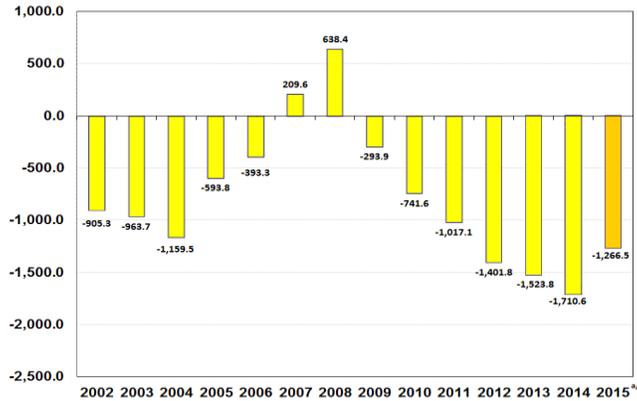
Como se mencionó en el apartado anterior, la combinación de efectos monetizantes y desmonetizantes hicieron que aumentara el nivel de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) que realiza el Banco de Guatemala, lo que ha resultado en un aumento en el costo nominal en la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, lo que aunado a un deterioro en las condiciones externas, que ha provocado una caída en los rendimientos de los activos externos, ha incidido en que a partir de 2009 comenzara a registrar una deficiencia neta en el Banco de Guatemala que se sitúa en 0.3% del PIB en lo que ha transcurrido de 2015. Al analizar el periodo 2002-2015, se observa que dicha deficiencia se situó en 2002 en 0.6% del PIB y comenzó a disminuir hasta tornarse en excedente positivo entre 2007 y 2008. Existen dos factores que explican este comportamiento. El primero se refiere al incremento del déficit fiscal, hasta 2013, por arriba de 2.0% del PIB, que generó excedentes importantes de liquidez que debieron neutralizarse mediante el uso de OEM, lo cual continuó incrementando el *stock* de las mismas, que pasaron de Q11,668.8 millones en 2007 a Q25,569.8 millones en 2015. El segundo factor se refiere al entorno internacional menos benigno, que ha implicado menores rendimientos sobre la

³⁹ Actualmente, por disposición de la Constitución Política de la República de Guatemala, la Junta Monetaria está conformada por el Presidente del Banco de Guatemala, que también es de la Junta Monetaria, el Ministro de Finanzas Públicas, el Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación, el Ministro de Economía, un miembro electo por el Congreso de la República, un miembro electo por los bancos del sistema, un miembro electo por las cámaras empresariales organizadas y un miembro electo por la Universidad de San Carlos de Guatemala.

inversión de los activos que forman parte de las reservas monetarias internacionales.

Gráfica A3.1

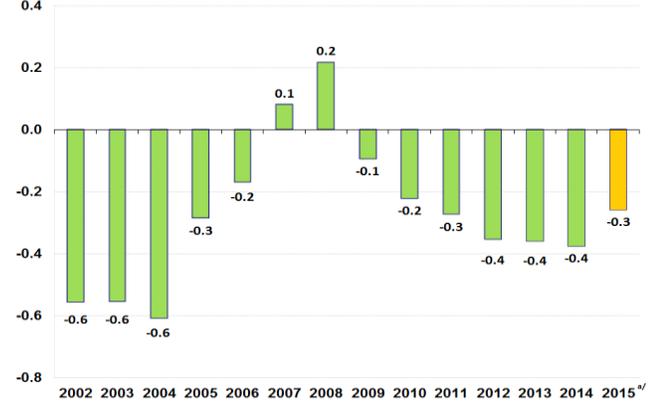
Banco de Guatemala
Deficiencia Neta
Años: 2002-2015
(millones de quetzales)



(-) = Deficiencia Neta.
a/ Cifra al 30 de noviembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.2

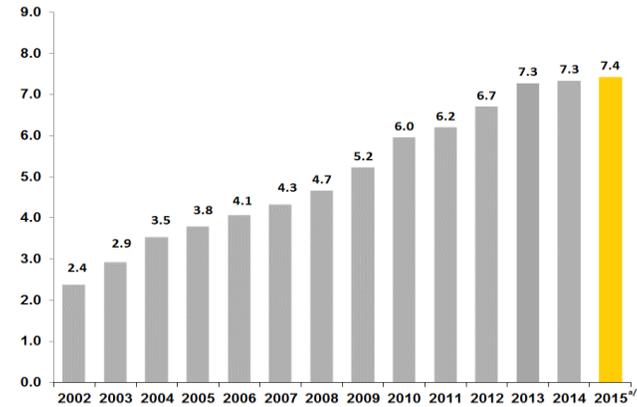
Banco de Guatemala
Deficiencia Neta
Años: 2002-2015
(porcentaje del PIB)



(-) = Deficiencia Neta.
a/ Cifra al 30 de noviembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.3

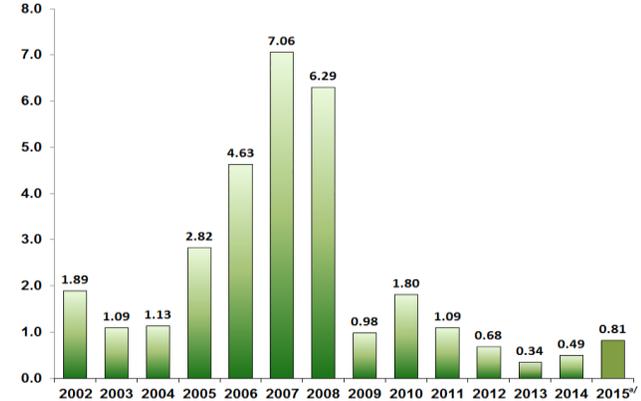
Reservas Monetarias Internacionales
Años: 2002-2015
(miles de millones de US dólares)



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

Gráfica A3.4

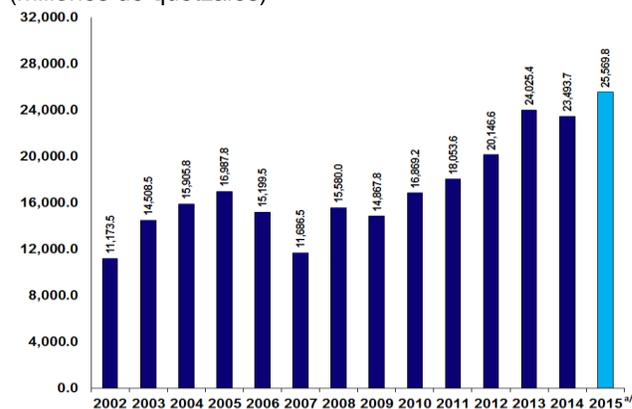
Tasa de Rendimiento de las Reservas Monetarias Internacionales
Años: 2002-2015
(porcentajes)



a/ Cifra al 31 de octubre.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.5

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



^{al} Cifra al 30 de noviembre.

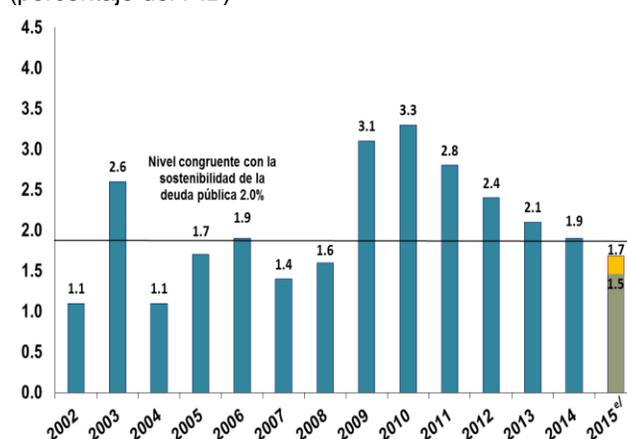
Fuente: Banco de Guatemala.

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

Cabe indicar que el objetivo de la referida norma legal era, por un lado, mantener la sanidad financiera del Banco Central y, por el otro, generar en el mediano plazo una fuente adicional de ingresos para las finanzas públicas, siempre y cuando el Banco Central lograra

Gráfica A3.6

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



^{el} Estimación de cierre.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

cubrir el costo que representan las operaciones de esterilización que lleva a cabo, procurando así registrar resultados positivos de manera permanente puesto que los excedentes netos generados por esta institución pasarán a formar parte de los ingresos fiscales, conforme lo dispone el artículo 8 de la referida ley.

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

Es importante puntualizar que la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Esto se debe a que dicha medida fortalecerá el patrimonio del

Banco Central, lo que implicaría que este contará con un mayor margen de maniobra en el uso de sus instrumentos monetarios para cumplir con su objetivo fundamental.

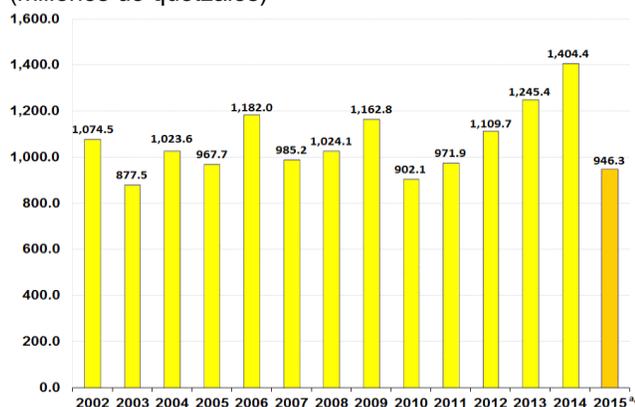
Para el ejercicio fiscal de 2013 y de 2014, no obstante el mandato legal indicado, no se estableció que el Ministerio de Finanzas Públicas cubriera las deficiencias netas del Banco de Guatemala correspondiente a los ejercicios fiscales de 2011 y 2012, esto en vista de que el Congreso de la República, al aprobar el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para 2013, eliminó el rubro de amortización que correspondía trasladar al Banco de Guatemala y aumentó en un monto equivalente a la referida deficiencia el gasto público, con lo cual aumentó el déficit fiscal aprobado en términos de PIB de 2.2% a 2.5%. De igual forma, al no aprobarse el Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado para 2014 por parte del Congreso de la República, quedó vigente el presupuesto del año anterior; en consecuencia, las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondiente al ejercicio fiscal 2012, tampoco fueron cubiertas. Para el ejercicio fiscal 2015, el Congreso de la República únicamente aprobó Q361.4 millones de Q1,523.8 millones correspondientes a las deficiencias netas del ejercicio contable 2013, las cuales no fueron restituidas ni de manera parcial. Cabe indicar que cuando se emite un bono de cobertura de la deficiencia neta del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas no tiene que hacer ningún esfuerzo de colocación, pues únicamente es un trámite administrativo, mientras que si decide financiar el déficit fiscal indicado con la emisión de bonos deberá salir a los mercados financieros internos o externos a obtener dichos recursos⁴⁰.

IV. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA

Como se indicó, las operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) constituyen el principal instrumento utilizado por el Banco de Guatemala para neutralizar los excedentes o inyectar los faltantes de liquidez en la economía. Las OEM, al finalizar 2001, alcanzaron un nivel de Q11,028.0 millones, equivalente a 7.5% del PIB; mientras que al 30 de noviembre de 2015 se ubicaron en Q25,569.8 millones, lo que equivale a 5.2% del PIB, que si bien representa un incremento en términos nominales de Q14,541.8 millones, implica una reducción de 2.3% en términos del PIB.

Gráfica A3.7

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



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

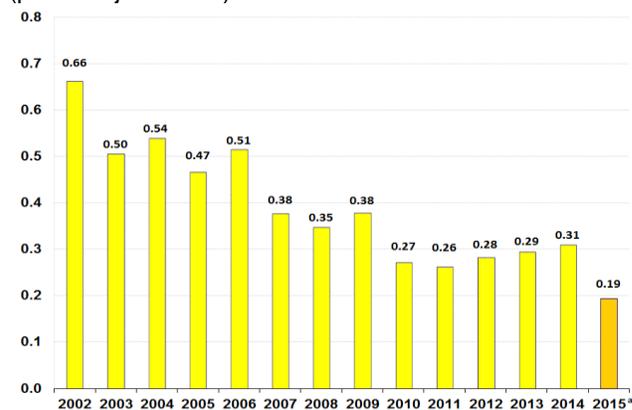
^{a/} Cifras al 30 de noviembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁴⁰ En adición, al cambiar el destino de los bonos del tesoro que cubren las deficiencias netas del Banco de Guatemala hacia el financiamiento de déficit fiscal, automáticamente se está aceptando un mayor déficit fiscal y, por ende, se incrementa la contrapartida correspondiente; es decir, se eleva el gasto público.

Gráfica A3.8

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



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

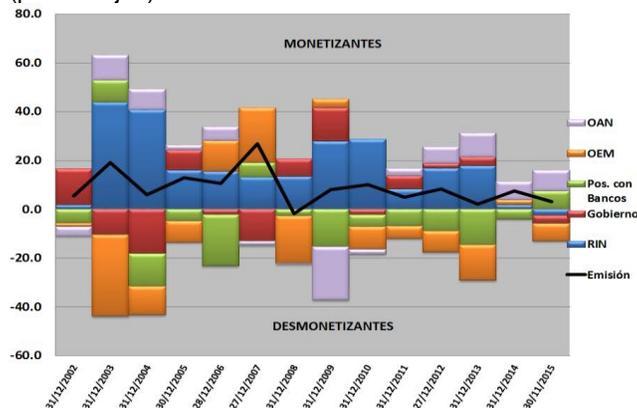
^{a/} Cifras al 30 de noviembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

De conformidad con un análisis de factores monetizantes y desmonetizantes se puede observar que el principal factor de expansión monetaria en el periodo indicado ha sido el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN), las cuales pasaron de US\$2,347.9 millones al finalizar 2001 a US\$7,421.7 millones al 30 de noviembre de 2015, lo cual representa un incremento acumulado de US\$5,073.8 millones, que en moneda nacional superaría Q40,600.0 millones, en adición a factores internos que tuvieron un efecto neto monetizante por alrededor de Q9,600.0 millones. Toda esa monetización parcialmente compensada con un incremento en la demanda de emisión monetaria por alrededor de Q20,600.0 millones, por el aumento del encaje bancario por aproximadamente Q15,000.0 millones y por el incremento en el saldo de OEM en alrededor de Q14,600.0 millones.

Gráfica A3.9

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



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

(2) Cifras al 30 de noviembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

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

ANEXO 4

MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA⁴¹

I. INTRODUCCIÓN

Si bien la teoría económica formula cómo opera cada uno de los canales de transmisión de la política monetaria, estos canales no se observan exactamente de la misma manera en todas las economías. De esa cuenta, las acciones de política de los bancos centrales no tienen exactamente el mismo efecto en todos los países. De acuerdo a las características propias de cada economía, cada uno de los canales de transmisión puede operar con mayor o menor velocidad o con mayor o menor magnitud; o, incluso, puede ser no significativo o inexistente. Sin embargo, se debe tener en cuenta que las características de una economía son cambiantes y, por consiguiente, los mecanismos de transmisión no solo cambian de una economía a otra, sino también evolucionan en el tiempo. En este anexo se examinan los fundamentos teóricos que pueden caracterizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Guatemala y se presenta una estimación econométrica de estos.

II. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Existe una amplia bibliografía sobre mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esta se puede dividir, de manera general, en cuatro grandes grupos: 1) literatura teórica que investiga, con base en fundamentos microeconómicos y macroeconómicos, cómo debería operar cada uno de los mecanismos de transmisión; 2) literatura empírica sobre la operación de estos mecanismos en economías avanzadas, en donde los canales operan de forma muy aproximada a lo que postula la teoría; 3) estudios empíricos de economías individuales, en donde el propósito es estimar los canales y no exactamente señalar cuáles son los factores que los fortalecen o debilitan; y 4) estudios sobre mecanismos de

transmisión en economías de bajo ingreso, con énfasis en las características económicas que hacen que el mecanismo de transmisión monetario opere de manera diferente.

Para investigar los factores que pueden afectar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en este anexo se toma en cuenta que Guatemala es un país clasificado como economía de ingreso medio bajo⁴². Sin embargo, para este tipo de economías no existe un cuerpo de literatura relevante que haya investigado las características de los mecanismos de transmisión. En el caso de Guatemala, a pesar de no ser economía de bajo ingreso, comparte algunas características comunes con este tipo de economías, sobre todo en lo concerniente al desarrollo del sistema financiero.

En la literatura económica se identifican cuatro canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria: i) el canal de la tasa de interés; ii) el canal del tipo de cambio; iii) el canal del crédito; y iv) el canal de precios de activos. Mishra, Prachi, Montiel y Spilimbergo (2012) realizaron una caracterización de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en economías de bajo ingreso (EBI). Argumentan que el incipiente desarrollo de los mercados de activos financieros domésticos sugiere que los canales de corto y largo plazo de la tasa de interés deben ser débiles y que mercados pequeños e ilíquidos de activos (accionario e inmobiliario) tienden a debilitar el canal de los activos. Adicionalmente, el canal del tipo de cambio es débil en países que mantienen tipos de cambio relativamente fijos, pero puede jugar un papel importante en países con regímenes con mayor flexibilidad. Con este marco de referencia, los autores concluyen que el canal del crédito debería ser el canal dominante de la política monetaria en economías

⁴¹ Elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

⁴² Según el Banco Mundial, una economía de ingreso medio bajo es aquella en la que el Ingreso Nacional Bruto per cápita se encuentra en un rango entre US\$ 976 y US\$ 3,855.

de bajo ingreso (la transmisión a las tasas de interés activas y a los montos de préstamos de los bancos).

En este contexto, Montiel (2015), en la asistencia técnica brindada al Banco de Guatemala con el apoyo del Centro Regional de Asistencia Técnica de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CAPTAC-DR), examinó los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Guatemala. Al respecto señala que la flexibilidad del tipo de cambio provee cierta autonomía al Banco de Guatemala; sin embargo hay factores que debilitan la transmisión, como la poca integración con los mercados financieros internacionales, la falta de un mercado secundario desarrollado y líquido de instrumentos de deuda y de un mercado accionario, así como el tamaño relativamente pequeño del sector bancario. Adicionalmente, Montiel encontró que los efectos de la política monetaria sobre la demanda agregada tienden a operar principalmente por medio del canal del crédito.

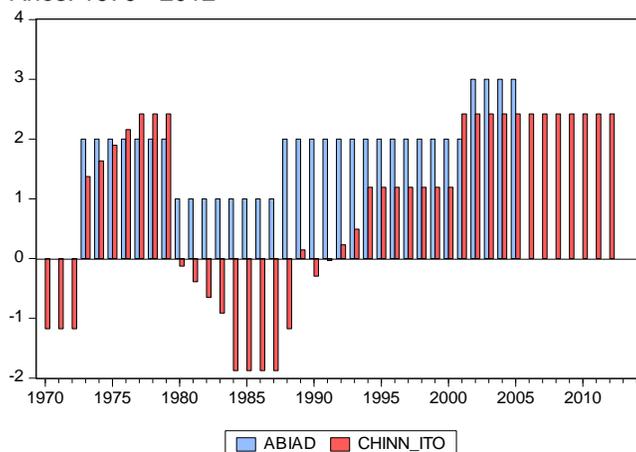
En su estudio, Montiel divide su análisis en dos componentes: factores macroeconómicos y factores microeconómicos. Entre los factores macroeconómicos estudia el grado de integración de Guatemala con los mercados financieros internacionales y el régimen cambiario. Al respecto, concluye que Guatemala tiene una integración financiera internacional *de jure*, pero no *de facto*. Al comparar los índices de integración financiera internacional de Abiad, Detragiache y Tressel (2008) y de Chinn e Ito (2013) coinciden, en el sentido de que en Guatemala el grado de apertura de la cuenta capital es bastante amplio, comparable con la apertura de Estados Unidos en 2002 con el índice de Chinn e Ito (gráfica A4.1). No obstante, los flujos netos de capital son muy pequeños. Montiel utiliza como referencia las remesas familiares y señala que la ausencia de restricciones *de jure* no ha sido determinante en el flujo de capitales (gráfica A4.2). Adicionalmente, los flujos de capital son dominados principalmente por inversión extranjera directa. Este tipo de flujo no es típico de flujos asociados con arbitraje entre mercados domésticos y externos y, por

consecuente, no es el tipo de flujo que tiene incidencia en la efectividad de la política monetaria.

Gráfica A4.1

Indicadores de *jure* del Grado de Apertura de la Cuenta Capital

Años: 1970 - 2012



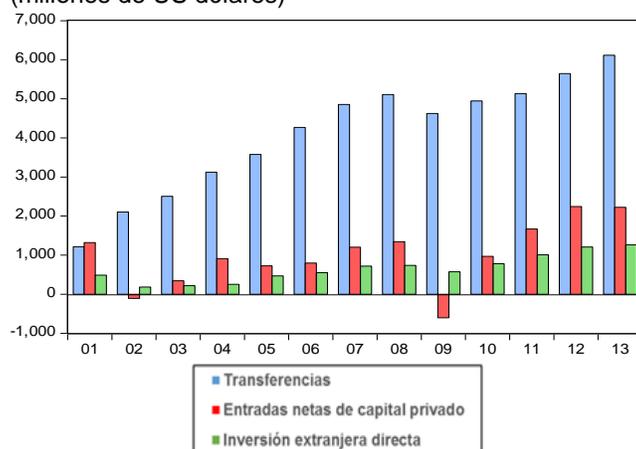
Fuente: Montiel (2015).

Gráfica A4.2

Guatemala: Tamaño y Composición de los Flujos Netos de Capital Privado

Años: 2001 - 2013

(millones de US dólares)



Fuente: Montiel (2015).

Respecto al tipo de cambio, Montiel (2015) observa que las fluctuaciones están contenidas en una banda de más menos 8.5%, lo que implica que en la práctica el quetzal ha sido muy estable. Esto sugiere, por una parte, que la limitada integración financiera internacional ha reducido las presiones cambiarias; y por la otra, que el Banco de Guatemala ha podido mantener la estabilidad

del tipo de cambio con pocas participaciones en el mercado. Sin embargo, la estabilidad del tipo de cambio nominal tiende a debilitar la transmisión monetaria por medio del canal del tipo de cambio.

En relación al segundo componente (es decir, los factores microeconómicos), Montiel (2015) investiga la estructura del sistema financiero nacional. En general, plantea que en un mercado financiero existen fricciones. La información asimétrica y la ejecución de los contratos, así como la evaluación y el monitoreo de créditos y contratos, imponen costos. La magnitud de estos costos depende de la calidad de las instituciones y de las características de los prestamistas. En este contexto se debe considerar que cuanto menos desarrollada esté la calidad de las instituciones de una economía, la oferta de crédito responde menos a cambios en la tasa de interés de política monetaria, debido a que el conjunto de potenciales prestatarios adecuadamente calificados (en términos de riesgo) es limitado, por lo cual una expansión de la cartera crediticia a prestatarios menos calificados involucraría incurrir en altos costos de intermediación,

debido al incremento sustancial del riesgo crediticio. Como se puede apreciar en el cuadro A4.1, Guatemala está por debajo del percentil 50 en todos de los indicadores de calidad de las instituciones, lo que sugiere la existencia de mayores costos de intermediación. El cuadro A4.2 ofrece indicadores de desarrollo financiero, en donde se puede observar que el sistema financiero formal es pequeño (aunque está por encima de los países de ingreso bajo), lo cual es consistente con intermediación costosa. El tamaño relativamente reducido implica menor alcance de la política monetaria. La concentración bancaria es similar en países de ingreso alto, pero en el sistema bancario nacional, el margen de interés neto y los retornos por acción son relativamente altos.

En conclusión, los factores microeconómicos correspondientes a la estructura del sistema financiero sugieren que una proporción relativamente pequeña de la economía puede ser afectada por la política monetaria a través del sistema financiero formal.

Cuadro A4.1

Guatemala: Indicadores de la Calidad Institucional

Indicador	Percentil
	Rango
Imperio de la ley	15
Efectividad Gubernamental	26
Calidad Regulatoria	46
Control de la Corrupción	12
Rendición de Cuentas	36
Estabilidad política y ausencia de violencia / terrorismo	25

Fuente: Montiel (2015).

Cuadro A4.2

Guatemala: Indicadores de Desarrollo Financiero

Indicador	Ingreso	Ingreso	Guatemala
	Alto	Bajo	
Razón de activos bancarios a PIB (%)	129.66	19.58	35.15
Razón de activos de instituciones financieras no bancarias a PIB (%)	17.70	0.13	1.54
Razón del crédito al sector privado (de bancos y otras instituciones financieras) a PIB (%)	111.59	15.53	23.08
Sucursales bancarias por cada 100,000 adultos (bancos comerciales)	30.12	2.92	37.12
Razón de adultos con una cuenta en una institución financiera a total de adultos (%)	93.05	14.35	22.32
Concentración de activos de 5 bancos (%)	79.46	83.14	80.92
Margen de interés neto (%)	1.63	4.33	7.61
Retorno de acciones (promedio 10 años)	11.96	15.83	24.65

Fuente: Montiel (2015).

III. TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA HACIA LA DEMANDA AGREGADA, INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO

En este apartado se presentan las estimaciones realizadas por el Departamento de Investigaciones del Banco de Guatemala y Montiel (2015), sobre la transmisión de la política monetaria hacia la tasa de interés activa, la demanda agregada (IMAE), la inflación y el tipo de cambio. Para este propósito se utilizan modelos de vectores autoregresivos con variables exógenas (VAREX) cointegrados. Las variables endógenas en el modelo son las siguientes: inflación total desestacionalizada, tasa de interés líder de política monetaria, tasas de interés de reportos (corto plazo), tasas de interés de activa (préstamos), Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) desestacionalizado (variable de producción) y tipo de cambio nominal desestacionalizado. Por su parte, las variables exógenas son las siguientes: precios internacionales de petróleo y precios internacionales de alimentos.

Para la estimación del VAR estructural se utiliza una identificación recursiva de Choleski con el siguiente orden: el IMAE (IMAE_SA) es la variable más exógena en el modelo, cuyos choques (innovaciones) impactan contemporáneamente sobre la inflación (IPC_GUA_SA). Estas dos variables a su vez impactan contemporáneamente sobre la tasa de interés líder de política monetaria (I_POL), la cual no tiene efectos contemporáneos sobre el IMAE y la inflación, pero sí sobre la tasa de interés de reportos de corto plazo (I_REPO) y sobre el tipo de cambio (TC_NOMINAL_SA).

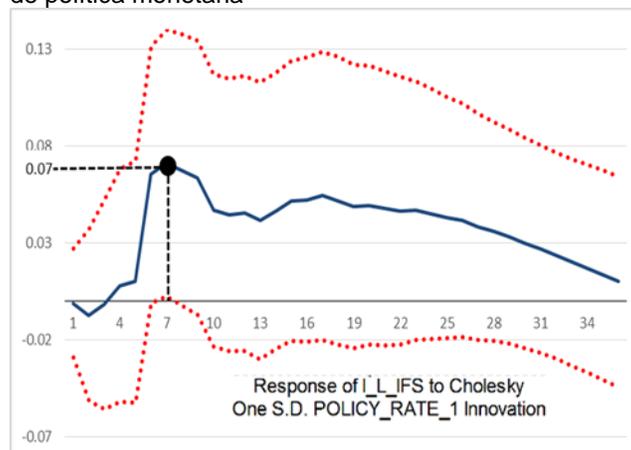
En las siguientes gráficas se presentan las funciones impulso-respuesta del modelo. Cada una de ellas representa la respuesta a un incremento exógeno en la tasa de interés de política monetaria equivalente a 25 puntos básicos⁴³. En su conjunto, tales funciones de impulso-respuesta ilustran el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Guatemala, de acuerdo con las estimaciones efectuadas.

⁴³ En el caso del tipo de cambio, la función de impulso-respuesta corresponde a un incremento exógeno en la tasa de interés de reportos.

Un incremento exógeno en la tasa de interés líder de política monetaria de 25 puntos básicos provoca, en promedio, un aumento en la tasa de interés activa promedio ponderada de 7 puntos básicos con 7 trimestres de rezago.

Gráfica A4.3

Respuesta de la tasa de interés activa a un incremento exógeno de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder de política monetaria

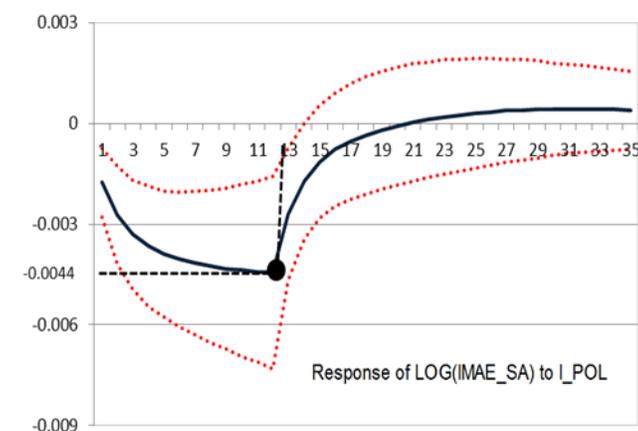


Fuente: Montiel (2015).

Un incremento en la tasa de interés líder de política monetaria de 25 puntos básicos provoca, en promedio, una reducción del ritmo del IMAE de aproximadamente 0.44%, con un rezago de 13 meses.

Gráfica A4.4

Respuesta del IMAE a un incremento exógeno de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder de política monetaria

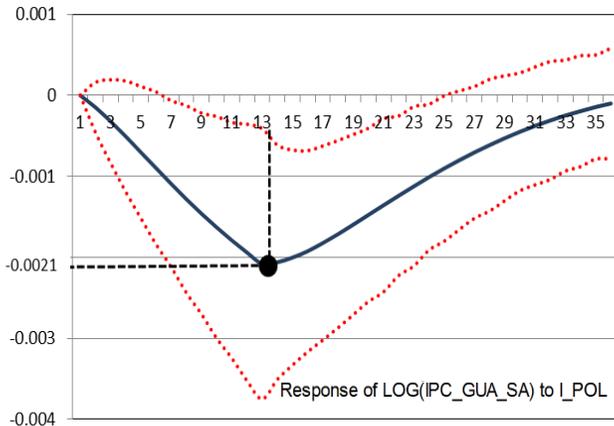


Fuente: Banco de Guatemala.

Un aumento en la tasa de interés líder de política monetaria de 25 puntos básicos reduce el ritmo de inflación en alrededor de 0.21% con un rezago de 13 meses.

Gráfica A4.5

Respuesta de la inflación a un incremento exógeno de 25 puntos básicos en la tasa de interés de política monetaria



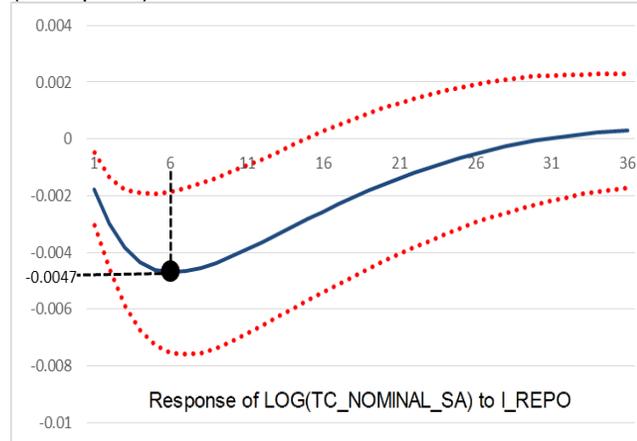
Fuente: Banco de Guatemala.

Un aumento en la tasa de interés de reportos (corto plazo) de 25 puntos básicos genera, en promedio, una

apreciación del tipo de cambio nominal de aproximadamente 0.47%, con un rezago de 6 meses.

Gráfica A4.6

Respuesta del tipo de cambio a un incremento exógeno de 25 puntos básicos en la tasa de interés de reportos (corto plazo)



Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación se presenta un resumen de las estimaciones realizadas.

Incremento en la tasa de interés líder/ tasa de interés reportos	Incremento en la tasa de interés activa	Reducción en el ritmo del IMAE	Reducción en el ritmo de inflación	Apreciación del tipo de cambio nominal
25 puntos básicos	7 puntos básicos con un rezago de 7 trimestres	0.44% con rezago de 13 meses	0.21% con rezago de 13 meses	0.47% con un rezago de 6 meses

Fuente: Banco de Guatemala.

IV. CONCLUSIONES

- De acuerdo con la evidencia en la literatura económica, los mecanismos de transmisión de la política monetaria son heterogéneos. Estos no operan de la misma forma de un país a otro. La forma en que se manifiesta la transmisión de la política monetaria depende de las características estructurales de cada economía. En general, se observan diferencias importantes entre economías avanzadas, emergentes y de bajo ingreso.
- Los factores que debilitan la transmisión de la política monetaria en Guatemala respecto de las economías de ingreso alto son, principalmente, la poca integración financiera internacional, la limitada flexibilidad del tipo de cambio, el reducido tamaño del sector financiero nacional, la debilidad de las instituciones y los altos costos de intermediación.

3. A pesar de que la transmisión de la política monetaria en Guatemala enfrenta obstáculos estructurales importantes, dicha transmisión ha registrado una mejora notoria en los últimos años, en términos del efecto sobre tasas de interés de mercado y sobre la demanda agregada, la inflación y el tipo de cambio. En particular, la evidencia reciente es bastante más sólida que la reportada en trabajos anteriores sobre la transmisión monetaria en Guatemala y permite inferir que los mecanismos de transmisión han evolucionado en el país, lo cual puede ser atribuido, principalmente, a la maduración del proceso de implementación del esquema de metas explícitas de inflación, entre otros factores relevantes.

ANEXO 5

AVANCES EN EL MEJORAMIENTO DE LAS ESTADÍSTICAS MACROECONÓMICAS⁴⁴

I. IMPORTANCIA DE LAS ESTADÍSTICAS EN UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

El objetivo fundamental de las estadísticas macroeconómicas es proporcionar información oportuna y de calidad, que permita determinar el rumbo de la economía de un país y de los fenómenos económicos que le afectan, con el propósito de promover la acertada toma de decisiones en cuanto a producción, consumo, inversión y empleo de los agentes económicos públicos y privados.

En efecto, académicos, bancos centrales, organismos internacionales, instituciones financieras y usuarios en general, coinciden en la importancia de apoyarse en las mejores estadísticas macroeconómicas disponibles⁴⁵ y el monitoreo de las mismas, para la mejor evaluación del entorno económico, dado que contribuyen favorablemente a la implementación y seguimiento del Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI). Asimismo, consideran importante que la independencia del Banco Central bajo el EMEI esté apoyada por un alto nivel de transparencia y comunicación con el público⁴⁶, lo cual implica mantenerlo bien informado, con más y mejores estadísticas e indicadores económicos.

De hecho, la creciente interrelación que han mostrado las economías en los últimos años⁴⁷, así como las grandes deficiencias de información estadística, fueron parte de los factores que provocaron las más recientes crisis económicas y financieras internacionales,

situación que puso de manifiesto la necesidad de que los países promuevan la creación de marcos estadísticos o la consolidación de los existentes para contar con información estadística de calidad para el adecuado diseño, implementación y seguimiento de políticas macroeconómicas y financieras, que garanticen la estabilidad internacional y faciliten la tarea de comparación y supervisión de información de los sectores financieros⁴⁸, que inciden en la consecución de la meta de inflación.

En la práctica, los sistemas integrados de estadísticas macroeconómicas normalmente abarcan estadísticas de cuentas nacionales, balanza de pagos, monetarias y financieras y de finanzas públicas; las cuales, en la medida en que aumentan su cobertura, periodicidad y oportunidad (al tiempo que se facilita al público el acceso a las mismas), contribuyen no solo a la planeación, diseño y seguimiento de la política económica, sino también mejora la transparencia y credibilidad de las instituciones, sobre todo en los países que han adoptado el EMEI⁴⁹.

Durante los últimos años, en Guatemala se han alcanzado importantes mejoras estadísticas en las áreas económico-financieras, a las que el Banco de Guatemala le da seguimiento, mediante la implementación de los manuales y guías que presentan los marcos estadísticos que consolidan las mejores prácticas internacionales sobre la materia, tales como: el Manual del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN1993)⁵⁰; el Manual de

⁴⁴ Elaborado por el Departamento de Estadísticas Macroeconómicas del Banco de Guatemala.

⁴⁵ Carson, Carol S., Charles Enoch y Claudia Dziobek (2002). "Statistical Implications of Inflation Targeting". Compendio de documentos de trabajo presentados en el Seminario sobre Implicaciones Estadísticas de Metas de Inflación, organizado por el Fondo Monetario Internacional. Washington, D.C. 28 de febrero – 1 de marzo.

⁴⁶ Blejer, Mario I., Alain Ize, Alfredo M. Leone y Sergio Werlang (1999). "Inflation Targeting in Practice". Compendio de documentos de trabajo presentados en el Seminario sobre Metas de Inflación, organizado por el Fondo Monetario Internacional, Rio de Janeiro. 3 – 5 de mayo.

⁴⁷ Evans, Owen, Alfredo M. Leone, Mahinder Gill y Paul Hilbers (2000). "Macprudential Indicators of Financial System Soundness". Fondo Monetario Internacional, Washington. Abril.

⁴⁸ Burgi-Shmelz y Alfredo M. Leone (2012). "Cada Pieza en su Lugar". Revista Finanzas y Desarrollo del Fondo Monetario Internacional. Septiembre.

⁴⁹ En el caso de Guatemala, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia se fundamenta en el EMEI desde 2005.

⁵⁰ Publicado en conjunto por la Comisión de las Comunidades Europeas (EUROSTAT), el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y el Banco Mundial, en 1993.

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6) y el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF), ambos publicados por el FMI.

II. AVANCES EN LAS MEJORAS DE LAS ESTADÍSTICAS MACROECONÓMICAS

A. CUENTAS NACIONALES

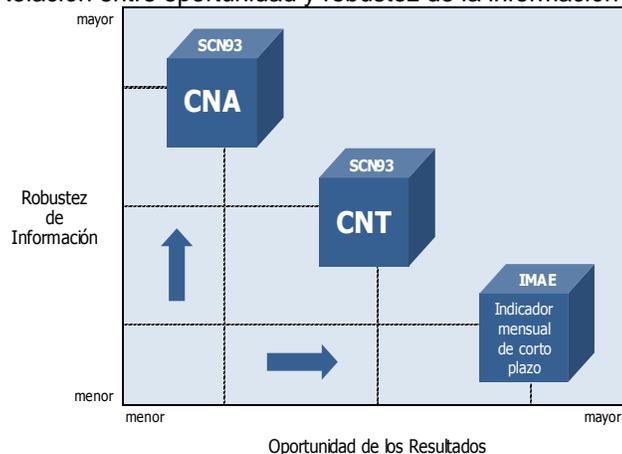
Uno de los avances más significativos en el mejoramiento de las estadísticas macroeconómicas consistió en el cambio de la metodología utilizada para la medición de las cuentas nacionales del país. La sustitución del Sistema de Cuentas Nacionales 1953 (SCN53) por el Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN93) y el cambio del año base de 1958 a 2001, permitieron el abandono de una metodología antigua por una metodología estandarizada acorde a las mejores prácticas internacionales, en la que se amplió el detalle de 28 a 130 actividades económicas y se inició con la compilación anual de la secuencia de cuentas económicas integradas por sector institucional. Para el efecto, la obtención de información económico-contable se basó en el uso intensivo de encuestas económicas⁵¹ y de información proveniente de registros administrativos. La implementación del SCN93 (oficializada en abril de 2007) permitió la desagregación de la medición del Producto Interno Bruto (PIB) por el origen de la producción, por el destino del gasto y por la distribución del ingreso.

Asimismo, la implementación del Sistema de Cuentas Nacionales Trimestrales (CNT) constituyó otro avance importante para el país, dado que disponer de información del PIB con una mayor frecuencia, contribuye a dar un mejor seguimiento a la política monetaria, cambiaria y crediticia, a la vez que se constituye en un instrumento adicional para la oportuna toma de decisiones de los agentes económicos públicos y

privados. Al respecto, el principal propósito de las CNT es ofrecer una visión de la evolución económica actual más oportuna que las Cuentas Nacionales Anuales (CNA) y más completa que la que ofrecen los indicadores de corto plazo en forma individual (ver Diagrama A5.1), tomando en cuenta que las CNT deben ser oportunas, coherentes, precisas, completas y razonablemente detalladas⁵². Para el efecto, la implementación de las CNT implicó el levantamiento de encuestas específicas⁵³ y la realización de acuerdos con otras entidades públicas y privadas para agenciarse de información estadística básica de calidad; situación que permitió la divulgación, a partir de agosto de 2010, de una serie de cuadros estadísticos del Producto Interno Bruto Trimestral (PIBT), medido por el origen de la producción y por el destino del gasto, desde el primer trimestre de 2001.

Diagrama A5.1

Relación entre oportunidad y robustez de la información



Fuente: Banco de Guatemala.

En adición, en junio de 2013 se alcanzó otra mejora en cuanto a la medición de la actividad económica, al divulgar los resultados obtenidos en la compilación de un nuevo Indicador Mensual de la Actividad Económica (IMAE), que sustituyó al que se había estado elaborando

⁵¹ Con el Programa Nacional de Mejoramiento de las Estadísticas Económicas (PRONAME), desarrollado conjuntamente entre el Banco de Guatemala y el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), fueron ejecutados programas específicos que incluyeron la realización de encuestas económicas y la actualización en el año 2000 del Directorio Nacional de Empresas y Locales (DINEL) y el levantamiento de las encuestas económicas que recopilaban información económico contable de empresas durante el período de 2001 a 2012.

⁵² Fondo Monetario Internacional (FMI). Manual de Cuentas Nacionales Trimestrales, Conceptos, fuentes de datos y compilación, 2001.

⁵³ La Encuesta Económica de la Actividad Económica Trimestral (EETRIM) inició en 2006, actualmente recopila información de alrededor de 800 empresas de las distintas actividades económicas.

y publicando desde 1995. El nuevo IMAE combina la disponibilidad de información con frecuencia mensual y la fortaleza estructural de las CNT. Para el efecto, se realizó una actualización de los indicadores utilizados en la compilación del IMAE y una revisión de los aspectos metodológicos que se utilizan para su construcción y las nuevas prácticas internacionales en la materia.

El nuevo IMAE se caracteriza por compartir los principales aspectos metodológicos utilizados para la compilación de las CNT. Se basa en un marco contable, integrado por un conjunto heterogéneo de indicadores mensuales provenientes de distintas fuentes, que se agregan al mismo nivel de las actividades económicas y componentes del PIBT, situación que ha mejorado la robustez del indicador, aproximándola a la de las CNT, para obtener la mejor aproximación posible del valor agregado mensual de la actividad económica.

B. SECTOR EXTERNO

Otro avance alcanzado durante los últimos 10 años es la implementación del Manual de Balanza de Pagos en su Quinta edición (MBP5) en 2008; así como la implementación del Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6) en 2013, ambos del Fondo Monetario Internacional (FMI). La implementación de los referidos manuales implicó un cambio significativo en las principales fuentes de datos, incrementando considerablemente el uso de encuestas⁵⁴, con el objetivo de recopilar información económica y financiera para las entidades siguientes: a) empresas de inversión extranjera directa⁵⁵; b) empresas extranjeras y nacionales de transporte internacional y agentes navieros; c) instituciones privadas que recibieron

donaciones del exterior; d) organismos internacionales establecidos en Guatemala; y e) empresas que realizan transacciones de otros servicios con el exterior.

Entre las acciones encaminadas a la mejora de los procesos de generación, compilación y divulgación de estadísticas del sector externo, destacan las estadísticas de Balanza de Pagos, la Posición de Inversión Internacional (PII)⁵⁶ y la Planilla de Reservas y Liquidez en Moneda Extranjera⁵⁷. En efecto, a partir de 2013, se publica la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional con periodicidad anual y trimestral, en versión MBP6⁵⁸ en la página de internet del Banco de Guatemala y del FMI. Adicionalmente, se publican, los cuadros trimestrales de la deuda externa bruta del sector público y privado, desagregada en el corto y largo plazo, con base en la Guía de las Estadísticas de la Deuda Externa del FMI de 2013; y la Planilla de Reservas y Liquidez en Moneda Extranjera, con periodicidad mensual, siendo Guatemala uno de los pocos países que pertenecen al Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD) que divulga la referida planilla⁵⁹. Adicionalmente se compilan y publican en la página del Banco Mundial, en conjunto con el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), los cuadros estadísticos de la deuda externa (QEDS por sus siglas en inglés).

C. SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

La implementación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF) del FMI, edición 2000, permitió mejorar la información estadística, tanto en la cobertura de las instituciones financieras como en la calidad de la sectorización de los instrumentos

⁵⁴ El Banco de Guatemala implementó en 2005 la Encuesta Anual del Sector Externo (ENCSE), que consiste en un programa de encuestas empresariales e institucionales, dirigidas a un número de alrededor de 800 a 1,000 empresas cada año y que tienen relación con el exterior.

⁵⁵ La encuesta dirigida a empresas de Inversión Extranjera Directa se utiliza también para elaborar la Encuesta Coordinada de Inversión Directa (ECID).

⁵⁶ La PII tiene como objetivo medir los activos y pasivos del país frente al exterior.

⁵⁷ Reporte que permite cuantificar el monto de activos externos que están a disposición inmediata y bajo control de la autoridad monetaria, teniendo en cuenta los flujos netos, predeterminados (hasta un año plazo) y contingentes, de dichos recursos.

⁵⁸ Los cambios metodológicos que exigía implementar el MBP6 requería el levantamiento de la encuesta del sector externo con frecuencia trimestral.

⁵⁹ Valdivia-Velarde, E. y Stanger M. (2015). "Report On The Statistics Technical Assistance and Training Evaluation Mission". International Monetary Fund, Statistics Department. September.

financieros⁶⁰. En efecto, entre 2001 y 2008 se logró mejorar la cobertura de las sociedades de depósito, incorporando información de bancos, de sociedades financieras, de entidades fuera de plaza (*off shore*) y de cooperativas de ahorro y crédito; adicionalmente, fue posible incorporar la información del grupo de las otras sociedades financieras (compañías aseguradoras, afianzadoras, almacenadoras y casas de cambio), lo que permitió disponer de un panorama financiero que permitiera analizar agregados más amplios de crédito y liquidez.

Asimismo, derivado del esfuerzo conjunto entre el FMI, la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA) y los respectivos países de la región, en 2008 se finalizó el Proyecto de Armonización de las Estadísticas Monetarias y Financieras, en el cual destacó Guatemala con importantes avances en cuanto a cobertura, clasificación y sectorización de la información, cuyos resultados se materializan en un conjunto de cuadros estadísticos que cumplen con los estándares internacionales y están disponibles en los respectivos sitios de internet de los bancos centrales y de la SECMCA.

III. ÚLTIMOS AVANCES Y PROYECTOS EN EJECUCIÓN

En la actualidad, el Banco de Guatemala está implementando el Proyecto “Cambio de año base del Sistema de Cuentas Nacionales y adopción del Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008)”, con el objetivo de adecuar la compilación y divulgación de las Estadísticas Macroeconómicas del país, actualizar las estructuras de costos, evaluar los patrones de consumo y evaluar la mayor disponibilidad de fuentes de información. Al respecto, los primeros avances se centraron en la actualización de los

clasificadores que utiliza el sistema, acorde con las características actuales de la economía nacional, entre los cuales destacan: la Nomenclatura de Actividades Económicas para Guatemala (NAEG), con base en la Clasificación Industrial Internacional Uniforme, revisión 4 (CIIU rev.4); así como la Nomenclatura de Productos para Guatemala (NPG), basada en la Clasificación Central de Productos, revisión 2 (CCP rev.2).

En 2013 se actualizó el Directorio Nacional de Empresas y sus Locales (DINEL)⁶¹ y se inició el levantamiento de la Encuesta Trimestral de Avance de Edificaciones Privadas (ETAEP) para el seguimiento de la actividad de la construcción. Asimismo, se inició el levantamiento del estudio de canales, márgenes de comercialización y fletes de carga, que servirá de base para las estimaciones del comercio al por mayor y al por menor; y el estudio sobre el origen de la materia prima y destino de la producción, para fortalecer las mediciones de la industria manufacturera y del sector externo.

En 2014 se llevó a cabo la Encuesta Económica (ENEC 2014) que recopiló información económico-contable referida al nuevo año base de las cuentas nacionales (2013), para una muestra de alrededor de 6,500 empresas pertenecientes al sector institucional de las Sociedades No Financieras Privadas y al de las Instituciones Sin Fines de Lucro que Sirven a los Hogares (ISFLSH); que proveerá información fundamental para la implementación del SCN 2008.

IV. PERCEPCIÓN DE LOS USUARIOS NACIONALES SOBRE EL AVANCE EN EL MEJORAMIENTO DE LAS ESTADÍSTICAS MACROECONÓMICAS

Del 27 de mayo al 2 de junio de 2015, se recibió una misión de evaluación por parte del Departamento de

⁶⁰ “Cobertura” y “sectorización” son dos requisitos básicos contemplados en el MEMF: “Cobertura” se refiere a que las estadísticas deben incluir en su compilación a todos los agentes que de manera directa o indirecta participan en el proceso de intermediación financiera; “sectorización” se refiere a que las estadísticas deben identificar a los sectores institucionales que actúan en la intermediación financiera (oferentes y demandantes de fondos).

⁶¹ Marco general de referencia (listado) de empresas y sus locales, que operan en los principales centros productivos del país, clasificado por las diferentes actividades económicas, que sirve de base para el marco de muestra de las empresas que se encuestarán periódicamente, con el objeto de cuantificar su valor agregado para la medición del PIB.

Estadística del FMI⁶², con el objetivo de examinar la efectividad de la asistencia técnica y capacitación que el FMI ha proporcionado a Guatemala en materia de estadísticas macroeconómicas, durante el período de 1998 a 2015. Dicha misión obtuvo la evaluación de los usuarios nacionales sobre la calidad de las estadísticas macroeconómicas y sobre las mejoras realizadas⁶³, cuyos resultados principales fueron los siguientes:

- i) La mayoría de los usuarios de las estadísticas macroeconómicas consideran que éstas han mejorado ampliamente en los últimos años y proporcionan comentarios positivos acerca de la producción y divulgación de estadísticas macroeconómicas que elabora el Banco de Guatemala, institución reconocida ampliamente como confiable, seria, independiente y profesional.
- ii) Las actividades de divulgación del Banco de Guatemala son altamente apreciadas.
- iii) Los usuarios proporcionaron comentarios positivos sobre el rol del Banco de Guatemala en la producción y divulgación de estadísticas macroeconómicas.
- iv) Por último, se considera que la asistencia técnica y la capacitación proporcionada por el Departamento de Estadísticas del FMI fue efectiva y contribuyó al mejoramiento de la calidad de las estadísticas macroeconómicas.

⁶² Valdivia-Velarde, E. y Stanger M. (2015). "Report On The Statistics Technical Assistance and Training Evaluation Mission". International Monetary Fund, Statistics Department. September.

⁶³ Adicionalmente, la misión de evaluación hizo una revisión de informes de asistencia técnica y capacitación facilitados por el FMI desde 1998, distribuyó cuestionarios y realizó numerosas entrevistas a agentes del sector público y privado.

ANEXO 6

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

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Abiad, Abdul; Enrica Detragiache; y Thierry Tressel (2008): "A New Database of Financial Reforms," IMF Working paper WP/08/266. December.
2. Banco de Chile (2007): "La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación".
3. Banco de Guatemala (2005-2014): "Estudio de la Economía Nacional".
4. Banco de Guatemala (2015): "Informe de Política Monetaria a Septiembre".
5. Banco de Guatemala (2015): "Modelbook Modelo Macroeconómico Estructural (MME) del Banco de Guatemala". Departamento de Investigaciones Económicas. Septiembre.
6. Banco de Guatemala (2015): "Modelo Macroeconómico Semiestructural, versión 4.0". Departamento de Investigaciones Económicas. Octubre.
7. Bank of Canada (2011): "Renewal of the Inflation Control Target". Background information.
8. Bank of Canada (2012): "Why has Canada's Inflation Target Been Set at 2 Per Cent?" Backgrounders.
9. Bank of Canada (2014): "Inflation Targeting in the Post-Crisis Era". Remarks by Agatha. CFA Society.
10. Briault, C. (1995): "The Costs of Inflation". Bank of England Quarterly Bulletin, 33-45.
11. Edwards, S. (2012): "Las Políticas Monetarias y Cambiarias en Guatemala: Una Evaluación". Guatemala: Banco de Guatemala.
12. Chinn, Menzie D. y Hiro Ito (2013): "A New Measure of Financial Openness". University of Wisconsin, mimeo.
13. English, W. B. (1996): "Inflation and Financial Sector Size". Finance and Economics Discussion Series 1996-16.
14. Feldstein, M. (1997): "The costs and benefits of going from low inflation to price stability". University of Chicago Press, 123-166.
15. Fischer, S. y Modigliani, F. (1978): "Towards and Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation". National Bureau of Economic Research.
16. Horváth, Roman y Jakub Matějů (2010): "How Are Inflation Targets Set?" Charles University. Center for Economic Research and Graduate Education.
17. International Monetary Fund (2012): "Central America, Panama, and the Dominican Republic: Challenges Following the 2008-09 Global Crisis".
18. International Monetary Fund (2014): "GUATEMALA - Selected Issues and Analytical Notes". IMF Country Report No. 14/288.
19. International Monetary Fund (2015): "World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices". October.
20. Lucas, R. (1972): "Expectations and the neutrality of money". Journal of economic theory, 103-124.
21. Medina Cas, S.; Carrión-Menéndez, A.; y Frantischek, F. (2011): "The Policy Interest-Rate Pass-Through in Central America". Washington: IMF Working Paper.
22. Medina Cas, S.; Carrión-Menéndez, A.; y Frantischek, F. (2012): "Chapter 8: The Effectiveness of Monetary Policy". En M. Piñón, A. López-Mejía, M. Garza, & F. Delgado, Central America, Panama, and the Dominican Republic-Challenges Following the 2008-2009 Global Crisis (págs. 199-221). International Monetary Fund.
23. Mishkin, Frederik (1995): "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism". The Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4, 3-10.

24. Mishkin, Frederik (2011): "Monetary Policy Strategy: Lessons from the crisis". National Bureau of Economic Research.
25. Mishra, Prachi y Peter Montiel (2013): "How Effective is Monetary Transmission in Developing Countries?" A Survey of the Empirical Evidence," Economic Systems.
26. Mishra, Prachi; Peter J. Montiel; y Antonio Spilimbergo (2012): "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications". IMF Economic Review.
27. Montiel, Peter (2015): "The Monetary Transmission Mechanism in Guatemala". Documento de Asistencia Técnica, CAPTAC-DR.
28. Stanley, F. (1996): "Why are central banks pursuing long-run price stability?" Achieving price stability, 7-34.
29. Tödter, K. H. y Manzke, B. (2007): "The welfare effects of inflation: a cost-benefit perspective". Deutsche Bundesbank Eurosystem, Discussion Paper.