



BANCO DE GUATEMALA



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2016,
Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2017**

CONTENIDO¹

I.	ANTECEDENTES	1
II.	RESUMEN EJECUTIVO	2
III.	EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2016	7
A.	ENTORNO EXTERNO	7
	1. Panorama general	7
	2. Desempeño de las economías avanzadas	11
	3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	15
	4. Mercados financieros internacionales	18
	5. Precios internacionales de algunas materias primas	19
	6. Inflación y política monetaria	22
B.	ENTORNO INTERNO	26
	1. Actividad económica.....	26
	2. Inflación	26
	3. Tipo de cambio	32
	4. Tasas de interés	35
	5. Agregados monetarios y de crédito	36
	6. Índice de condiciones monetarias	41
	7. Variables del sector externo	42
	8. Finanzas públicas	45
C.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2016	48
IV.	ESTIMACIONES DE CIERRE 2016 Y PERSPECTIVAS PARA 2017	50
A.	DEL ENTORNO EXTERNO	50
	1. Crecimiento económico	50
	2. Inflación internacional	54
B.	DEL ENTORNO INTERNO	55
	1. Balanza de pagos	55

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 8 de diciembre de 2016, salvo otra indicación.

2.	Actividad económica.....	57
3.	Sector fiscal	60
4.	Sector monetario	60
V.	REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	63
A.	ASPECTOS GENERALES.....	63
B.	POLÍTICA MONETARIA	64
1.	Revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas	64
2.	Revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente.....	65
C.	POLÍTICA CAMBIARIA	66
1.	Revisión de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario .	66
VI.	RECOMENDACIÓN.....	66
 ANEXOS		
	ANEXO 1	68
	ANEXO 2	72
	ANEXO 3	77
	ANEXO 4	79
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	80

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2016, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2017

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, JM-133-2014 y JM-120-2015, la Junta Monetaria modificó la referida política.

Para continuar dando cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2016, las perspectivas económicas para 2017, así como la revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

II. RESUMEN EJECUTIVO

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

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

Popular China, la mejora en las perspectivas de crecimiento de Rusia y de Brasil, así como por condiciones financieras internacionales más favorables.

En Estados Unidos de América, el comportamiento moderado de la actividad económica durante 2016 refleja la caída en la inversión, especialmente en la actividad petrolera; y la apreciación de su moneda, factores que han contrarrestado, en parte, la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; la política fiscal levemente expansiva; las condiciones financieras aún favorables; y la demanda del consumidor. Por ello, se prevé un crecimiento de 1.6% en 2016, en tanto que para 2017 este sería de 2.2%, sustentado, entre otros factores, en la gradualidad del proceso de normalización de la política monetaria y en la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal. Por supuesto, este escenario no prevé el efecto que podrían tener las políticas económicas del presidente recién electo en dicho país, sobre las cuales aún priva la incertidumbre.

En la Zona del Euro, la actividad económica continuó reflejando cierta debilidad, asociada, principalmente, a la moderación del consumo de los hogares; y al estancamiento de la inversión privada y del consumo de gobierno, a pesar del mejor desempeño de las exportaciones, el prolongado estímulo monetario y la postura fiscal levemente expansiva en algunas de sus principales economías. Adicionalmente, un deterioro de la relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría afectar el crecimiento de la región a partir del próximo año. Las proyecciones de crecimiento para dicha zona son de 1.6% en 2016 y de 1.4% en 2017, bajo el supuesto de que la demanda interna sigue siendo apoyada por una política monetaria ampliamente acomodaticia.

En el Reino Unido, luego de evidenciar un sostenido, aunque moderado, crecimiento económico durante los últimos años, las expectativas se deterioraron como consecuencia del *Brexit*, que afectó la confianza de los inversionistas y los consumidores. El crecimiento

previsto es de 1.9% en 2016 y de 1.1% en 2017; no obstante, el mantenimiento, y eventualmente la ampliación del paquete de estímulos monetarios, así como el éxito de las negociaciones de una salida ordenada de la Unión Europea, serían fundamentales en el impulso de la actividad económica en los próximos años.

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

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

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

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

La inflación internacional, en general, se ha mantenido baja, pero con diferencias importantes entre países y regiones. En las economías avanzadas persisten niveles de inflación por debajo de las metas definidas por los bancos centrales, aunque en la mayoría la inflación detuvo su tendencia a la baja; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha mostrado recientemente una ligera tendencia a la baja, ante el menor efecto de factores temporales que afectaron el suministro de alimentos y la reversión de

la depreciación de algunas monedas ocurrida en 2015. Este comportamiento heterogéneo de la inflación también generó diversas reacciones por parte de los bancos centrales a nivel mundial haciendo más evidente las divergencias entre las políticas monetarias de las principales economías avanzadas.

En el ámbito interno, el producto interno bruto crecería 3.1% en 2016, por debajo del PIB potencial (3.5%) y del crecimiento de 2015 (4.1%), pero dentro del rango de crecimiento revisado (3.1%-3.7%). Dicho resultado se explica, por el lado del gasto, por la moderación de la demanda interna, que crecería 4.2% (5.6% en 2015), derivado, principalmente, del aumento del consumo privado de 4.9% (5.8% en 2015). Por su parte, las exportaciones en términos reales disminuirían 2.1%, mientras que las importaciones crecerían 3.7%. Por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas. En el comercio exterior a octubre, el valor FOB en dólares estadounidenses de las exportaciones de bienes se redujo 4.9% respecto de similar período de 2015, resultado de la disminución, tanto en el volumen exportado como en el precio medio. Entre los principales productos que registraron disminuciones destacan: azúcar, piedras y metales preciosos y semipreciosos, artículos de vestuario, petróleo, hierro, acero, níquel, caucho natural, cardamomo, banano y café. Por su parte, el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones de bienes disminuyó 5.6%, como consecuencia de la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, en buena medida, a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes respecto de 2015; no obstante, el volumen importado creció, especialmente el de bienes de consumo y el de bienes de capital, debido, particularmente, a una mayor demanda ante precios inferiores de dichos bienes a nivel mundial. Los menores precios del petróleo, a octubre, generaron un ahorro de alrededor de US\$296.0 millones en el rubro de combustibles y lubricantes.

Al 30 de noviembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$6,481.6 millones, superior en US\$794.7 millones (14.0%), respecto del monto observado en igual período de 2015, comportamiento que, entre otros factores, se asocia a la reducción del desempleo hispano en Estados Unidos de América y al temor latente que existe entre la población latina en dicho país, ante las medidas migratorias que podría implementar el gobierno recién electo en aquel país.

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

Por su parte, las Reservas Internacionales Netas continúan reflejando la sólida posición externa del país, pues al 30 de noviembre se situaron en US\$9,003.6 millones, mayor en US\$1,252.4 millones al monto registrado en diciembre de 2015. En dicho resultado han influido las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, así como la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado internacional. Vale indicar que para 2017, se prevé un incremento en las reservas monetarias internacionales por alrededor de US\$500.0 millones, resultado, principalmente, del aumento previsto en el financiamiento público externo.

El tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar estadounidense, en lo que ha transcurrido del año, registró un comportamiento congruente con sus fundamentos. En ese sentido, al 30 de noviembre registró una apreciación nominal interanual de 1.32% (apreciación de 1.58% en términos acumulados), asociada, principalmente, al incremento en el flujo de divisas por remesas familiares, a la disminución del valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes) y a la caída del gasto público. Al 30 de noviembre, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación

vigente, generó compras netas de divisas por US\$1,089.1 millones. Esa apreciación nominal no ha provocado una apreciación real relevante y, por ende, no ha propiciado un aumento en el volumen de importaciones, el cual suele ocurrir cuando suceden apreciaciones reales.

El ritmo inflacionario a noviembre de 2016 se ubicó en 4.67%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria descendente del ritmo inflacionario, desde el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, es resultado del efecto combinado de factores tanto de oferta como de demanda. Dentro de los factores de oferta destacaron la significativa disminución en el precio de los energéticos y la moderación del precio medio de los bienes importados no petroleros; en tanto que entre los factores de demanda destacó el dinamismo en el consumo privado, que se reflejó en el incremento sostenido en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas desde mediados de 2014. No obstante, a partir de octubre de 2015, el ritmo inflacionario comenzó a registrar un incremento significativo, debido, por una parte, a que el efecto favorable que generó la disminución en el precio de los energéticos comenzó a desvanecerse y, por la otra, a que se han registrado choques de oferta en algunos productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas). En la medida que el choque de oferta externo, se diluyó se hizo cada vez más evidente el aumento en la inflación de alimentos, la cual a noviembre de 2016 se ubicó en alrededor de 9.4%. No obstante, tanto para el cierre de 2016 como para 2017, se espera que la inflación se ubique dentro de la meta de inflación y que las expectativas de inflación de los agentes económicos continúen ancladas a dicha meta.

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

ligera tendencia a la baja en varios destinos del crédito bancario al sector privado.

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y con la meta de inflación. En efecto, al 1 de diciembre, en términos interanuales la emisión monetaria creció 7.0%, en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 6.5%. El crédito bancario al sector privado creció, a la misma fecha, 4.9% reflejando una marcada caída del crédito otorgado en moneda extranjera, especialmente en el segmento empresarial mayor.

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

Al 30 de noviembre, las operaciones de estabilización monetaria (OEM) registraron un crecimiento de Q4,590.0 millones, de los cuales el 60.3% corresponde al sector privado y el 39.7% a entidades públicas. Cabe indicar que a la referida fecha, el 17.7% de las OEM estaba colocado a un día plazo, el 37.2% a fechas de vencimiento menores a dos años y el 45.1% restante a largo plazo. El costo de política monetaria, derivado del total de operaciones se situó en 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

En lo relativo a las finanzas públicas, se prevé que al finalizar 2016, los ingresos tributarios y el gasto total registren crecimientos de 8.0% y 4.0%, respectivamente. Los ingresos tributarios y el gasto equivaldrían a 10.3% y a 11.9% del PIB, en su orden; mientras que el déficit fiscal se situaría alrededor de 1.0% del PIB. Según cifras preliminares a noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 8.1% (incluyendo los ingresos extraordinarios provenientes de las acciones legales emprendidas por la administración tributaria); mientras que los gastos aumentaron 3.1%, respecto de

similar período del año previo. Cabe recordar que el bajo crecimiento durante el primer cuatrimestre del año en la recaudación tributaria, habría obligado al gobierno a contener el gasto público; no obstante, a partir de mayo, los mejores resultados en dicha recaudación y el aumento en la disponibilidad de recursos, en especial, por la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional, permitieron recuperar, en parte, la ejecución del gasto público.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q65,641.9 millones, mayor en Q4,018.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa, al 31 de octubre, se situó en US\$7,962.5 millones, superior en US\$472.6 millones al registrado a finales de 2015 (US\$7,489.9 millones).

En síntesis, la actividad económica, a pesar de la incertidumbre, luego de registrar una leve desaceleración en 2016, continuaría en una senda de recuperación en 2017, impulsada por un mejor desempeño, tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con riesgos a la baja. En los mercados financieros internacionales se moderaron los efectos negativos derivados del *Brexit* a finales del primer semestre y de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos de América a principios de noviembre; no obstante, prevalecen preocupaciones ante la incertidumbre respecto del crecimiento mundial. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), reflejan resultados mixtos, dado que los del petróleo aumentaron y los del maíz y el trigo se redujeron. Si bien los precios del petróleo se han incrementado desde febrero, aún están por debajo de los del año anterior. No obstante, el pronóstico para 2017, en el escenario base, indica que el precio estaría aumentando por la disminución en la producción de 1.2 millones de barriles diarios de petróleo, prevista a partir de enero del próximo

año, acordada recientemente por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

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

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

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

III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2016

A. ENTORNO EXTERNO

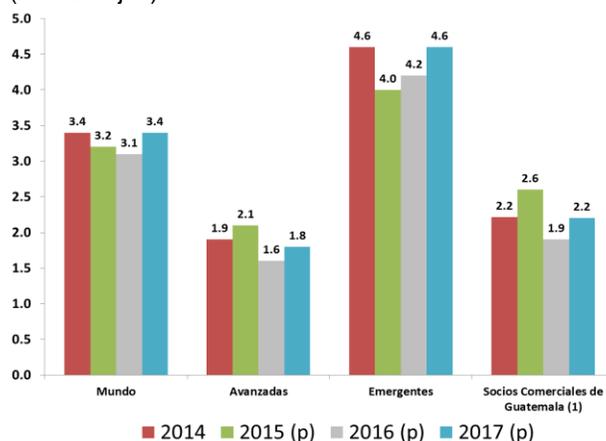
1. Panorama general

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

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

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*.

De las economías avanzadas, Estados Unidos de América ha tenido un crecimiento económico más moderado que el esperado a inicios de año, debido a la desaceleración en la inversión, especialmente en la actividad extractiva de petróleo; y a la apreciación del dólar estadounidense. Esos factores habrían contrarrestado, en parte, la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; la política fiscal levemente expansiva y las condiciones financieras aún favorables; así como el dinamismo del consumo privado, por lo que se prevé un crecimiento de 1.6% en 2016². Vale indicar que la incertidumbre que rodea las políticas económicas que estaría implementando el gobierno que asumirá en enero de 2017, podría deteriorar la confianza económica y afectar las expectativas de crecimiento económico para dicho país, el cual en este momento se estima que para 2017 sea superior al de 2016 si se ubicara en 2.2%.

² Las proyecciones a nivel de países y regiones que se presentan en este documento, se basan en un promedio simple de las proyecciones disponibles del Fondo Monetario Internacional, *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico en 2016 se mantendría moderado (1.6%), atribuido a una menor demanda interna, a pesar de la leve expansión fiscal, los bajos precios del petróleo y la continuada política monetaria considerablemente acomodaticia. Un deterioro de la relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría moderar aún más el crecimiento de la Zona previsto para 2017 (1.4%).

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han mostrado un desempeño relativamente más favorable que el de las economías avanzadas y se mantiene la perspectiva de que su contribución al crecimiento mundial seguiría siendo relevante, ello sin menoscabo de que aún privan los riesgos a la baja, ante el crecimiento económico en la República Popular China, que se estaría estabilizando en torno a 6.5%, reflejo del rebalanceo de su modelo de crecimiento. La leve mejora que se ha venido evidenciando en las perspectivas económicas para 2017 de este grupo de países, también se asocia a la menor contracción económica prevista para Brasil (-3.3% para 2016 y crecimiento de 0.5% para 2017) y para Rusia (-0.7% para 2016 y crecimiento de 1.2% para 2017), así como a la expectativa de condiciones financieras internacionales más favorables, asociadas a la persistencia de medidas altamente acomodaticias en la mayoría de economías avanzadas.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, se recuperaron rápidamente luego de los efectos negativos generados tras los sorpresivos resultados del *Brexit* y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América, lo que, además de moderar la aversión al riesgo, contribuyó a disminuir la volatilidad a nivel mundial. Sin embargo, nuevos episodios de volatilidad podrían resurgir como resultado de la incertidumbre generada por la moderación del crecimiento económico en la mayoría de economías avanzadas, el citado rebalanceo en el modelo económico de la República Popular China, la incertidumbre en cuanto a la normalización de la política

monetaria estadounidense, los bajos precios internacionales de las materias primas, la compleja y prolongada negociación de las nuevas relaciones financieras y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea y la incertidumbre sobre las políticas económicas que estaría adoptando el presidente electo de Estados Unidos de América, aspectos que podrían estresar los mercados financieros.

A lo largo del año, los precios internacionales de las principales materias primas que afectan a la inflación en Guatemala continuaron mostrando comportamientos mixtos. Por una parte, destaca la recuperación, desde febrero, en el precio internacional del petróleo, asociada a un moderado incremento en la demanda y a expectativas de una disminución en la oferta, las cuales se materializaron a finales de noviembre con el acuerdo de los países miembros de la OPEP de reducir, a partir de enero de 2017, su producción en aproximadamente 1.2 millones de barriles diarios. Por otra parte, recientemente los precios del maíz amarillo y del trigo, mostraron una tendencia a la baja, aunque con apreciable volatilidad. Esa tendencia se atribuye a las expectativas de mejores cosechas para la actual temporada. No obstante, un deterioro de las condiciones climáticas adversas en los principales países productores, es un factor de riesgo al alza relevante, como lo evidencia la reciente recuperación que se ha observado en ambos precios internacionales.

La inflación mundial se ha mantenido baja en 2016, pero con diferencias significativas entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas persisten niveles de inflación por debajo de las metas definidas por sus bancos centrales, aunque la mayoría muestra una tendencia creciente; sin embargo, en el caso de Japón, la inflación se ubica en valores negativos y con una ligera tendencia decreciente. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque la inflación tiende a ser más alta que en las economías avanzadas, ha mostrado recientemente una

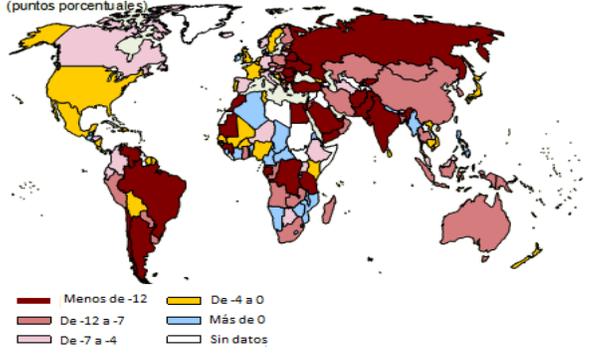
ligera tendencia a la baja, reflejo de algunos efectos temporales en el suministro de alimentos y de la reversión de la depreciación de algunas monedas ocurrida en 2015, aunado al efecto que habrían generado las medidas de política monetaria contractiva impulsadas por algunos bancos centrales. En varios países de América Latina la inflación regresó a valores congruentes con las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de Brasil y Colombia, donde persisten niveles elevados de inflación, aunque con tendencia a la baja. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se ubica en valores en torno a las metas de inflación fijadas por sus autoridades monetarias.

RECUADRO 1

COMERCIO MUNDIAL: FACTORES QUE EXPLICAN SU DESACELERACIÓN

Durante el período 2012-2015 el crecimiento del comercio mundial de bienes y servicios ha mostrado una importante desaceleración, ubicándose, en promedio, en 3.0% durante ese período. Cabe señalar que si bien el débil crecimiento económico mundial explica gran proporción de la referida desaceleración, existen otros factores que están detrás de esta dinámica y que, en conjunto, han reducido hasta 1.75 puntos porcentuales cada año el crecimiento mundial de las importaciones desde 2012.

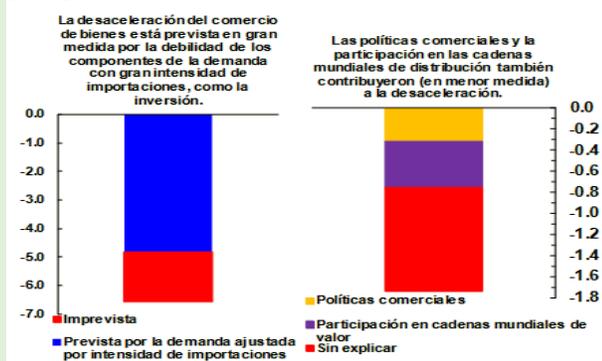
1. Diferencia en el crecimiento real promedio de las importaciones entre 2003-07 y 2012-15^{1/} (puntos porcentuales)



En efecto, de acuerdo al Fondo Monetario Internacional (FMI), los costos comerciales (causados en parte por las políticas proteccionistas) y el grado con el que los países participan en las cadenas mundiales de abastecimiento explican casi la mitad de dicha reducción. Hasta ahora, la contribución de los costos del comercio a la desaceleración comercial ha sido limitada con relación a la debilidad de la actividad económica; pero la falta de nuevas iniciativas de políticas para reducir estos costos, junto con el surgimiento gradual de barreras no arancelarias desde la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, podría suponer mayores riesgos para el comercio. La aparente desaceleración en la relocalización de productos entre países también frena el comercio, aunque es difícil determinar si las oportunidades existentes para explotar las cadenas de abastecimiento se han agotado, o si han sido obstaculizadas por políticas comerciales.

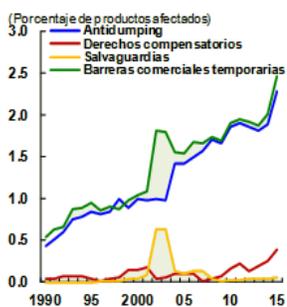
¿Qué significa esto para el panorama del comercio mundial? Por lo general, un crecimiento más rápido va acompañado de un aumento en el flujo de bienes y servicios comercializados; sin embargo, dado que se prevé un crecimiento moderado de la actividad mundial para los próximos cinco años, la desaceleración del comercio mundial probablemente persistirá. Según el FMI, aunque la economía mundial cobrara impulso, por ahora es improbable que se observen las tasas de crecimiento que se registraron previo a la crisis financiera mundial, cuando las inversiones crecían y los costos del comercio disminuían, debido a las políticas de cooperación y los avances tecnológicos.

4. Contribución de las políticas comerciales y las cadenas mundiales de valor a la desaceleración del crecimiento real de la importación de bienes (porcentaje)

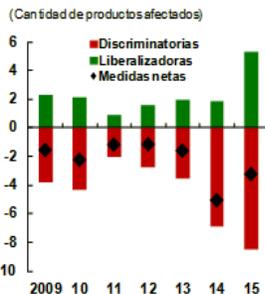


Finalmente, en cuanto a las implicaciones de política económica, el FMI señala que las políticas comerciales (por ejemplo, los acuerdos de libre comercio), siguen siendo relevantes. Asimismo, la reducción o incluso eliminación de las barreras comerciales existentes, brindaría un apoyo significativo al comercio y posiblemente impulsaría el desarrollo de las cadenas mundiales de abastecimiento. Adicionalmente, el FMI señala que hay un importante margen para reducir los costos del comercio. En términos generales, las reformas comerciales futuras deberían enfocarse en las áreas más importantes de la economía mundial: la cooperación, la reducción de las barreras para el comercio y el aprovechamiento de las ventajas que ofrecen las inversiones transfronterizas.

2. Barreras comerciales



3. Medidas instauradas por Global Trade Alert



Fuente: Aslam, Aqib; Boz, Emine; Cerutti, Eugenio; Poplawski-Ribeiro, Marcos; y Topalova, Petia (2016): "Global Trade: What's Behind The Slowdown?". Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico aumentó 3.2% durante el tercer trimestre de 2016, superior al registrado en los dos primeros trimestres del presente año (0.8% y 1.4%, respectivamente) y por arriba de las expectativas de mercado. Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento en dicho trimestre refleja tanto la mejora de la inversión privada, como del consumo privado, en particular, el de bienes duraderos y la contribución positiva de las exportaciones netas. El mercado laboral permanece sólido con una tasa de desempleo de 4.6%, lo cual ha permitido mejorar el ingreso disponible y contribuir al mejor desempeño del consumo privado. Estos efectos positivos fueron parcialmente compensados por la reducción en la inversión fija residencial. Por el lado de la oferta, la producción industrial continuó contrayéndose, especialmente la del sector de manufacturas, dado el elevado nivel de inventarios, la baja demanda externa y la apreciación del dólar estadounidense. También fue relevante la desaceleración del sector energía, resultado de la baja en las inversiones en la actividad de extracción de petróleo.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (FED) decidió mantener su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales en 0.25%-0.50%, en las reuniones de enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre y noviembre, lo que apunta a que el proceso de normalización de dicha política sería más gradual de lo previsto. No obstante, según *Bloomberg*, existe una alta probabilidad de que haya un aumento de la referida tasa de interés en diciembre de 2016; sin embargo, el continuo deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, el anclaje de las expectativas inflacionarias, el riesgo en los mercados financieros internacionales como consecuencia del deterioro de la banca europea y el efecto transitorio de los aún bajos precios de la energía y de las importaciones no energéticas, podrían influir en que dicho aumento en el presente año no se dé. Por su

parte, el FMI estima que la tasa de fondos federales en Estados Unidos de América se incrementaría de forma gradual, sin efectos prolongados en la volatilidad de los mercados financieros o importantes movimientos en las tasas de interés de largo plazo, cuyo nivel de equilibrio se alcanzaría en 2020 (2.75%), valor consistente con las expectativas del mercado, pero inferior al nivel observado previo a la crisis económica y financiera de 2008-2009.

En cuanto a la política fiscal, el FMI proyecta que su orientación sería ligeramente expansiva en los próximos años, al registrar déficits fiscales superiores a 3.0% del PIB, resultado de varios convenios instituidos en 2015 con relación al presupuesto federal. Ello continuaría profundizando el problema del alto nivel de deuda pública estadounidense en el largo plazo, el cual, según el FMI, no es sostenible, por lo que un plan de consolidación fiscal ayudaría a crear un espacio de política a corto plazo. A finales de 2015, el Congreso estadounidense dispuso dejar sin efecto el techo de deuda hasta marzo de 2017 y su objetivo es estabilizar la deuda en alrededor de 75.0% del PIB en 2025; pero, según la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) dicha deuda se estaría estabilizando alrededor de 100.0% del PIB en la próxima década. Dicho escenario, no toma en cuenta la posibilidad de que bajo la administración Trump se apliquen medidas de política fiscal expansiva, como lo propuso en su campaña electoral. Estas medidas incluyen recortes de las tasas impositivas y un mayor gasto público en infraestructura y defensa. De acuerdo con el Comité de Presupuesto Federal Responsable (CRFB, por sus siglas en inglés), dichas medidas incrementarían la deuda pública en US\$5.3 billones en los próximos diez años (actualmente alrededor de US\$14.0 billones, 77.0% del PIB).

En términos anuales, como se indicó, en 2016 la actividad económica estadounidense crecería 1.6%, a pesar de la mejora patrimonial de los hogares y del mercado inmobiliario, así como de la postura fiscal

ligeramente expansiva; dado que la reducción de la inversión en el sector energía; la débil actividad económica de los principales socios comerciales; y la caída de la demanda externa, asociada a la apreciación del dólar, afectaron negativamente la recuperación que se venía registrando, particularmente en los primeros dos trimestres del año. Para 2017 se proyecta un crecimiento de 2.2%.

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

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

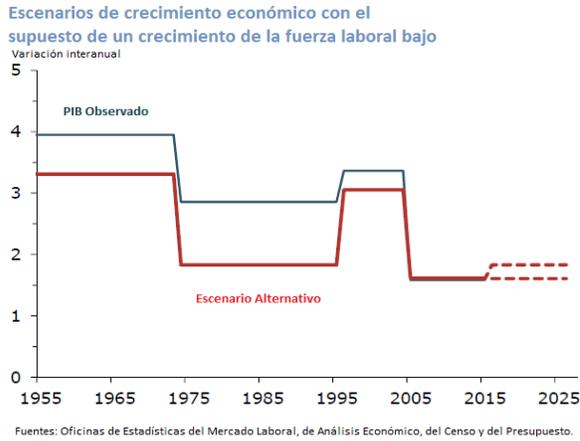
siendo el *Brexit* por la incertidumbre que genera en cuanto el futuro de las relaciones comerciales y financieras de la zona con el Reino Unido. Para el cierre de 2016 se proyecta un crecimiento económico de 1.6% y para 2017 de 1.4%.

En el Reino Unido las expectativas de crecimiento económico se deterioraron como consecuencia del *Brexit* que, como se indicó, habría afectado la confianza de los inversionistas y de los consumidores; no obstante, la depreciación de la libra esterlina cuyo impacto habría sido positivo sobre las exportaciones, habría ayudado a contrarrestar, en parte, los efectos negativos mencionados. Por ello, fue fundamental la decisión del Banco de Inglaterra de implementar, en agosto, un paquete de estímulos monetarios (reducción de la tasa de interés de política monetaria, expansión de su programa de compra de activos e implementación de un nuevo programa de financiamiento para las instituciones financieras), pues parece haberle dado un impulso a la actividad económica, como lo reflejan algunos indicadores económicos de corto plazo. Si bien se prevé que el Reino Unido registre un crecimiento de 1.9% en 2016, para 2017 este se reduciría al situarse en 1.1%.

En Japón, de acuerdo con la Oficina del Gabinete de Gobierno, en el tercer trimestre la actividad económica continuó desacelerándose, al registrar un crecimiento de 1.3%, menor al registrado en el primer y segundo trimestres de 2016 (2.8% y 1.8%, respectivamente), afectada por el menor dinamismo del consumo privado. El Banco de Japón anunció a finales de septiembre un cambio en sus instrumentos de política monetaria, al buscar que los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años se ubiquen en torno a 0.0%, mediante el control de la curva de rendimientos, ello para contrarrestar la continua debilidad de la economía; en tanto, estima que la postura fiscal se mantendría relativamente neutral. Para 2016 se prevé un crecimiento de la actividad económica de 0.5% y para 2017 de 0.6%.

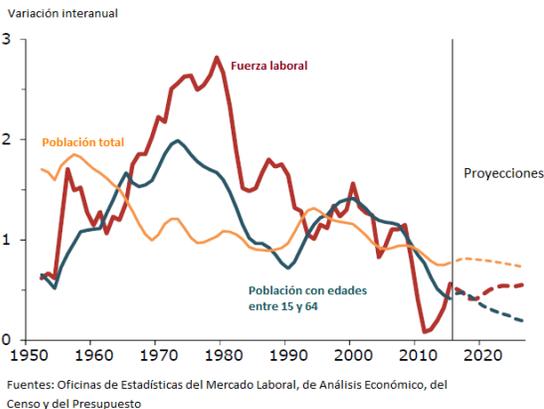
RECUADRO 2 ¿CUÁL ES LA NUEVA REALIDAD DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LARGO PLAZO DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA?

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



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

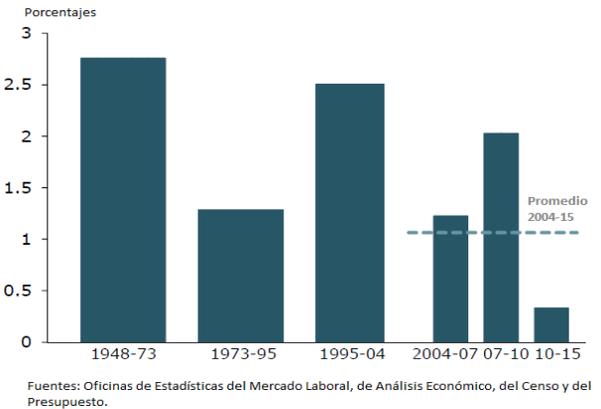
Débil crecimiento de la fuerza laboral



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

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

Crecimiento de la productividad promedio



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

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

RECUADRO 3

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

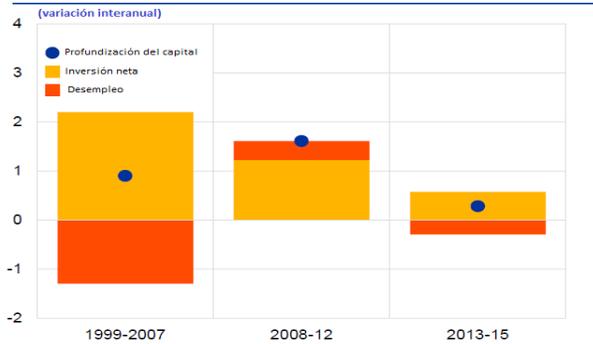
Luego de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, la inversión (formación bruta de capital) tanto en la Zona del Euro como en Estados Unidos de América, se ha recuperado pero de una manera moderada, teniendo efectos importantes sobre la productividad del trabajo. Al respecto, un estudio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

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

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

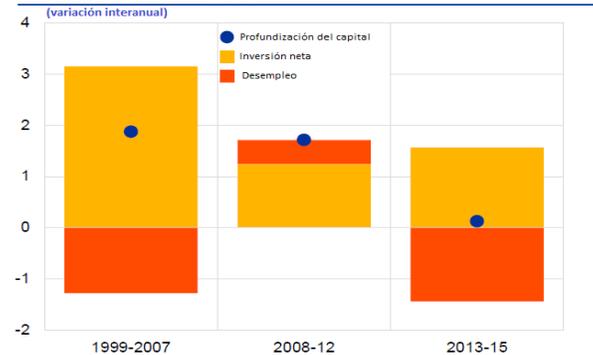
En términos de la productividad del trabajo, los resultados del BCE señalan que los efectos combinados de la profundización del capital y del progreso tecnológico y organizacional, conocido como la productividad total de los factores, han sido los determinantes del bajo desempeño económico de la Zona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

Zona del Euro



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.

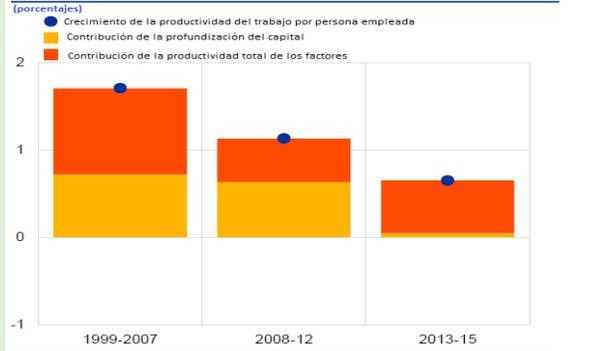
Estados Unidos de América



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.

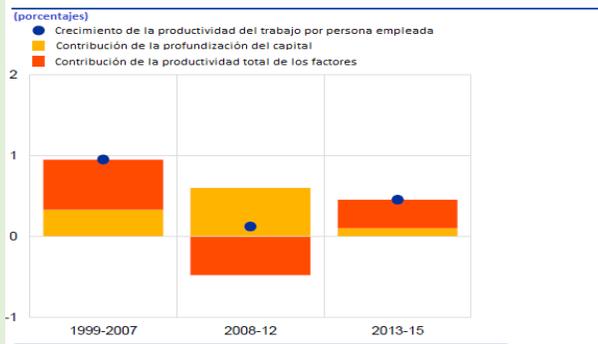
Fuente: Banco Central Europeo (2016). Economic Bulletin, Issue 7. Octubre.

Contribuciones al crecimiento de la productividad en Estados Unidos de América



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.

Contribuciones al crecimiento de la productividad en la Zona del Euro



Fuentes: Base de datos anuales macroeconómicos del BCE.

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

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

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

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadística, el crecimiento durante el tercer trimestre de 2016 (6.7%) estuvo asociado, principalmente, a un mayor dinamismo y a la creciente importancia del consumo (más de 66.0% del PIB), respecto de la inversión; mientras que, el dinamismo de los servicios superó al de la actividad manufacturera, como consecuencia del cambio en su modelo económico. El FMI considera que el progreso del programa de reequilibrio de la economía china ha sido mixto, dado que se ha fortalecido el rebalanceo externo (cambio de demanda externa a demanda interna como motor del crecimiento), pero el rebalanceo interno no ha sido tan profundo. En efecto, desde la perspectiva de la oferta (donde el cambio se orienta a los servicios en lugar de la industria) los avances son adecuados, pero desde la perspectiva de la demanda (más basado en el consumo que en la inversión), los resultados son moderados y con avances limitados desde el punto de

vista del crédito, pues aún no se han logrado diferencias sustanciales para una asignación más eficiente de los recursos productivos. El superávit de cuenta corriente disminuyó de 10.0% del PIB antes de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, a cerca de 3.0% en años recientes, reflejo de que las exportaciones dejaron de ser el principal motor de crecimiento. El proceso de transición se ha rezagado, debido a la excesiva dependencia del crédito para financiar el crecimiento; por ejemplo, la intensidad del crédito; es decir, el monto de nuevos créditos otorgados por unidad adicional de producto, ha aumentado más de dos veces desde la crisis. Asimismo, debido al envejecimiento de la población y al necesario fortalecimiento de la seguridad social, se prevé que el ahorro de los hogares disminuya gradualmente, mientras aumenta el consumo, lo que moderaría la inversión, pero manteniendo la cuenta corriente en saldos relativamente bajos. En consecuencia, el reequilibrio apoyado con un exceso de crédito continúa siendo la principal vulnerabilidad; además, la ausencia de una reforma de las empresas estatales, podría implicar que el crédito al sector privado no financiero aumente de manera continua, lo que elevaría los niveles de riesgos para el desempeño económico del país.

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

En América Latina, si bien las condiciones, tanto internas como externas, han mejorado, las perspectivas siguen siendo inciertas. A nivel interno, la confianza empresarial y del consumidor ha mejorado y a nivel externo, los precios de las materias primas se han recuperado moderadamente, aunque podrían permanecer en niveles bajos; las depreciaciones que en 2015 registraron algunas monedas se han empezado a revertir y la exposición directa de América Latina al

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

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

En México, la actividad económica creció 2.0% en el tercer trimestre de 2016, tasa inferior a la del trimestre previo (2.6%). De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), dicho desempeño continuó siendo influenciado, fundamentalmente, por la disminución en su actividad manufacturera, la cual está

vinculada al comercio con Estados Unidos de América, su principal socio comercial, y que se explicaría por la cautela de los agentes económicos ante las posibles implicaciones que podría tener un cambio en las relaciones comerciales entre ambos países, resultado de las elecciones presidenciales estadounidenses, además habrían influido la depreciación del peso mexicano frente al dólar estadounidense, por ello se prevé un crecimiento anual de 2.1% para 2016.

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

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

RECUADRO 4 POSIBLES EFECTOS DE LA TRANSICIÓN EN CHINA Y LA MIGRACIÓN INTERNACIONAL SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

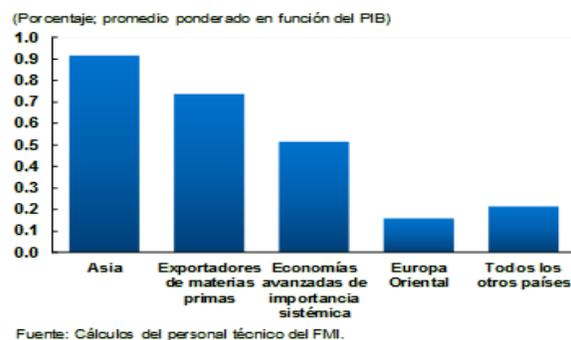
Uno de los determinantes fundamentales del crecimiento económico mundial durante la última década fue el buen desempeño de la actividad económica de China. Sin embargo, la actual desaceleración por la que atraviesa dicho país, aunada a la reorientación de su modelo de crecimiento económico hacia un mayor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

Crecimiento del PIB y el comercio exterior en China
En China la economía y el comercio están perdiendo dinamismo.
(Variación porcentual intertrimestral)



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

Impacto acumulado sobre las exportaciones ante un choque de 1% en la demanda china (12 meses)

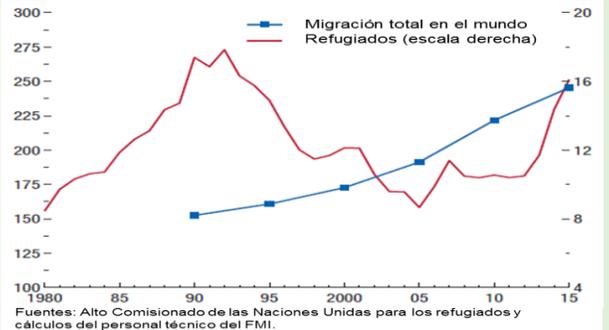


Si bien la transición del modelo de crecimiento económico de China impone desafíos para el resto de países, estos podrían tener efectos positivos en el largo plazo, si los mismos son manejados de manera adecuada. En contraste, el FMI señala que de darse una transición abrupta o incompleta se podrían exacerbar los efectos negativos en la economía china y tener graves consecuencias para el resto de países, en cuyo caso los principales socios comerciales de China deberán ajustarse a un nivel de demanda permanentemente más bajo.

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

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

Migrantes y refugiados en el mundo
Los flujos migratorios están aumentando en todo el mundo, lo cual puede crear tensiones en el corto plazo.
(Millones de personas)



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

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

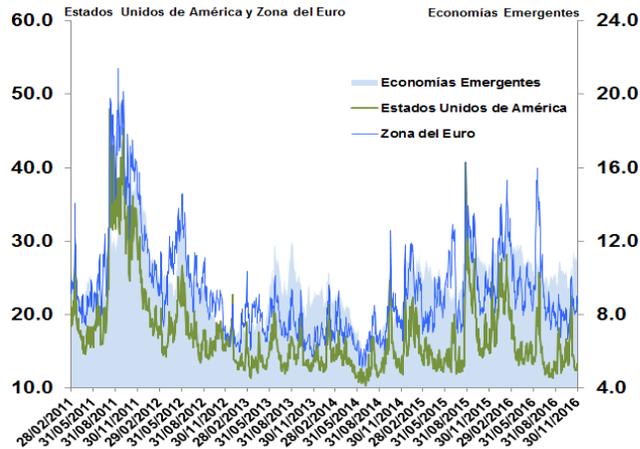
4. Mercados financieros internacionales

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

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

Gráfica 2

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



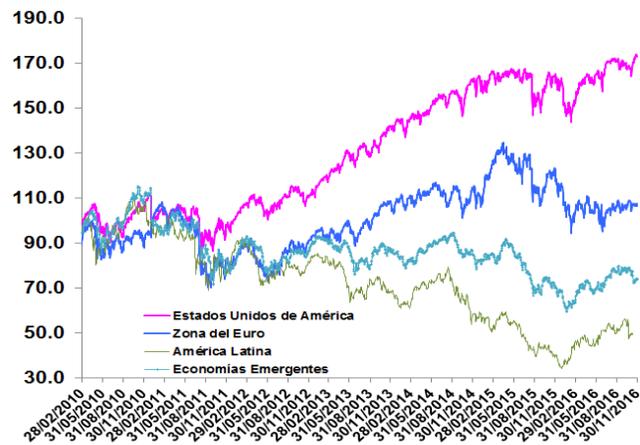
(1) Al 30 de noviembre de 2016.

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

Fuente: *Bloomberg*.

Gráfica 3

Principales Índices Accionarios (1) (2) 2010-2016 (Base 2010=100)



(1) Al 30 de noviembre de 2016.

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

Fuente: *Bloomberg*.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

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

moderada a la baja en los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo.

Al 30 de noviembre, el precio del petróleo registró un aumento acumulado de 33.5%, mientras que los precios del maíz amarillo y del trigo registraron reducciones de 7.6% y 21.0%, respectivamente. En el caso del petróleo, el resultado responde a la expectativa de un equilibrio en el mercado, destacando la disminución de la oferta (especialmente de Estados Unidos de América y de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-, a partir de 2017) y el incremento moderado en la demanda mundial, con lo que la brecha positiva que existe entre oferta y demanda de petróleo a nivel mundial se estaría reduciendo.

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

a) Petróleo y gasolinás

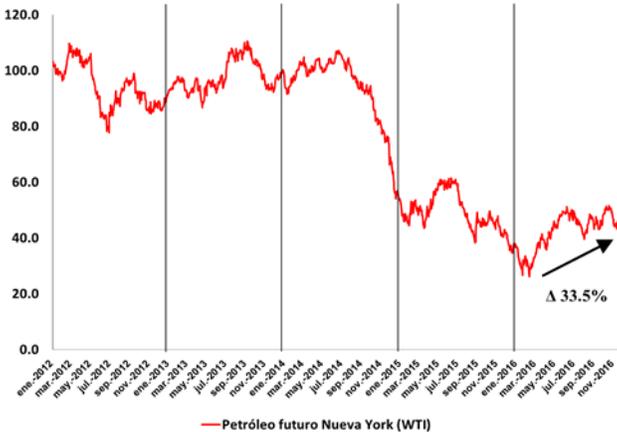
El precio del petróleo, en general, registró una recuperación, luego de la tendencia a la baja observada desde el segundo semestre de 2014, que se mantuvo hasta mediados de febrero del presente año. Dicha recuperación se explica tanto por factores de oferta como de demanda. Dentro de los principales factores de oferta destacan la reducción en la producción de crudo por parte de Estados Unidos de América, asociada a la caída en la inversión en el sector energía ante la persistencia de los bajos precios del crudo; a la reducción en la producción en algunos países productores por factores geopolíticos (crisis en Nigeria y en Libia); así como por la expectativa de un posible acuerdo para estabilizar la producción de petróleo, cuando en septiembre, Arabia Saudita, Venezuela y Catar, entre otros países, propusieron congelar la cuota de producción de la OPEP en torno a 32.5 millones de

barriles diarios (mbd). Dichas expectativas se materializaron luego de que la OPEP, en su reunión del 30 de noviembre de 2016 acordara reducir su producción en alrededor de 1.2 mbd y establecer su cuota de producción en 32.5 mbd a partir de enero de 2017. Cabe destacar que Rusia, aun cuando no forma parte de la OPEP, también acordó reducir su producción en 0.6 mbd.

Por el lado de la demanda, a pesar del moderado crecimiento económico mundial, hubo una recuperación en la demanda global del crudo, la cual fue impulsada, principalmente, por la República Popular China, ante el crecimiento económico observado y el aporte que en este tuvo en el consumo. Respecto a los inventarios, en algunos países estos han disminuido paulatinamente, aunque continúan en niveles históricamente altos.

Gráfica 4

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



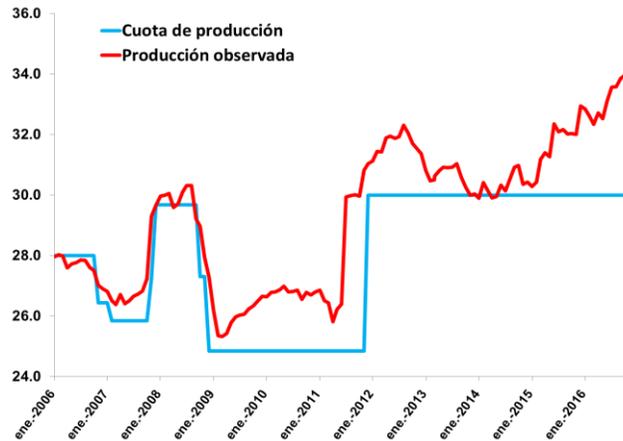
(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

Vale destacar que se previó que el mercado mundial de petróleo alcanzaría el equilibrio a partir del tercer trimestre de 2016; sin embargo, recientemente la Agencia Internacional de Energía (AIE) indicó que la brecha entre oferta y demanda en el mercado mundial de petróleo aún se mantendría levemente positiva hacia finales del presente año, debido a que la producción no ha disminuido

significativamente y que la demanda ha crecido moderadamente. En efecto, la producción de Estados Unidos de América continúa disminuyendo, pero aún se mantiene en niveles elevados respecto a los niveles históricos; dicha reducción ha sido compensada con el incremento observado en la producción efectiva de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la cual continuó excediendo la cuota acordada de 30.0 mbd, y que estuvo vigente desde enero de 2012, dicho excedente se explica, principalmente, por el aumento que registró la producción en Arabia Saudita, Irán e Irak, aun cuando otros miembros tuvieron problemas en su producción (Nigeria y Libia).

Gráfica 5

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

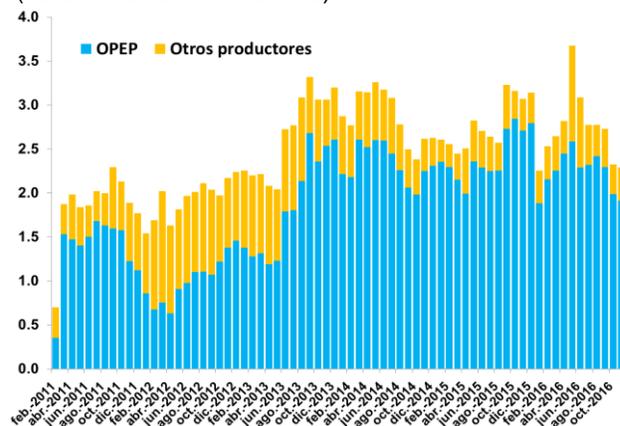


(1) Con información preliminar a noviembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

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

Gráfica 6

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



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

De acuerdo a la firma IHS Energy, se prevé que la oferta mundial de petróleo para el presente año se sitúe en 96.4 mbd, proyección levemente inferior a la oferta registrada el año previo (96.5 mbd). Por su parte, la demanda se proyecta en 96.1 mbd, superior a la registrada en 2015 (94.8 mbd). Por lo anterior, el balance entre oferta y demanda sería positivo por tercer año consecutivo, aunque en menor magnitud.

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de noviembre de 2016		
	2015 ^(a)	2016 ^(b)	Variación 2016/2015
Oferta	96.5	96.4	-0.1
Demanda	94.8	96.1	1.3
Balance (oferta - demanda)	1.7	0.3	-----

(a) Cifras preliminares.
(b) Cifras proyectadas.
Fuente: IHS Energy.

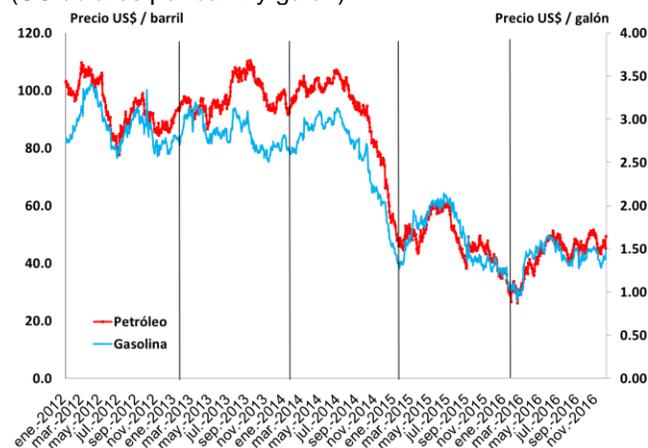
Con relación al precio de la gasolina, al igual que el precio internacional del petróleo, este también mostró una recuperación, la cual se explica, tanto por un incremento en la demanda, como por la evolución del precio del petróleo. En Estados Unidos de América el incremento estacional de la demanda por el

periodo de vacaciones conocido como “driving season” y el aumento en las exportaciones, principalmente hacia México y Canadá, según información de la Agencia de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés), habrían influido en la evolución de dicho precio.

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

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 2016.
Fuente: Bloomberg.

b) Maíz amarillo y trigo

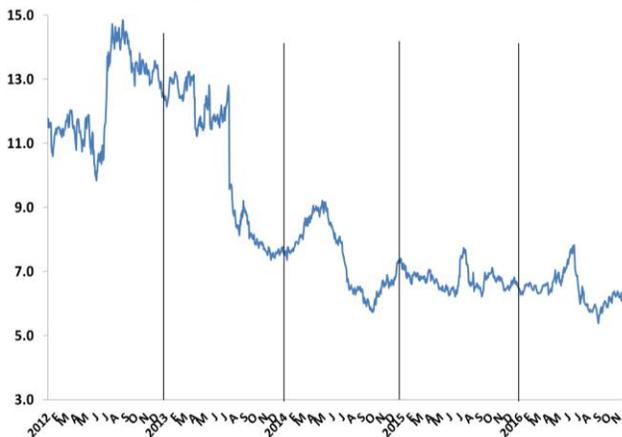
Durante 2016, el precio internacional del maíz amarillo mostró, en general, una tendencia decreciente, asociada a una moderada demanda en combinación con un aumento de la oferta del grano, con algunos episodios de volatilidad, explicados por posibles daños a la producción por factores climáticos adversos,

particularmente en Estados Unidos de América, América del Sur y Europa del Este. Sin embargo, los mismos no fueron tan importantes pues se anticipa que la actual cosecha (2016/2017) alcanzaría nuevamente niveles récord.

Al respecto, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), prevé que la presente cosecha registre un excedente de 8.8 millones de toneladas métricas (mtm); lo que aunado a un crecimiento moderado en la demanda, permitiría que el nivel de los inventarios alcance un máximo histórico, limitando las presiones al alza sobre el precio internacional de dicho grano.

Gráfica 8

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

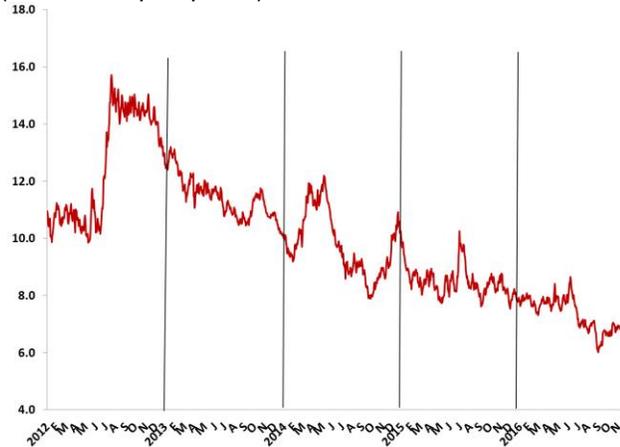


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

El precio internacional del trigo mostró volatilidad durante la mayor parte del primer semestre, ante expectativas también de posibles daños a la producción ante factores climáticos adversos, en especial, por el fenómeno de “El Niño” que afectó a varios de los principales países productores. No obstante, en la segunda parte del año inició una tendencia a la baja, dado el aumento en la oferta mundial. Según el USDA, la presente cosecha también sería récord, por lo que la oferta superaría la demanda en casi 8.2 mtm.

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 2016.
Fuente: Bloomberg.

Aunque las proyecciones de precios evidencian una tendencia a la baja tanto del maíz amarillo como del trigo; las condiciones climáticas adversas, incluyendo el posible desarrollo del fenómeno de “La Niña”; la influencia de crisis geopolíticas que podría provocar suspensiones en el suministro, principalmente en la región del Mar Negro; y la sustitución de algunas áreas de siembra por otros cultivos más rentables, podría revertir dicha tendencia. De hecho, como se ilustra en las gráficas 8 y 9, el precio de ambos cereales ha aumentado a partir de septiembre debido, principalmente, a condiciones climáticas adversas.

6. Inflación y política monetaria

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

agregada ante las medidas de política monetaria restrictiva que algunos de estos países adoptaron desde inicios de 2016, entre ellos Colombia y Perú.

La inflación en Estados Unidos de América se mantuvo baja, a pesar del repunte ocurrido en los últimos meses (1.64% a octubre de 2016), y se ubica aún por debajo del objetivo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, aunque por arriba de las inflaciones de la mayoría de economías avanzadas. Este comportamiento, en parte, responde al efecto más moderado de los descensos en los precios de la energía y de algunos bienes importados y a la apreciación de la moneda estadounidense. Ello ha sido considerado por el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) para no realizar ajustes adicionales a su política monetaria en lo que ha transcurrido de 2016 manteniendo la tasa de fondos federales en el rango de 0.25%-0.50% desde diciembre del año anterior, en virtud de que aunque el mercado laboral se ha fortalecido, el crecimiento económico aún continúa débil. No obstante, el mercado actualmente está anticipando que el FOMC podría incrementar la tasa de interés objetivo de fondos federales en su reunión del 13 y 14 de diciembre del presente año. Ello también es compartido por varios analistas internacionales que consideran que en diciembre el FOMC elevaría la citada tasa de interés, aunque la mayoría considera que de darse tal decisión, los incrementos subsiguientes serían graduales.

En la Zona del Euro, aunque la inflación repuntó levemente desde mayo, aún continúa considerablemente por debajo de la meta del BCE (2.0%). En efecto, en octubre se situó en 0.51%, resultado de la incidencia negativa de los precios de la energía, así como de algunos bienes industriales no energéticos y de los servicios, a pesar de la depreciación del euro. El BCE ha indicado que el apoyo de la política monetaria acomodaticia continuará hasta que se observe un ajuste sostenido en la senda de inflación que sea compatible con su meta, por lo que las tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales por un período

mayor de tiempo. Respecto a las medidas de política monetaria no convencionales, el BCE prevé que las compras mensuales de activos por €80.0 millardos continuarán hasta marzo de 2017, aunque no descarta su prolongación, de ser necesario.

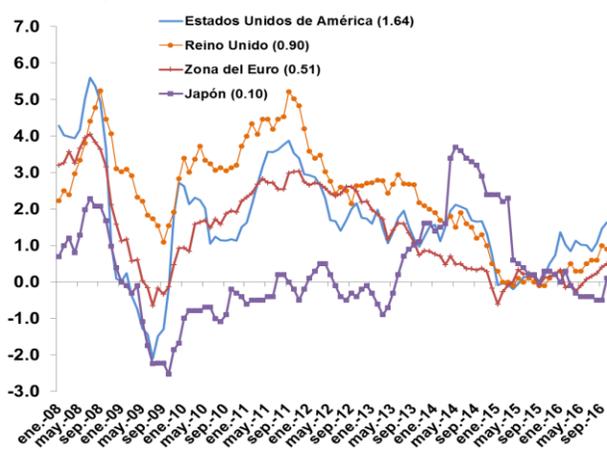
En el Reino Unido la inflación ha presentado una tendencia moderada al alza desde finales de 2015, registrando una tasa de 0.90% en octubre. La desviación de la inflación respecto a la meta del Banco de Inglaterra (2.0%), es atribuible, en buena medida, a los precios bajos de la energía, de los alimentos y de los precios de algunos servicios importados. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, en junio, derivado del resultado del referéndum para abandonar la Unión Europea, se generó incertidumbre y mayor volatilidad en los mercados financieros, que afectaron la inflación; pero sus efectos parecieran haberse neutralizado, ya que aunque la abrupta depreciación de la libra esterlina podría impulsar al alza los precios de algunos bienes y servicios importados, la desaceleración prevista en el crecimiento económico reduciría las presiones sobre los precios internos. Ante ese escenario, el Comité de Política Monetaria decidió en agosto reducir en 25 puntos básicos la tasa de política monetaria, para situarla en 0.25%; comprar bonos corporativos con reservas del Banco Central, hasta por £10.0 millardos; y comprar bonos del gobierno británico, entre £60.0 millardos y £435.0 millardos.

En Japón, la inflación continuó siendo negativa durante la mayor parte de 2016, situándose en alrededor de -0.50% desde mayo hasta septiembre, consecuencia de los precios bajos de la energía y de la persistente brecha negativa del producto, ante las expectativas poco alentadoras del desempeño de la demanda interna; no obstante, en octubre la inflación registró un alza y se ubicó en 0.1%, debido, principalmente, a que el efecto que ejercieron los bajos precios del petróleo se ha desvanecido casi en su totalidad. Durante el tercer trimestre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Japón, ante la creciente incertidumbre

externa, propiciada por el resultado del *Brexit*, decidió, en congruencia con la “Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa” (QQE, por sus siglas en inglés) con tasa de interés negativa aprobada en enero de 2016, ampliar el Programa de Compras de Fondos Cotizados en Bolsa (ETFs, por sus siglas en inglés), que pasó de ¥3,300.0 millardos anuales (US\$32.4 millardos) a ¥6,000.0 millardos anuales (US\$59.0 millardos). Asimismo, duplicó el monto del Programa de Créditos en dólares estadounidenses de US\$12.0 millardos a US\$24.0 millardos. A finales de septiembre, el Banco de Japón anunció un cambio en su política monetaria, cuyo enfoque será en los rendimientos de los bonos soberanos para alcanzar su meta de inflación, mediante la implementación del programa denominado “QQE con *Yield Curve Control*”, que implica el “control de la curva de rendimiento” sobre las tasas de interés a largo y corto plazos y se compromete a ampliar la base monetaria hasta que la inflación interanual supere el objetivo de estabilidad de precios de 2.0%, postura que fue ratificada en la reunión de política monetaria de octubre.

Gráfica 10

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



(1) Datos a octubre de 2016.
Fuente: Bancos centrales.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias del primer semestre de 2016, sobre todo en la mayoría de países

de América Latina, empezaron a moderarse durante el segundo semestre, como resultado de la reversión de algunos choques de oferta en el rubro de alimentos, la persistencia de bajos precios de los combustibles, la política monetaria restrictiva implementada en algunos países y la apreciación moderada que están experimentando algunas de las monedas de este grupo de países, luego de un período de amplias depreciaciones cambiarias.

En la República Popular China, el comportamiento de la inflación ha sido más estable, aunque con tendencia a la baja, lo que se explica principalmente por factores de demanda interna. En efecto, la inflación a noviembre de 2016 se ubicó en 2.3%, menor a la meta oficial de 3.0%, reflejo de que el crecimiento de la economía se está estabilizando a tasas más moderadas y de menores precios de los alimentos. El Banco Popular de China ha mantenido su tasa de interés de política monetaria en 4.35%, desde octubre de 2015 y no se prevén cambios relevantes en el mediano plazo, debido a que los esfuerzos de las autoridades están orientados a reducir el exceso de capacidad ociosa industrial y prevenir mayores riesgos crediticios.

En México, la inflación se ubicó en 3.31% en noviembre, ligeramente por encima del valor central de la meta de la autoridad monetaria (3.0%), debido al menor efecto de los descensos previos de los precios de los hidrocarburos y al impacto transitorio de algunos choques de oferta, particularmente en los bienes agropecuarios. Asimismo, la persistente tendencia a la depreciación de su moneda ha presionado al alza el precio de algunos productos alimenticios importados. A noviembre, el Banco de México había incrementado en 200 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria, en respuesta a condiciones externas desfavorables que provocaron una significativa depreciación y una elevada volatilidad de su moneda, la cual se agravó luego de conocerse los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América. Los aumentos de 50 puntos básicos que se

dieron en septiembre y en noviembre buscaban evitar posibles efectos inflacionarios que pudieran derivarse de un efecto traspaso del tipo de cambio nominal a los precios internos, así como fortalecer la estabilidad financiera. Es importante destacar que las condiciones externas continúan influyendo en la depreciación del peso, lo que podría motivar al Banco de México a actuar nuevamente para no arriesgar el anclaje de las expectativas de inflación.

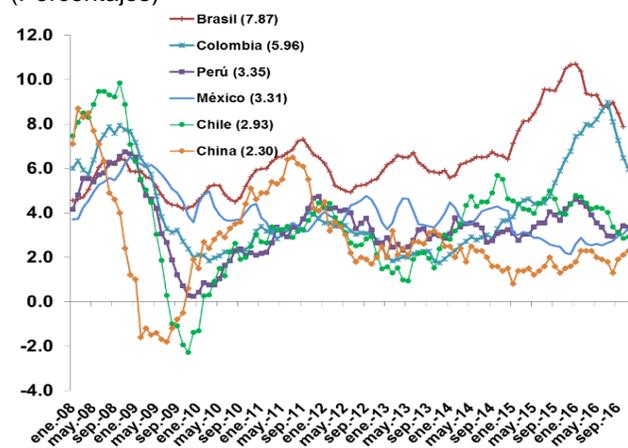
Por su parte, en Chile la inflación se ubicó alrededor del rango meta oficial en noviembre de 2016, luego de haber registrado en la primera mitad del año fuertes presiones inflacionarias, asociadas, principalmente, al efecto traspaso a los precios internos de la depreciación cambiaria registrada en 2015.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

En contraste, en Brasil, Colombia y Perú la inflación se sitúa por encima de sus respectivos rangos meta de política monetaria. En Brasil, la inflación se situó en 7.87% a octubre, impulsada por los efectos negativos del fenómeno climatológico de El Niño sobre algunos productos agrícolas. Los precios mayoristas en meses recientes han mostrado signos de moderación, lo que anticipa una reversión de las presiones inflacionarias. El Banco Central de Brasil, después de mantener invariable su tasa de interés de política monetaria (tasa Selic) desde julio de 2015, en octubre y en noviembre de 2016 la redujo en 25 puntos básicos (en cada reunión), ubicándola en 13.75%, ante la evidencia de menores presiones inflacionarias y de la estabilización de la demanda interna. En Colombia, la inflación se aceleró en el primer semestre del año, pero empezó a ceder moderadamente en el inicio del cuarto trimestre, alcanzando un ritmo de 5.96% a noviembre. El incremento en los precios de los alimentos, debido tanto a factores climáticos como a la obstrucción de los canales de distribución de algunos productos agrícolas,

explican en parte ese comportamiento. Ante este panorama, el Banco de la República, con el objetivo de anclar las expectativas de inflación a la meta oficial, ha incrementado 200 puntos básicos su tasa de política monetaria en el transcurso del año. En Perú, la inflación, luego de registrar una marcada tendencia decreciente durante los primeros meses del año, mostró un leve repunte en meses recientes (3.35% a noviembre) y se mantiene por encima del límite superior de la meta de inflación, lo cual motivó un ajuste al alza de 50 puntos básicos en la tasa de política monetaria del Banco de Reserva del Perú.

Gráfica 11

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



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

En cuanto a la inflación en Centroamérica y en la República Dominicana, con excepción de Guatemala, esta se ha mantenido por debajo de las metas de inflación, aunque en los últimos meses habría registrado una leve alza ante la reducción del efecto favorable de la caída de los precios de los combustibles. Por su parte, el Banco Central de Costa Rica redujo su tasa de política monetaria en 50 puntos básicos en enero, situándola en 1.75%, en tanto que en octubre el Banco Central de República Dominicana incrementó en 50 puntos básicos su tasa de política monetaria, ubicándola en 5.50%.

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

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

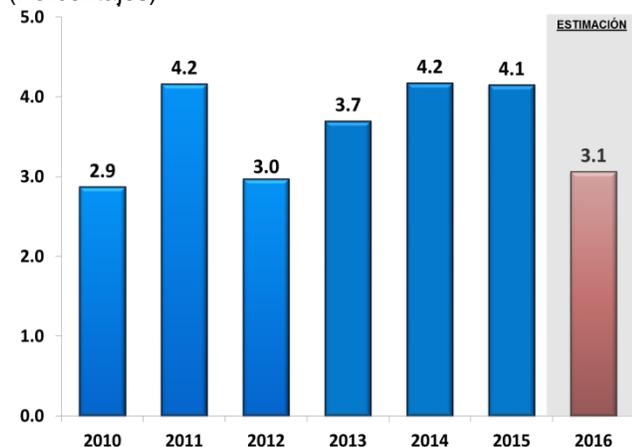
En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando una disminución, en términos reales, de 2.1%, en contraste con el crecimiento observado en 2015 (4.0%), explicado, principalmente, por la reducción del volumen exportado de concentrados de níquel, azúcar,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

de las importaciones de bienes de consumo, de combustibles y lubricantes y de materiales de construcción.

Por el lado del origen de la producción, destaca el crecimiento positivo en la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras), particularmente, industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor de 77.0% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2016 (ver Anexo 1).

Gráfica 12

Producto Interno Bruto (1)
(Porcentajes)



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

Fuente: Banco de Guatemala.

2. Inflación

a) Observada

A noviembre de 2016, el ritmo inflacionario fue de 4.67%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria del ritmo inflacionario fue descendente entre el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, reflejo del efecto combinado de factores de oferta y demanda, así como de la disminución en el precio medio de los bienes importados no petroleros, que moderó el comportamiento de varias divisiones de gasto

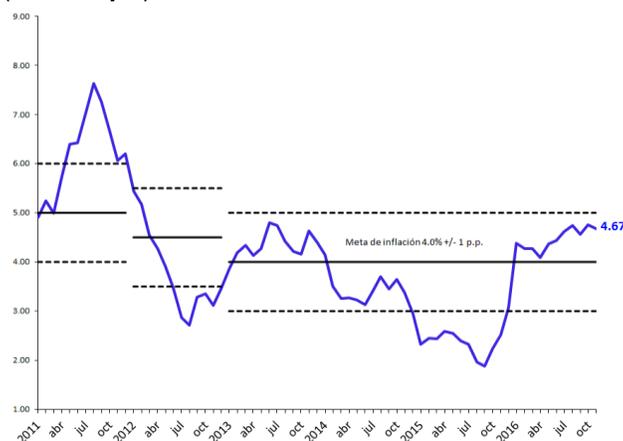
que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Dicha tendencia se intensificó a partir del segundo semestre de 2014 cuando la caída del precio del petróleo y sus derivados provocó contracciones en términos interanuales en las divisiones de gasto: i) transporte, que incluye gasolinas y diésel; y ii) vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, que incluye el servicio de electricidad y el gas propano. Los bienes y servicios citados responden de manera casi contemporánea a cambios en los precios del crudo y sus derivados. Por su parte, en el caso de los factores de demanda resalta el dinamismo en el consumo privado, el cual si bien no fue tan evidente, dado el efecto compensador que provocó el choque de oferta externo antes citado, generó un incremento sostenido en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas desde mediados de 2014.

La disminución en el ritmo inflacionario, que se extendió hasta septiembre de 2015 (mes en el que alcanzó un mínimo de 1.88%) y que fundamentalmente se debió a que la fuerte reducción en el precio de los energéticos³, compensó el incremento que se venía registrando en el precio de los alimentos (variación interanual de 8.57% a septiembre de 2015). No obstante, el ritmo inflacionario revirtió su tendencia a la baja a partir de octubre de 2015 y comenzó a registrar un incremento significativo, debido, por una parte, a que el efecto que generó la disminución en el precio de los energéticos comenzó a desvanecerse y, por la otra, a que se observó un choque de oferta asociado al incremento en los precios de varios productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas), con el consecuente efecto en el precio de los alimentos y a su vez en el ritmo inflacionario que aumentó desde el último trimestre de 2015 (gráfica 13).

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

Gráfica 13

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)



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

En la gráfica 14 se ilustran tres aspectos importantes respecto del comportamiento reciente de la inflación. El primer aspecto, relativo a que las variaciones negativas de precios en las divisiones de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, que se observaron hasta septiembre de 2015 (8.00% y 8.23%, en su orden), se empezaron a revertir en octubre de ese año y a noviembre de 2016 ambas divisiones tienen variaciones positivas, la de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles⁴ (4.02%) y la de transporte (1.79%). No obstante que los precios de los energéticos continuaron en niveles bajos, estos se ubican en niveles superiores a los observados el año previo, lo cual denota que se revirtió la incidencia negativa en el ritmo inflacionario de estas dos divisiones de gasto, reflejo de que el choque de oferta se desvaneció. El segundo aspecto, se relaciona con el hecho de que nueve⁵ de las doce divisiones de gasto del

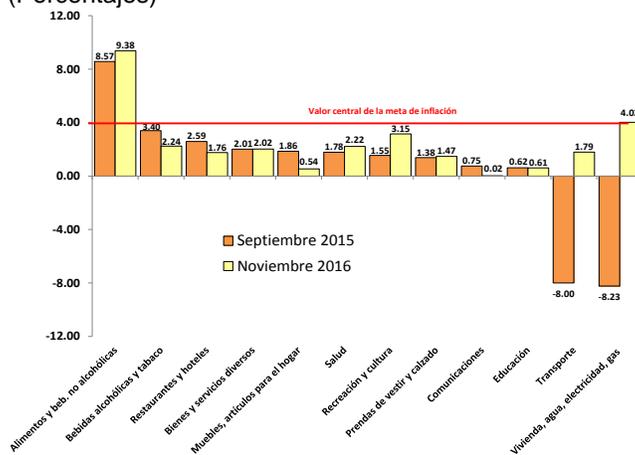
⁴ Como consecuencia, fundamentalmente, del alza en el precio medio del gas propano asociado al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados; así como a la tendencia al alza del precio internacional del gas natural; del incremento en el precio medio del servicio de electricidad,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

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

IPC no han ejercido una incidencia significativa en el comportamiento de la inflación, dado que las variaciones de precios en estas divisiones son bajas (todas por debajo del valor central de la meta de inflación) y no presentan cambios relevantes en los meses recientes. Lo anterior puede asociarse al hecho de que algunas de dichas divisiones siguen siendo influenciadas, fundamentalmente, por la disminución en el precio medio de los bienes importados (no petroleros), que se comentó anteriormente. El último aspecto, aunque no menos importante, la variación de precios en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, que representa el 28.75% del total del IPC, mostró un crecimiento relevante entre agosto de 2014 y septiembre de 2015 (9.00% en promedio), en tanto que entre octubre de 2015 y noviembre del presente año, se observó que ese incremento se aceleró (a 10.01% en promedio); sin embargo, tomando en cuenta que dicho aumento fue provocado por un choque de oferta que afectó recientemente algunos productos agrícolas, el efecto del referido choque podría moderarse, aunque parcialmente, en lo que resta del presente año y principios del próximo.

Gráfica 14

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



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

Para comprender el mercado dinamismo en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es necesario analizar los factores que explican dicho

comportamiento, los cuales están asociados, fundamentalmente, a factores de demanda, aunque en los últimos meses, como se mencionó, también afectó el choque de oferta interno que provocó el alza de precios en varios productos agrícolas incidiendo en el ritmo de crecimiento de la referida división de gasto. Entre los principales factores que ayudan a explicar el comportamiento de la inflación de alimentos son el nivel de los salarios⁶, el crédito bancario al consumo y el ingreso de divisas por remesas familiares, los cuales propiciaron las condiciones necesarias para una expansión del consumo privado con los consecuentes efectos en la inflación de alimentos⁷. En la gráfica 15 se ilustra el efecto que uno de los factores de demanda ha ejercido sobre la inflación de alimentos; en primer lugar, se observa que a medida que el nivel de salarios se expandió, la inflación de alimentos también registró un crecimiento importante; posteriormente, a medida que el nivel de salarios se moderó, la inflación de alimentos también reflejó ese comportamiento; no obstante, entre noviembre de 2015 y enero de 2016, a pesar de que el nivel de salarios se mantuvo estable, la inflación de alimentos comenzó a expandirse nuevamente, lo cual podría ser indicio de que en ese periodo otros factores influyeron en ese comportamiento. Entre esos factores destaca el choque de oferta interno que afectó el precio medio del tomate, el cual representó alrededor del 50.0% de los incrementos de la inflación intermensual en diciembre de 2015 y enero de 2016; no obstante, ese choque se revirtió a partir de febrero y, como se anticipó, se desvaneció gradualmente a lo largo del primer semestre del presente año⁸, lo que aunado a la menor presión salarial, explicaron la desaceleración de la inflación de alimentos de febrero a junio; y aunque en

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

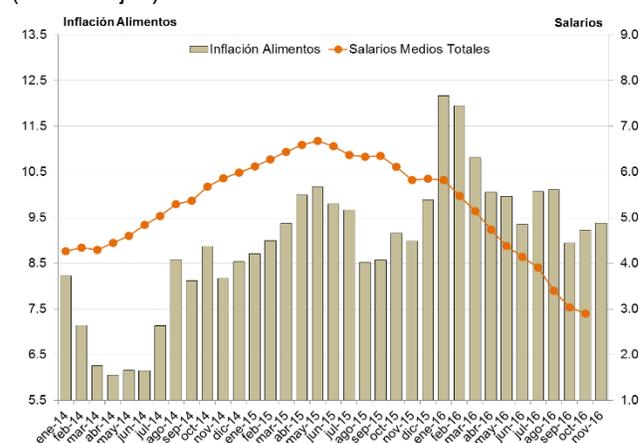
⁷ Un análisis más detallado de los factores de demanda que han afectado la inflación de alimentos, fue incluido en el Informe de Política Monetaria a Junio de 2015.

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

julio, agosto, octubre y noviembre hubo nuevas alzas en la inflación de alimentos ocasionadas también por factores de oferta, reflejados en incrementos adicionales en el precio medio del tomate, del maíz blanco, de productos de tortillería, del aguacate y de otras legumbres y hortalizas, posteriormente la desaceleración en esta división de gasto continuó y en septiembre se registró la variación interanual más baja del año (8.95%).

Gráfica 15

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



(1) Con información a octubre de 2016.

(2) Con información a noviembre de 2016.

NOTA: Las tasas de variación se calculan sobre el índice elaborado con base en los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS.

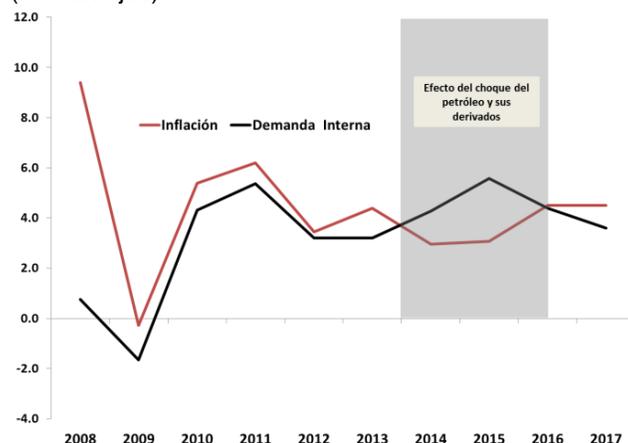
Fuente: Banco de Guatemala con información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social y del Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 16 se ilustran los efectos comentados anteriormente y además anticipar el comportamiento que podría esperarse en la inflación, en ausencia de choques de oferta. En efecto, la gráfica muestra que desde 2014 las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna, fueron compensadas por el choque de oferta en el precio del petróleo y sus derivados, el cual, como se comentó, comenzó a desvanecerse, provocando que las referidas presiones inflacionarias de demanda se hicieran cada vez más evidentes. En la medida en que ha ido desapareciendo el choque de oferta (del petróleo y sus derivados en el entorno externo y de los productos agrícolas en el entorno interno) y la demanda interna se

han moderado (como se previó que ocurriría en 2016), la inflación se mantuvo en dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación.

Gráfica 16

Inflación y Demanda Interna (1) (Porcentajes)



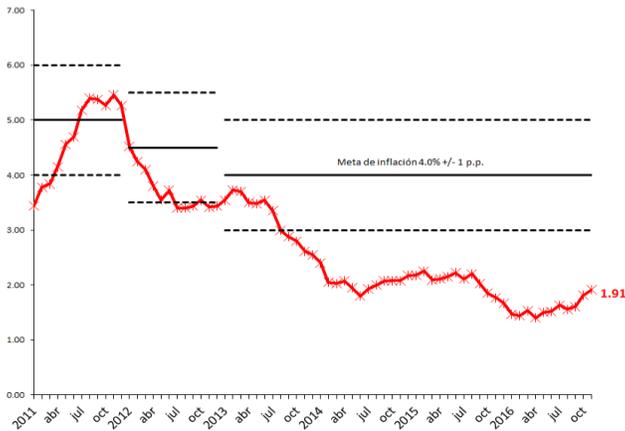
(1) Con información a 2015 y estimaciones para 2016.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente, a noviembre de 2016 fue de 1.91%, confirmando que la tendencia a la baja que inició en el segundo semestre de 2015 se detuvo y empezó a evidenciar una moderada tendencia creciente (gráfica 17). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación por la alta volatilidad que presentan (por ejemplo, legumbres y hortalizas). También suelen excluirse algunos gastos básicos que integran el rubro de combustibles (como las gasolinás superior y regular, el diésel y el gas propano) y el servicio de electricidad, que en algunas ocasiones también presentan una marcada volatilidad. Por ello, el comportamiento de esta medida de inflación (subyacente) suele evidenciar el origen de los choques que afectan la inflación total, dado que al excluir los bienes y servicios más volátiles, ofrece una medida que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total.

Gráfica 17

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2016.

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

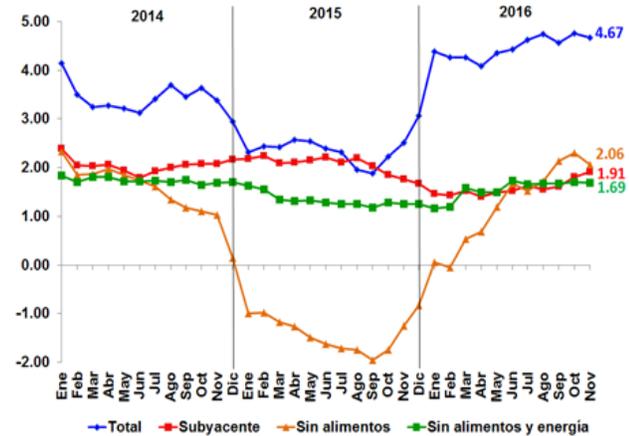
En ese sentido, si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada durante el año han tendido a moderarse, en congruencia con la desaceleración de la actividad económica, ello no ha producido una reducción sustancial en el ritmo inflacionario total, debido a que dicha variable está siendo influenciada por el efecto de choques de oferta (reversión del choque de oferta externo asociado a los energéticos y el impacto del choque de oferta interno relativo al incremento en los precios de algunos productos agrícolas), ver gráfica 18.

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

presiones en el nivel general de precios internos, que terminen elevando las expectativas de inflación.

Gráfica 18

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2016.

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

El Banco de Guatemala elabora 13 diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial⁹, es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 19); sin embargo, en los últimos meses ha tendido a ubicarse, consistentemente, cerca del límite inferior de dicho rango y en ocasiones por debajo del mismo, lo cual evidencia la necesidad de hacer una revisión integral de dicho indicador¹⁰.

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a noviembre de 2016, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.50% y 2.60%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan moderadamente la inflación a la baja, pero su

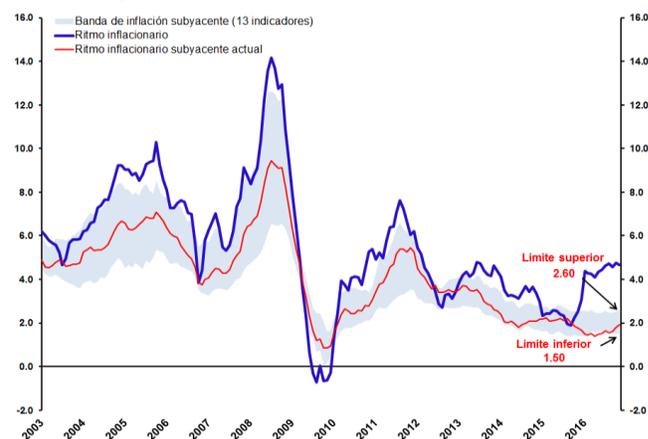
⁹ Excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones intermensuales de toda la canasta para el mes en estudio.

¹⁰ En los apartados "Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia" y en el "Anexo 2", de este documento, se presenta una revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente.

incidencia es limitada, dado que, como se indicó, el ritmo inflacionario total ha estado afectado por choques de oferta tanto internos como externos. En efecto, en ausencia de dichos choques, las condiciones de inflación son congruentes con la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria.

Gráfica 19

Inflación Subyacente (1) (Porcentajes)

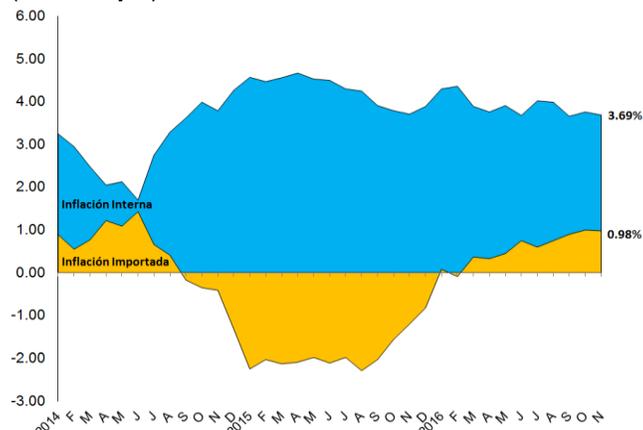


(1) Con información a noviembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual registró variaciones negativas a lo largo de 2015 (en línea con el choque de origen externo); sin embargo, a partir de septiembre de 2015 dichas variaciones fueron menos negativas (y positivas a partir de marzo 2016) a medida que el impacto favorable del precio internacional del petróleo y sus derivados, comenzó a disiparse (gráfica 20). A noviembre de 2016, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.69% y 0.98%, respectivamente.

Gráfica 20

Composición de la Inflación Total (1) (Porcentajes)



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

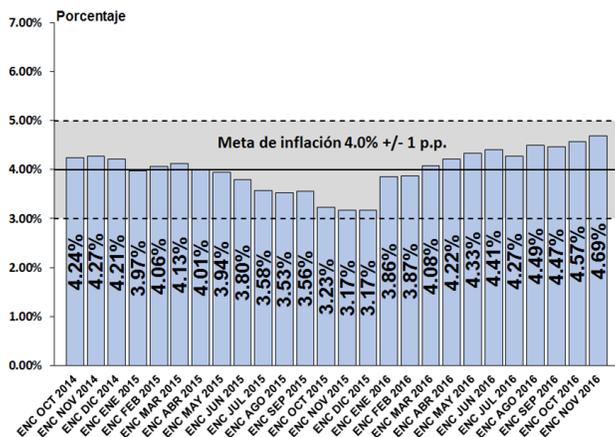
b) Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados¹¹, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de este año como para el siguiente, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel de analistas, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.69% en diciembre de 2016 y en 4.63% en diciembre de 2017. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento en los precios de los combustibles; la trayectoria del precio internacional del petróleo; el comportamiento del tipo de cambio nominal; la estacionalidad de los productos agrícolas; y el desempeño de las políticas monetaria y fiscal.

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

Gráfica 21

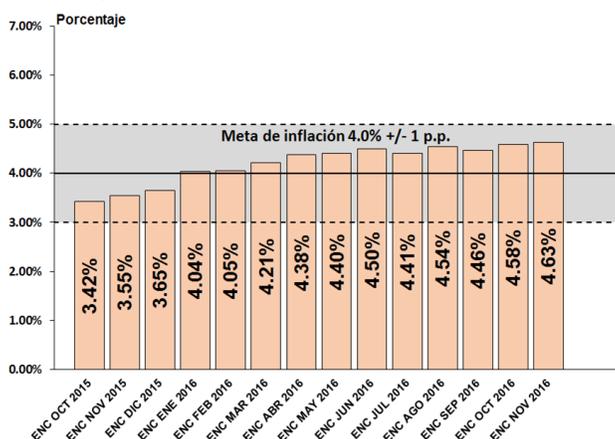
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2016 (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 22

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



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

3. Tipo de cambio

a) Nominal

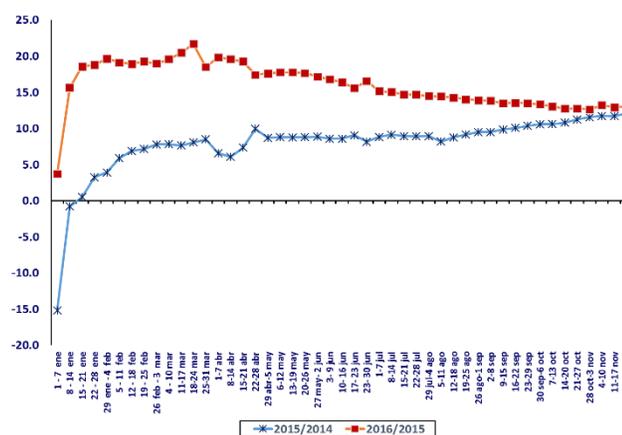
En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como el ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite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

mediante una regla transparente y conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas únicamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia¹².

El tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, registró al 30 de noviembre, un nivel de Q7.51202 por US\$1.00 que significa una apreciación nominal de 1.32% en términos interanuales (y una acumulada de 1.58%), explicada por tres factores fundamentales. El primer factor está relacionado con el incremento en el flujo de divisas por remesas familiares, el cual muestra tasas de crecimiento de dos dígitos en 2016 (ver gráfica 23) debido, entre otros aspectos, a la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América, al incremento del número de guatemaltecos que viven en dicho país y al temor de los migrantes guatemaltecos respecto al endurecimiento previsto de las políticas migratorias durante la administración Trump. Para finales del presente año se espera una tasa de crecimiento entre 10.0% y 14.0%.

Gráfica 23

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



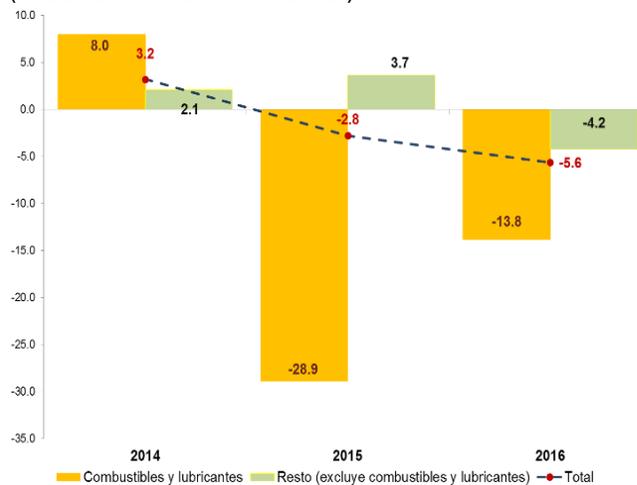
Fuente: Banco de Guatemala.

¹² En este documento se propone una revisión de la regla, con el propósito de perfeccionarla y mejorar su efectividad.

El segundo factor lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), asociada, por una parte, a la reducción de los precios internacionales del petróleo, lo que ha implicado un ahorro en la importación de combustibles (ver gráfica 43) y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también han registrado disminuciones de sus precios medios de importación (ver gráfica 24).

Gráfica 24

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



(1) A octubre de cada año.

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

El tercer factor está asociado a la caída del gasto público, la cual está relacionada, principalmente, al deterioro de la recaudación tributaria a principios de año y al limitado acceso al financiamiento con préstamos del exterior, lo que obligó al gobierno a implementar una política de contención del gasto público durante el primer cuatrimestre del año (ver gráfica 45).

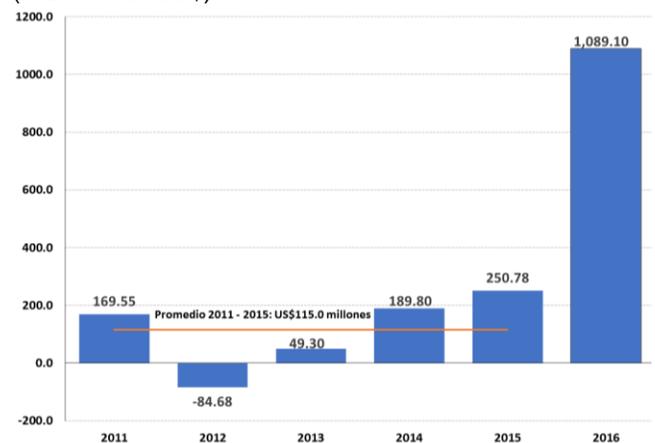
Por otra parte, cabe mencionar que, a diferencia de algunos episodios ocurridos en otros países de América Latina, la apreciación nominal del

quetzal no está asociada a influjos de capitales de corto plazo (de portafolio), dado que estos son incipientes¹³.

En ese contexto, al 30 de noviembre de 2016, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, generó compras de divisas por US\$1,165.5 millones y ventas por US\$76.4 millones, lo que da como resultado compras netas por US\$1,089.1 millones, equivalente a 2.96% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas. Cabe señalar que a similar fecha del año pasado, las compras ascendieron a US\$285.3 millones y las ventas a US\$34.5 millones, lo que implica compras netas por US\$250.8 millones, equivalente a 0.72% del total negociado.

Gráfica 25

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



(1) Con información al 30 de noviembre de cada año.

Fuente: Banco de Guatemala.

¹³ Algunos analistas locales han planteado que el Banco Central mantiene alta la tasa de interés de política monetaria y con ello ha provocado flujos de capitales al país. Al respecto, las cifras observadas de la balanza cambiaria al 1 de diciembre de 2016, evidencian que ello no ha ocurrido, como tampoco ha sucedido en años anteriores. Un requisito importante para que exista un arbitraje de tasas de interés es que el país tenga una calificación crediticia internacional en "grado de inversión", lo cual aún no ha ocurrido. Además, los costos de transacción deben ser bajos, los instrumentos de inversión deberían ser suficientemente líquidos y debe existir un mercado secundario relativamente desarrollado, aspectos en los cuales el país todavía tiene que mejorar.

b) Real de equilibrio

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

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2016, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2¹⁴ denotan una leve sobreapreciación de entre 0.35% y 0.71% (gráfica 26), valores que se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 8.50% (gráfica 27),

como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos¹⁵. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un ITCER en equilibrio. Por su parte, cuando el indicador se encuentra entre el primero y el segundo umbrales, sería indicativo de un ITCER ligeramente sobreapreciado o sobredepreciado (para el caso de la presente estimación, el ITCER estaría ligeramente sobredepreciado). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría un ITCER sobreapreciado y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de un ITCER sobredepreciado.

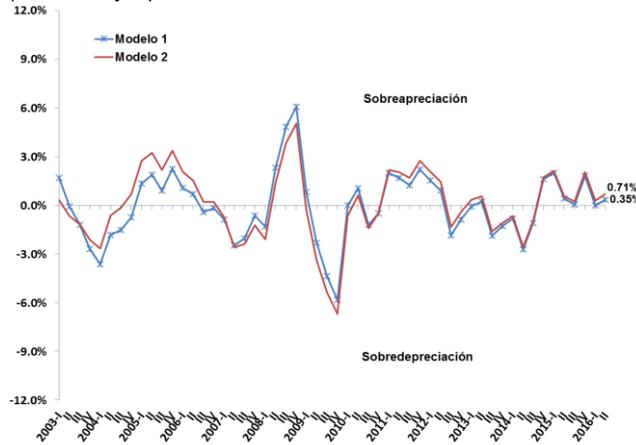
Del análisis anterior se puede inferir que el tipo de cambio nominal en el país responde a sus determinantes fundamentales, por lo que la apreciación cambiaria registrada recientemente no ha tenido un impacto relevante en el ITCER, el cual se encuentra cerca del valor de equilibrio, como lo ilustran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

¹⁴ 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.

¹⁵ El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país durante 2015 y al primer semestre de 2016, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó en el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

Gráfica 26

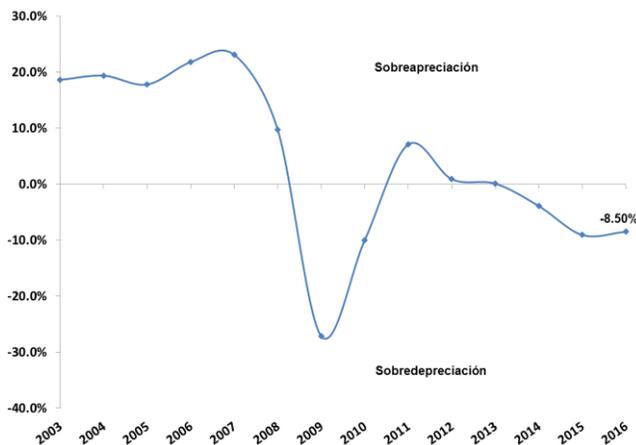
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 27

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

4. Tasas de interés

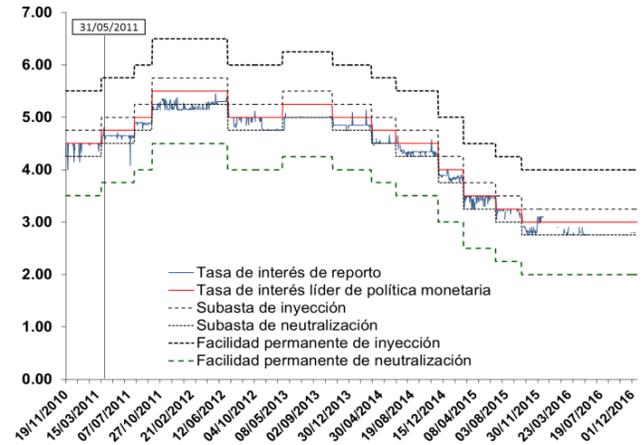
a) De corto plazo

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

Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 28

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



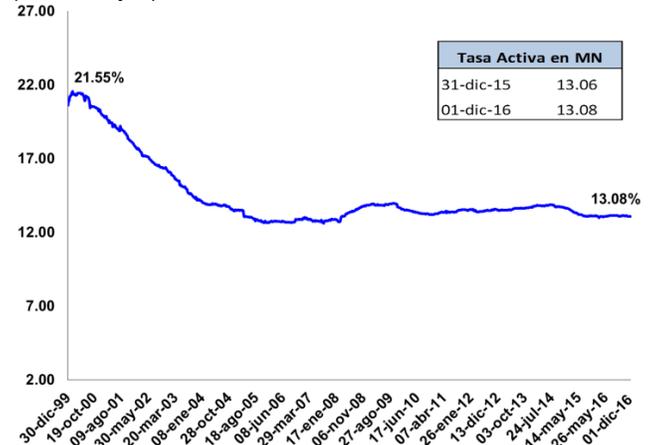
(1) Con información al 1 de diciembre de 2016. Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

b) De largo plazo

La tasa de interés representativa de largo plazo es la tasa de interés activa en moneda nacional del sistema bancario, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.50%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

Gráfica 29

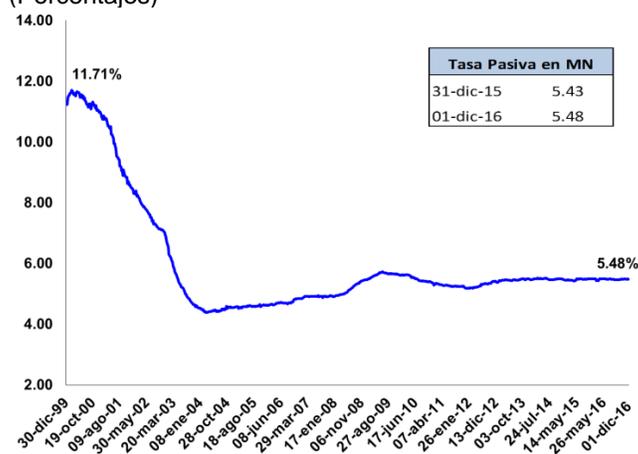
Tasa de Interés Activa (1) (Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 1 de diciembre de 2016. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, aumentó 2 puntos básicos al pasar de 13.06% en diciembre de 2015 a 13.08% al 1 de diciembre de 2016 (gráfica 29), debido, principalmente, a una recomposición de la cartera de créditos según tipo de deudor, en la cual se ha reducido el peso relativo de los créditos al sector empresarial (dada la reducción observada en el crédito destinado a dicho sector, cuyas tasas de interés son bajas) y ha aumentado la participación del sector consumo, el cual se otorga con tasas de interés altas. Con excepción del microcrédito (que representa el 2.6% del total de la cartera de créditos en moneda nacional), en todos los créditos por tipo de deudor se evidenciaron reducciones en la tasa de interés en el transcurso del año. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.48% (gráfica 30), 5 puntos básicos por arriba del valor observado a diciembre de 2015 (5.43%).

Gráfica 30
Tasa de Interés Pasiva (1)
(Porcentajes)



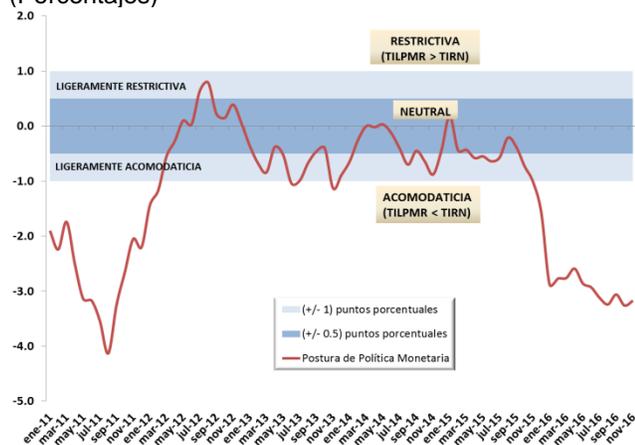
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 1 de diciembre de 2016.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Real neutral

La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay

presiones inflacionarias (deflacionarias)¹⁶. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria, definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria; es decir, si la TILPM es mayor a la TIRN, el resultado sería interpretado como indicativo de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPM es menor a la TIRN, sería señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a noviembre de 2016, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia¹⁷.

Gráfica 31
Postura de la Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2016.

Nota: La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 0.5% y, el segundo, de +/- 1.0%, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. Cuando el indicador se encuentre entre el segundo y el primer umbral, sería indicativo de una política monetaria ligeramente restrictiva o acomodaticia (según la dirección). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría una política monetaria restrictiva y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de una política monetaria acomodaticia.

Fuente: Banco de Guatemala.

5. Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2016 los principales agregados monetarios y de crédito, evidenciaron un

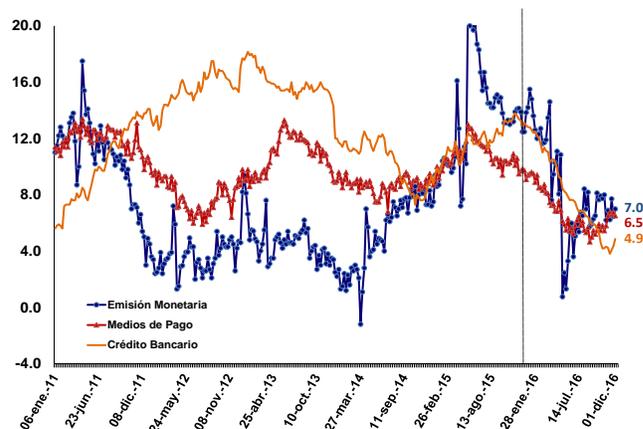
¹⁶ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

¹⁷ Este resultado evidencia que la percepción de algunos analistas locales que aseguran que la política monetaria está siendo restrictiva y que, por ende, está limitando la liquidez en la economía, es totalmente erróneo.

comportamiento moderado y, en general, congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación.

Gráfica 32

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



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

a) Emisión monetaria

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

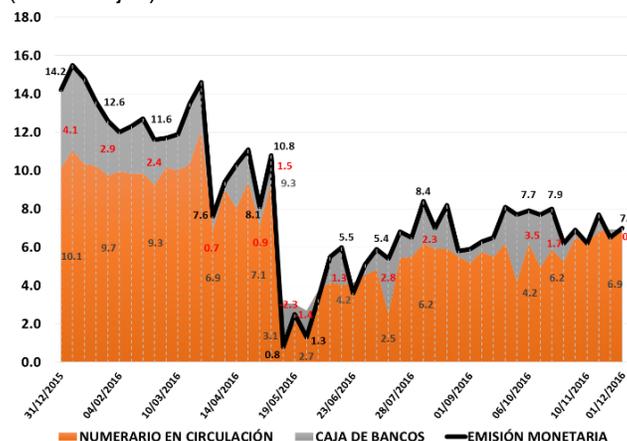
adicional de efectivo (componente aleatorio), debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema.

Adicionalmente, la referida tendencia a la moderación de la emisión monetaria (excluyendo el efecto aritmético antes comentado) se puede evidenciar en dos factores principales. El primero, relacionado con el coeficiente de preferencia de liquidez, que luego del incremento inusual de 2015, ha mostrado una relativa estabilidad en el transcurso de 2016, con una tendencia a la baja durante los primeros meses del año y en niveles estables y cercanos al promedio del año en el transcurso del segundo semestre. En efecto, al 1 de diciembre el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó en 0.1522 levemente superior al valor promedio observado en 2015, lo cual continúa anticipando la convergencia de la demanda de efectivo a los niveles estimados. El segundo factor, está asociado a las finanzas públicas, que a octubre presionaban la emisión monetaria a la baja, dado que se registraba una contracción del gasto. Ello cambió en noviembre cuando el gasto público ya muestra una tasa de variación positiva (3.1%).

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que al 1 de diciembre el numerario en circulación registró un crecimiento promedio de 8.0%, con una incidencia de 6.9 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (10.1 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2015); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual promedio de 9.5%, ritmo que denota una normalización respecto de los valores cercanos a 36.0% que alcanzó en mayo de 2015, asociados al evento antes indicado. En términos de incidencia, la caja de bancos pasó de 4.1 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.1 puntos porcentuales el 1 de diciembre (gráfica 33), ello se relaciona con una menor demanda de caja por parte del sistema bancario, luego de un aumento el año previo por motivo precaución, como se indicó.

Gráfica 33

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



(1) Al 1 de diciembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

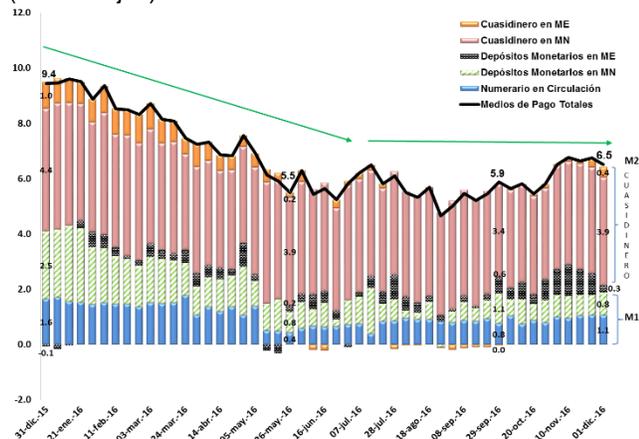
b) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 1 de diciembre, registraron un crecimiento interanual de 6.5% (9.4% en diciembre de 2015). En el transcurso del año se identifican dos períodos diferenciados según el ritmo de crecimiento de M2. El primer periodo, comprendido entre enero y mayo, cuando se observó una tendencia a la baja en dicho indicador y, el segundo periodo, comprendido entre junio y diciembre, cuando el M2 se estabilizó en torno a un ritmo promedio de 5.8% de crecimiento.

La moderación en el ritmo de crecimiento del M2 se observó tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, pero dado que la moneda nacional representa más de 82.0% de dicha variable, es ese comportamiento el que explica, en mayor medida, la desaceleración en el ritmo de crecimiento de ese indicador. En ese sentido, el M2 en moneda nacional pasó de registrar un crecimiento de 10.5% en diciembre de 2015 a 7.1% el 1 de diciembre de 2016; en tanto que, el M2 en moneda extranjera aumentó su crecimiento al pasar de 4.1% a 6.2% en el mismo período, reflejado en el aumento reciente de los depósitos monetarios en la referida moneda.

Gráfica 34

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



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

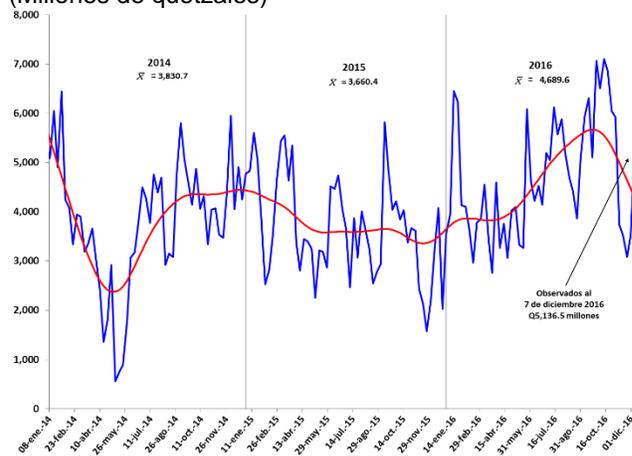
Al analizar el comportamiento de M2 por componentes durante el año, se observa una desaceleración en la mayoría de ellos, particularmente, en los depósitos monetarios en moneda nacional, en el numerario en circulación y en el cuasidinero en moneda extranjera. El numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional integran el agregado denominado M1 o “medio circulante”, el cual corresponde a la definición de oferta monetaria en su sentido estricto, ya que posee una alta liquidez y es el agregado que tiene una naturaleza transaccional. Por lo anterior, tomando en consideración que M1 (que al 31 de diciembre de 2015 creció 11.1% y al 1 de diciembre de 2016 5.2%), es el que explica en mayor medida la desaceleración de M2; la referida moderación se explica, principalmente, por factores de demanda¹⁸ y la misma es

¹⁸ En el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), el banco central no tiene una meta operativa para un agregado monetario, precisamente porque la meta es la inflación. Algunos analistas han planteado que la política monetaria está reduciendo deliberadamente los niveles de liquidez, factor que ha propiciado una apreciación cambiaria. Al respecto, cabe recordar que bajo el EMEI, la oferta monetaria se acomoda, es decir, se ajusta endógenamente a la demanda de dinero, la cual depende del ingreso y de la tasa de interés, por lo que los agregados monetarios y el tipo de cambio nominal no necesariamente se relacionan en el corto plazo. En este esquema se utiliza la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria para incidir en la inflación.

consistente con la moderación en el crecimiento económico del presente año.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), en promedio durante 2016 se ubicaban en Q4,689.6 millones, nivel que se considera alto en términos históricos, en particular si se compara con los niveles promedio registrados en los dos años previos, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 35
Recursos Líquidos Disponibles del Sistema Bancario (1)
(Millones de quetzales)

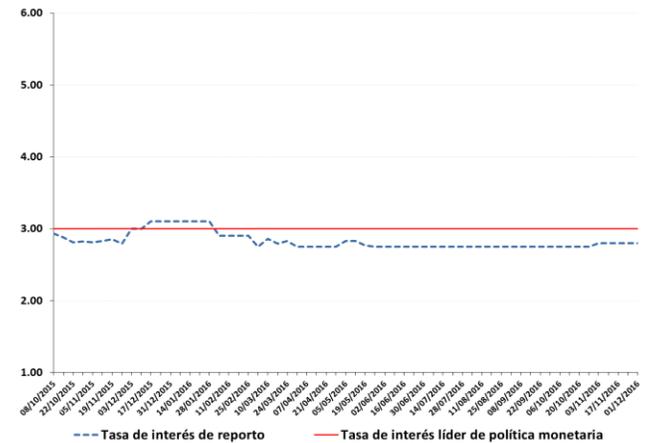


(1) Se refiere a la suma de la posición diaria de liquidez (excedente de encaje) y el saldo de las operaciones de estabilización monetaria a 1 día plazo. Con información al 7 de diciembre de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

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

Gráfica 36

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



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

Finalmente, considerando que la emisión monetaria se ha comportado de conformidad a lo estimado; que la liquidez del sistema bancario se mantiene alta, lo que se refleja en la reducción de las tasas de interés de corto y largo plazo; y que la razón M2/PIB continúa ubicándose en alrededor de 40.0%, se estima que el crecimiento actual de los medios de pago guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

c) Crédito bancario al sector privado

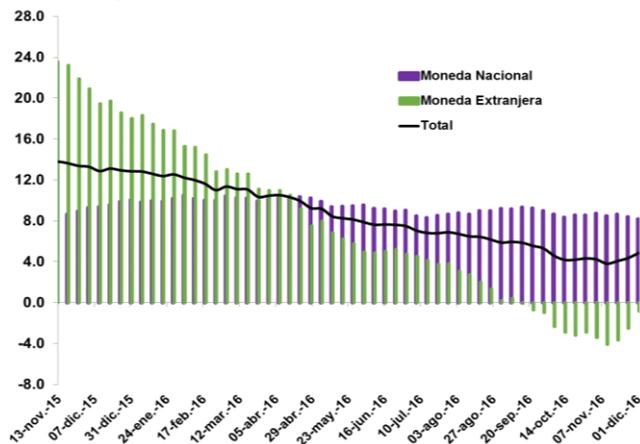
El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 1 de diciembre registró un crecimiento interanual de 4.9%, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional (8.2%), dado que el crédito en moneda extranjera, registró una variación negativa de 0.8%.

Como se observa en las gráficas siguientes, el crédito bancario en moneda extranjera sigue registrando una tendencia a la baja, explicada, principalmente, por la reducción en los préstamos otorgados al sector empresarial (que representa alrededor del 94.0% del financiamiento concedido en dicha moneda), particularmente en los sectores de

electricidad, gas y agua; industria manufacturera; y comercio.

Gráfica 37

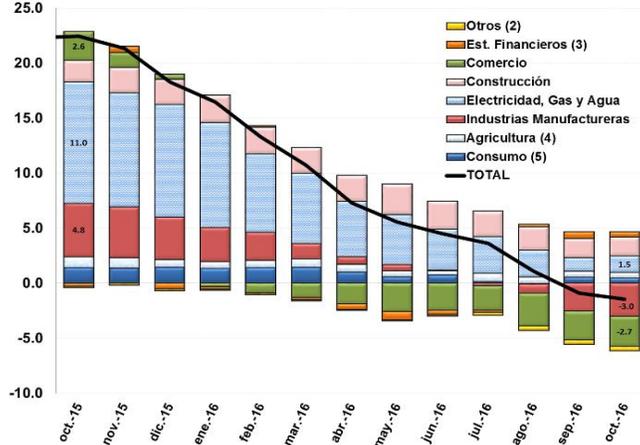
Crédito al Sector Privado por Tipo de Moneda (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 38

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



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

La disminución del crédito otorgado en moneda extranjera al sector de electricidad, gas y agua, también se puede relacionar con el cambio reciente en la normativa relativa al otorgamiento de crédito en moneda

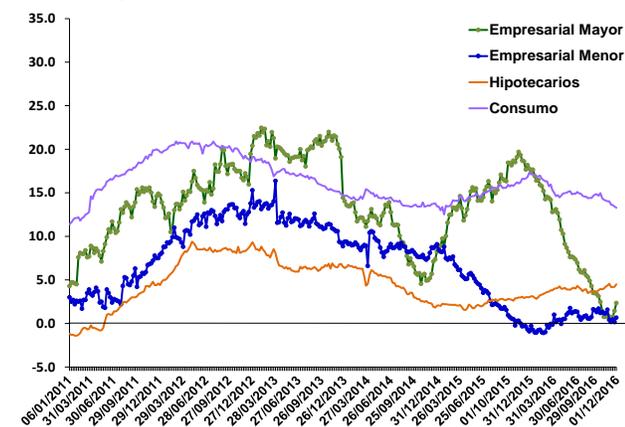
extranjera a los agentes no generadores de divisas en dicho sector¹⁹.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que más han contribuido al crecimiento del crédito son, en orden de incidencia, consumo, (con una variación interanual de 12.2%) y construcción (con un ritmo de 8.5%).

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

Gráfica 39

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



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

Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional, continúa evidenciando un ritmo dinámico de crecimiento, resultado del aumento del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor, que representan el 46.2% y 32.1%, en su orden. En efecto, al 1 de diciembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 13.3%, en tanto que el crédito al sector empresarial mayor aumentó 7.2%, asociado,

¹⁹ En el Informe a Política Monetaria a Septiembre de 2016, se incluye un análisis más amplio sobre los factores que han determinado el comportamiento del crédito en moneda extranjera.

entre otros factores, a la recuperación del crédito para el sector de industria manufacturera, el cual pasó de -4.0% en octubre de 2015 a 22.0% en octubre de 2016.

Con relación a las fuentes de recursos que impulsan la actividad crediticia total, se observa que la misma ha sido financiada, principalmente, con las captaciones bancarias con el sector privado y, en menor medida, con un aumento de los depósitos del sector público. Cabe mencionar que para el caso del crédito en moneda extranjera, una de sus principales fuentes de financiamiento son las líneas de crédito contratadas con bancos del exterior, las cuales han disminuido de manera considerable en el presente año, reflejo de la menor demanda de crédito en dicha moneda, aun cuando los bancos tienen altos márgenes por girar sobre dichas líneas de crédito.

Por lo anterior, cabe puntualizar que a pesar de su desaceleración, el comportamiento del crédito bancario al sector privado se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo (en términos del PIB) y es congruente con los niveles de actividad económica esperados para el año próximo y con la meta de inflación, en particular el crédito en moneda nacional. Cabe indicar que en el caso del crédito en moneda extranjera, han incidido factores de demanda asociados a los sectores manufactura, comercio y electricidad; asimismo, han incidido factores de oferta relacionados con el cambio en la normativa para el otorgamiento de crédito en moneda extranjera a los agentes no generadores de divisas que ha modificado las expectativas de los agentes económicos.

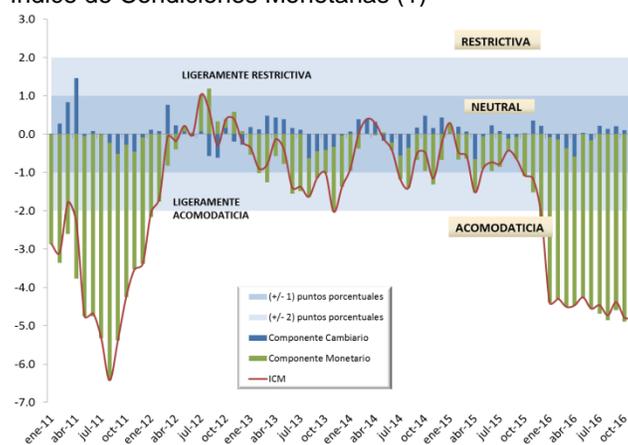
6. Índice de condiciones monetarias

El índice de condiciones monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción

entre los mercados de bienes y de dinero. En ese sentido, el ICM mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por los cambios en los fundamentos de la economía o choques externos, y no exclusivamente a decisiones del banco central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información a noviembre de 2016, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 40

Índice de Condiciones Monetarias (1)



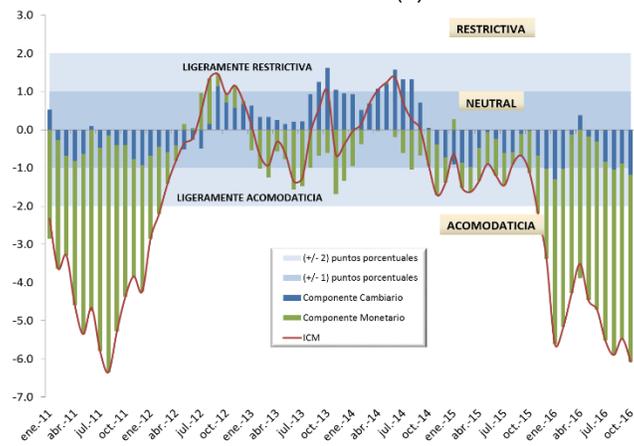
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a noviembre de 2016.

Nota: La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 1.0 y, el segundo, de +/- 2.0, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. Cuando el indicador se encuentre entre el segundo y el primer umbral, sería indicativo de una política monetaria ligeramente restrictiva o acomodaticia (según la dirección). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría una política monetaria restrictiva y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de una política monetaria acomodaticia.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 41

Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a octubre de 2016.

Nota: La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 1.0 y, el segundo, de +/- 2.0, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. Cuando el indicador se encuentre entre el segundo y el primer umbral, sería indicativo de una política monetaria ligeramente restrictiva o acomodaticia (según la dirección). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría una política monetaria restrictiva y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de una política monetaria acomodaticia.

Fuente: Banco de Guatemala.

7. Variables del sector externo

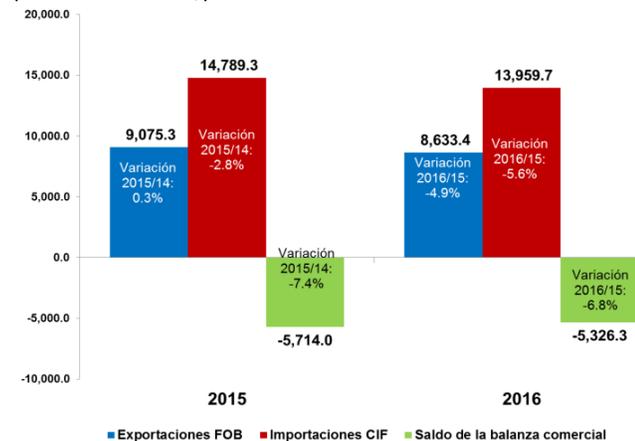
El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registra una reducción de 4.9% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a octubre de 2016, respecto de similar período de 2015, resultado de la disminución tanto en el volumen exportado como en el precio medio. El valor CIF de las importaciones de bienes también disminuyó 5.6%, como consecuencia de la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, en buena medida, a precios de los combustibles y lubricantes que aún se mantienen por debajo de los del año previo, aunque tuvieron una leve alza. El volumen importado aumentó a consecuencia de los citados precios de los derivados de petróleo y de la reducción de precios de otras importaciones de origen no petrolero, que habrían propiciado un aumento en la demanda.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$5,326.3 millones, inferior en US\$387.7 millones al observado en el mismo período del año

previo (US\$5,714.0 millones), lo que denota que la apreciación nominal del tipo de cambio no ha provocado un aumento de las importaciones. Con relación a los términos de intercambio, estos continúan siendo favorables, debido a la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, fundamentalmente, a que los precios internacionales de los combustibles aunque han aumentado desde febrero, aún continúan bajos respecto del año previo, lo que ha sido contrarrestado parcialmente por la leve disminución en el precio medio de las exportaciones, que a octubre de 2016 fue de 1.3%.

Gráfica 42

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



(1) Con información a octubre de cada año.

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

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

El valor de las ventas al exterior de azúcar disminuyó US\$89.5 millones (11.7%), derivado de la caída tanto del precio medio de exportación (3.7%), que

pasó de US\$18.08 a US\$17.42 por quintal, como del volumen (8.4%). Según *The Public Ledger*²⁰, la reducción en el precio del azúcar se asocia a una producción mayor de caña de azúcar a la esperada en Brasil ante condiciones climáticas favorables; al alto nivel de inventarios del edulcorante a nivel mundial; y a la menor demanda externa por parte de Estados Unidos de América. Por su parte, la caída en el volumen se explica, principalmente, por un bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

El valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos cayó US\$76.5 millones (26.9%), influenciado por la reducción en el volumen exportado (63.4%), principalmente por la disminución en el nivel de operaciones que registró Montana Exploradora; lo que contrarrestó el importante aumento del precio medio.

Las exportaciones de artículos de vestuario disminuyeron US\$61.6 millones (5.5%), debido a la disminución tanto en el precio medio (3.8%) como en el volumen exportado (1.8%). La reducción en el precio se asocia, principalmente, al cambio en la composición de la exportación, privilegiando prendas de vestir con alto contenido de fibras sintéticas, con un costo menor de producción; en tanto que la moderación en el volumen exportado, se asocia a una menor demanda, principalmente, de parte de Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 92.0% de estos bienes.

Las ventas al exterior de petróleo disminuyeron US\$46.8 millones (42.1%), por la caída observada del precio medio de exportación (37.1%); mientras que el volumen registró una disminución de 8.0%.

Las ventas al exterior de hierro y acero disminuyeron US\$46.3 millones (23.0%), por la caída en el precio medio (31.0%), principalmente de ferróníquel, lo que contrarrestó el incremento en el volumen exportado (12.2%).

²⁰ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

El valor de las exportaciones de níquel disminuyó US\$33.8 millones (43.0%), debido a la reducción, tanto del volumen (25.7%), como del precio medio (23.2%). El menor volumen exportado obedeció al considerable menor nivel de operaciones extractivas de la Minera Mayamérica, la Minera Guaxilan y la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN), ante la disminución del precio internacional del metal asociada al exceso de oferta y a la débil demanda en el mercado mundial, principalmente de la República Popular China.

El valor exportado de caucho natural se contrajo en US\$23.6 millones (20.1%), debido a la reducción del precio medio (11.8%), y del volumen (9.4%). Según el Banco Mundial, la baja del precio internacional se atribuye al exceso de oferta de algunos países asiáticos, así como a la reducción en la demanda de la República Popular China (principal país comprador); incidiendo, a su vez, en la reducción del volumen, dado el menor incentivo para su venta al exterior.

El valor exportado de cardamomo disminuyó US\$20.1 millones (10.9%), explicado por la reducción del precio medio por quintal (24.8%), el cual pasó de US\$344.28 a US\$259.05, ante las expectativas de una mayor producción en India. Dicho efecto fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen (18.4%), principalmente asociado a la mayor demanda de Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Bangladesh, Jordania, Irak y Siria.

El valor de las exportaciones de banano disminuyó US\$19.3 millones (3.1%), influenciado, tanto por una caída en el precio medio (0.5%), al pasar de US\$15.19 a US\$15.12, como un menor volumen de exportaciones (2.7%). La disminución en el precio obedece, fundamentalmente, a una mayor oferta de los principales países productores, entre ellos: Filipinas, Costa Rica y Colombia, que presentaron condiciones climáticas favorables para la producción de la fruta. Por su parte, la reducción en las ventas al exterior se asocia, en buena medida, a que las ventas del país a Estados Unidos se contrajeron ante la mayor oferta de la fruta por

parte de los principales países exportadores. Cabe indicar que alrededor de 89.0% de las exportaciones de dicho producto, se destinaron a Estados Unidos de América (87.3% en 2015).

La caída en el valor de las exportaciones de café de US\$14.3 millones (2.3%), se asocia a la reducción en el precio medio (4.5%), al pasar de US\$169.48 a US\$161.93 por quintal, el cual fue compensado, parcialmente, por un leve aumento en el volumen (2.3%). De acuerdo con *The Public Ledger*, la reducción en el precio medio se explica, en buena medida, por condiciones climáticas favorables en Brasil, México, Centroamérica y Vietnam, así como por la normalización de las exportaciones de Colombia, situación que generó expectativas de una mayor oferta del aromático.

Por su parte, el valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles se incrementó en US\$51.0 millones (16.9%), que a pesar de la disminución en el precio medio (14.9%), se vio compensado por el aumento en el volumen exportado (37.5%). El aceite de palma tuvo una mayor participación (79.3%), destinándose a los mercados de México, Países Bajos, El Salvador y Alemania, países que en conjunto compraron alrededor del 88.0% de este producto.

En el caso del plomo, el valor exportado se incrementó 6.7% (US\$17.1 millones), debido a un aumento en el precio medio (7.5%), el cual fue compensado, parcialmente, por una moderada reducción en el volumen exportado (0.7%).

Finalmente, el valor exportado de frutas frescas, secas o congeladas aumentó US\$13.6 millones (6.3%); el rubro de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró un aumento de US\$11.6 millones (4.5%). Para ambos rubros, se registraron aumentos tanto en el volumen exportado como en los precios medios.

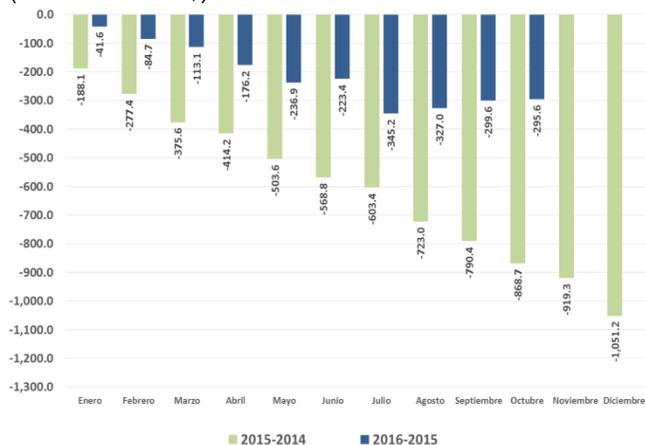
En cuanto a la disminución en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (5.6%), estuvo determinada por la reducción en el precio medio (10.9%), efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen importado (5.9%). El referido

comportamiento se explica, principalmente, por la reducción del valor importado del rubro combustibles y lubricantes (13.8%), asociada a la caída de 20.5% en el precio medio respecto del año previo, que contrarrestó el incremento de 7.5% en el volumen, ante una mayor demanda asociada a los menores precios de los combustibles y al aumento del parque vehicular. Adicionalmente, los rubros de materias primas y productos intermedios; bienes de capital y materiales de construcción registraron disminuciones de 8.2%, 7.8% y 4.9%, respectivamente; reducciones que fueron compensadas por el incremento de 2.2% en el valor importado de bienes de consumo. El comportamiento descrito del volumen de importaciones es indicativo de que la apreciación nominal que se ha venido observando en lo que va del año, no ha generado un aumento en dicho volumen.

Dado que el precio internacional del crudo continúa en niveles bajos respecto del año previo, se sigue generando un ahorro, aunque de menor magnitud, en la salida de divisas por el rubro de combustibles y lubricantes, dicho ahorro con cifras acumuladas a octubre asciende a US\$295.6 millones (US\$868.7 millones a octubre de 2015). Al respecto, es importante destacar que este menor ahorro respecto del año anterior es resultado, como se indicó, del aumento en el precio internacional del petróleo, pero también del efecto que dicho comportamiento de precios ha tenido en el volumen importado, el cual se ha desacelerado respecto del año previo ante precios más altos de estos productos.

Gráfica 43

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



(1) Con información a octubre de 2016.

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

En cuanto a las remesas familiares, al 30 de noviembre de 2016, estas registran un monto de US\$6,481.6 millones, superior en US\$794.7 millones (14.0%) respecto de igual período de 2015. Dicho resultado se explica, entre otros factores, por la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América; el incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país que, de acuerdo con estimaciones del banco estadounidense *Wells Fargo*²¹ el 70% envían remesas al país, cuyo promedio de envío supera al de los residentes de otros países del área; así como, por la incertidumbre ante las medidas de política migratoria que podría implementar el presidente recién electo en Estados Unidos de América.

Al 30 de noviembre de 2016, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$9,003.6 millones, mayor en US\$1,252.4 millones al registrado en diciembre de 2015, dicho aumento refleja, principalmente, las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas por US\$1,089.1 millones y la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en los mercados

internacionales. El referido nivel de RIN equivale a 6.6 meses de importación de bienes por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

8. Finanzas públicas

Durante 2016, el desempeño de las finanzas públicas se caracterizó por una contracción del gasto público, más acentuada durante el primer semestre del año. No obstante que dicho comportamiento ha sido usual para un primer año de cada periodo de gobierno, vale destacar algunos elementos que afectaron la evolución actual, entre estos: i) la significativa desaceleración de la recaudación tributaria durante el primer cuatrimestre del año; ii) las restricciones presupuestarias²² impuestas sobre la colocación de Bonos del Tesoro, aunque luego se viabilizó su ejecución; iii) la política de contención de gasto; y iv) la escasa ejecución del financiamiento externo

Por el lado de los ingresos, las acciones administrativas y judiciales realizadas por la Administración Tributaria encaminadas a la recuperación de adeudos tributarios de ejercicios fiscales anteriores mejoraron la recaudación tributaria a partir de mayo, elevándola de una variación acumulada de 2.2% registrada en abril a 8.1% en noviembre, según cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas. Además, se espera que las reformas aprobadas por el Congreso de la República a la Ley Orgánica de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), contribuyan al fortalecimiento institucional y al mejoramiento de la recaudación.

La recuperación de la recaudación tributaria derivado de las acciones implementadas por la administración tributaria y la disponibilidad de recursos provenientes de la colocación de bonos del tesoro

²² El artículo 37 del Decreto Número 14-2015, que autorizó el presupuesto para 2016, facultó al Ministerio de Finanzas Públicas colocar durante el primer semestre hasta el 50% del monto autorizado de bonos del tesoro; posteriormente, en Decreto Número 29-2016 se reformó el referido artículo y se autorizó a dicho Ministerio la colocación de la totalidad de los bonos del tesoro según las prioridades del Estado.

²¹ Una de las principales entidades que intermedia el envío de remesas familiares de la comunidad latina en Estados Unidos de América.

permitieron una mayor flexibilización en la aprobación de las cuotas financieras, lo cual contribuiría a dinamizar el gasto público a partir del cuarto trimestre, no obstante que el mismo estaría mitigado por la escasa ejecución de los desembolsos de préstamos externos, los cuales incidirían, principalmente, en una baja ejecución del gasto en inversión pública

En el contexto anterior, con base a cifras recientes del Ministerio de Finanzas Públicas, se estima que al final del año los ingresos tributarios y los gastos totales crecerían 8.0% y 4.0%, respectivamente. Respecto del PIB, los ingresos tributarios se ubicarían en 10.3%, el gasto público total en 11.9% y el déficit fiscal en 1.0%.

a) Ingresos

Al 30 de noviembre de 2016, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 8.1% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 8.1% que registraron los ingresos tributarios (94.5% de los ingresos totales) y de 9.6% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones).

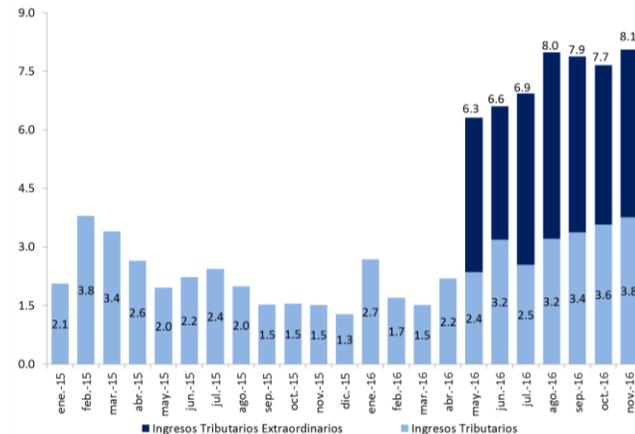
En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 15.7%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual creció 19.2%, asociado, principalmente, a las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 4.0%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 3.7%, destacando el desempeño del IVA doméstico (11.3%), derechos arancelarios (8.0%) y del impuesto sobre la distribución de petróleo (8.4%), mientras que el IVA sobre las importaciones disminuyó 2.6%, afectado por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, en el rubro de combustibles y lubricantes. Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de noviembre de 2016, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q49,814.1 millones, equivalente a 99.0% de la meta para dicho período

(Q50,302.7 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q488.7 millones (1.0%).

La recaudación tributaria registró, hasta abril, como se mencionó, una variación interanual de 2.2%; no obstante, a partir de mayo evidenció una significativa recuperación (8.1% a noviembre, gráfica 44), resultado de las acciones legales y administrativas efectuadas por la administración tributaria. Por su parte, el mejor desempeño en la actividad económica previsto para el segundo semestre del año, aunado a los resultados de las medidas implementadas por la SAT, estarían induciendo un aumento de los ingresos tributarios en dicho semestre y propiciarían que, al finalizar el año, la brecha de recaudación respecto a la meta fuera menor que la registrada en años anteriores.

Gráfica 44

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



(1) Variación interanual acumulada.

(2) Cifras preliminares a noviembre de 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

b) Gastos

Al 30 de noviembre de 2016, el gasto público aumentó 3.1%, respecto de similar período del año anterior, debido entre otros factores, al deterioro que durante el primer cuatrimestre del año registró la recaudación tributaria y al limitado acceso al financiamiento con los organismos financieros internacionales, lo que habría obligado al gobierno a continuar con una política de contención del gasto

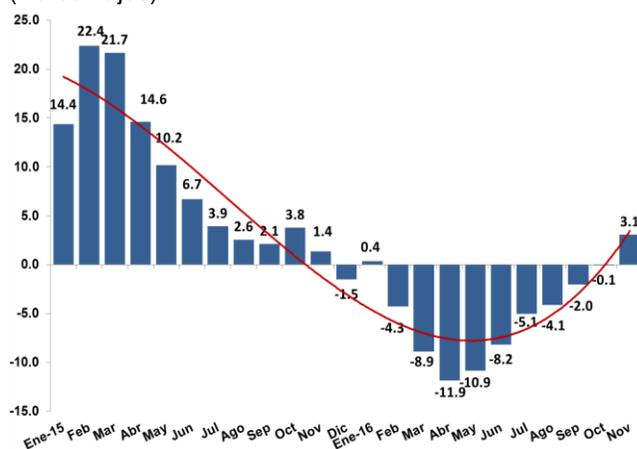
público. No obstante, a partir de mayo, los mejores resultados en la recaudación tributaria y el aumento en la disponibilidad de recursos, en especial, de los provenientes de la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional, permitieron recuperar, levemente, la dinámica del gasto público a partir del segundo semestre.

Gráfica 45

Gasto Público y Tendencia (1) (2)

Años: 2015-2016

(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a noviembre 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Al 30 de noviembre de 2016, los gastos de funcionamiento aumentaron 4.9% mientras que, los de capital disminuyeron 5.5%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes y los intereses de la deuda pública fueron mayores en 15.0% y 11.3%, respectivamente, mientras los gastos en bienes y servicios disminuyeron en 13.3%, esto puede estar influido por la caída en las compras por excepción en 2015 y por las reformas a la Ley de Contrataciones, así como por el temor de muchos funcionarios y empleados públicos de realizar compras por licitación ante la incertidumbre ocasionada por algunos procesos judiciales. El gasto de capital refleja una caída en la inversión directa de 53.6%, principalmente, por la reducida ejecución del gasto en 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 80.8%, superior a la registrada en 2015 (79.0%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Educación (84.7%) y el Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social (81.4%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Cultura y Deportes (56.4%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (41.9%).

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de noviembre, resultó en un déficit fiscal de Q2,345.6 millones (0.4% del PIB), menor al registrado en el mismo período del año anterior (Q4,675.7 millones equivalente a 1.0% del PIB), el cual refleja, básicamente, la contención del gasto público en el primer semestre del año, pues los ingresos tributarios se ubican muy cerca de la meta de recaudación. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto ascendió a Q4,053.4 millones, destacando la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones²³ (equivalente a Q5,407.9 millones), mientras que los desembolsos de préstamos fueron Q1,127.7 millones y las amortizaciones Q2,482.2 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q4,130.8 millones, asociado a negociaciones de bonos del tesoro por Q9,553.0 millones²⁴,

²³ Eurobono colocado a 10 años plazo, con tasa cupón de 4.50% y tasa de rendimiento de 4.60%. Cabe destacar que la demanda alcanzó 4.7 veces del monto colocado.

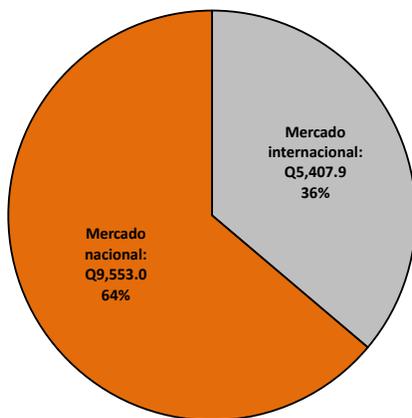
²⁴ Al 30 de noviembre se había colocado el 100.0% (incluyendo la colocación en el mercado internacional) de un monto programado para el ejercicio fiscal 2016 de Q14,960.9 millones, de los cuales Q9,426.5 millones corresponden a nueva emisión y Q5,534.4 millones a *roll-over*. De las colocaciones realizadas en el mercado local en moneda nacional, el 49.8% fueron al plazo de 15 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.45%; el 36.0% fueron al plazo de 8 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.31%; el 8.9% fueron al plazo de 7 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.29%; y el restante 5.3% fue al plazo de 5 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 5.5%.

vencimientos por Q5,534.4 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q112.2 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, la caja del Gobierno Central aumentó Q5,838.6 millones.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q65,641.9 millones, mayor en Q4,018.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa, al 31 de octubre, se situó en US\$7,962.5 millones, mayor en US\$472.6 millones respecto del registrado a finales de 2015 (US\$7,489.9 millones).

Gráfica 46

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



(1) Cifras al 30 de noviembre 2016.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

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

Conforme el calendario previsto para 2016, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

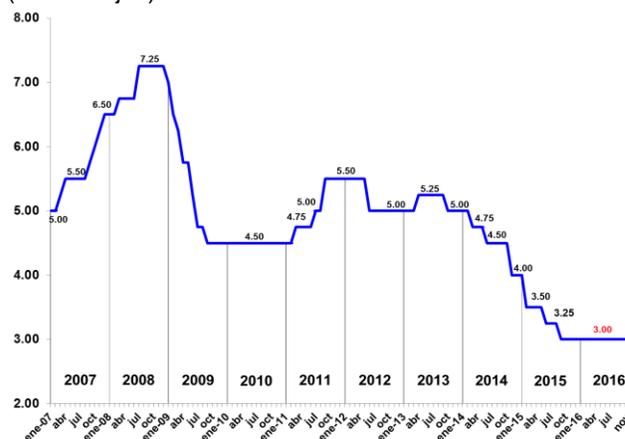
En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que se continuó evidenciando en las

economías avanzadas una recuperación más débil de lo previsto y que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, si bien mostraron un crecimiento positivo, prevalecieron los riesgos a la baja. Asimismo, dicho cuerpo colegiado tomó en cuenta que los precios internacionales de las materias primas continuaron ubicándose en niveles inferiores a los del año previo; sin embargo, destacó la tendencia al alza del precio del petróleo. En el ámbito interno, consideró, entre otros factores, que la actividad económica evolucionó conforme el rango de crecimiento previsto, como lo confirman los indicadores económicos de corto plazo (el Índice Mensual de la Actividad Económica, el crédito bancario al sector privado, el volumen de importaciones y las remesas familiares, entre otros). Además, tomo en cuenta que tanto los pronósticos como las expectativas de inflación para 2016 y para 2017 anticipaban que la inflación se mantendría en torno al valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual).

La Junta Monetaria mantuvo un estrecho seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, a efecto de adoptar acciones oportunas y evitar que la trayectoria de la inflación se alejara de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el propósito de seguir fortaleciendo el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Gráfica 47

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

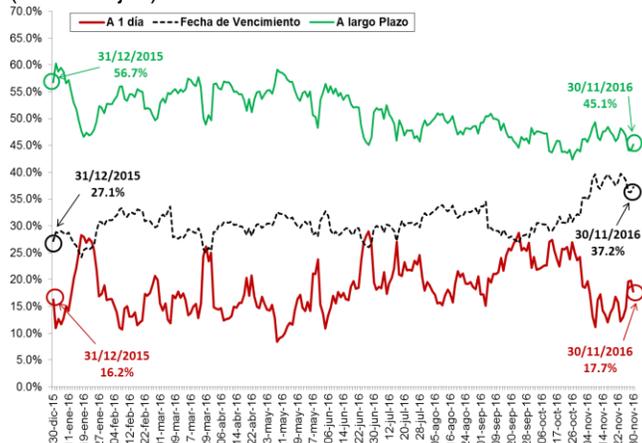


(1) Con Información a noviembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

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 y a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario y de los flujos de deuda pública externa, al 30 de noviembre, las referidas operaciones registraron un crecimiento de Q4,590.0 millones, de los cuales el 60.3% corresponde al sector privado y el 39.7% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2015, el 16.2% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 30 de noviembre de 2016 la referida proporción aumentó a 17.7%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 27.1% en diciembre de 2015 a 37.2% el 30 de noviembre de 2016, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 11.6 puntos porcentuales (de 56.7% en 2015 a 45.1% en 2016). El costo de política derivado de las respectivas operaciones se situó en 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

Gráfica 48

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de noviembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

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 (3.17% de las compras y 0.21% 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 2016 Y PERSPECTIVAS PARA 2017

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

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

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

En Estados Unidos de América, se espera un crecimiento de 1.6% en 2016 y de 2.2% en 2017, principalmente, por la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; por una política fiscal levemente expansiva; por condiciones financieras aún favorables; y por el dinamismo del gasto del consumidor, que compensarían, en parte, la caída en la inversión en el sector de energía;

la fortaleza del dólar estadounidense y la incertidumbre asociada a las políticas económicas que estaría implementando la administración Trump.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 1.6% y 1.4% en 2016 y en 2017, respectivamente, resultado, entre otros factores, de la fortaleza de la demanda interna, del mantenimiento de una política monetaria acomodaticia, de una modesta expansión fiscal y de los bajos precios del petróleo. No obstante, la incertidumbre acerca de la futura relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría afectar el crecimiento de la zona a partir de 2017. En el sistema bancario de algunos países de la región (Italia y Portugal) prevalecen ciertas vulnerabilidades que podrían afectar negativamente las perspectivas de crecimiento.

En Japón, a pesar de los esfuerzos de estímulo fiscal y monetario, no se prevé que el crecimiento se acelere (0.5% en 2016 y 0.6% en 2017), ello a pesar de que las agresivas medidas de política económica están orientadas a apuntalar la demanda interna. Entre dichas medidas, destacan la nueva postergación de la entrada en vigencia del incremento en el impuesto sobre ventas, la ampliación del gasto fiscal y la nueva expansión de la política monetaria, medidas que además buscan contrarrestar la influencia negativa que genera la incertidumbre, la apreciación del yen y la débil demanda externa.

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

En América Latina, el crecimiento económico continuaría reflejando heterogeneidad entre países, dado que si bien algunos se encuentran en recesión (Brasil, Venezuela, Ecuador y Argentina), la mayoría de países registrarán crecimiento, aunque más moderado que el año anterior. En promedio, la región se contraería 0.6% en 2016 y repuntaría a 1.6% en 2017. El mejor desempeño de los países que continúan creciendo modestamente se sustenta en sólidos marcos de política económica en respuesta a los choques externos; mientras que los países con fundamentos más débiles continúan demandando ajustes más significativos. La contracción regional refleja, principalmente, la recesión de Brasil (-3.3%), de Argentina (-1.8%), de Ecuador (-2.3%) y de Venezuela (-10.0%), como consecuencia de la caída del precio internacional de las materias primas y de la demanda externa, en combinación con importantes desequilibrios macroeconómicos internos que han afectado la inversión privada.

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

En México, la economía moderaría su crecimiento en 2016 (2.1%), para luego recuperarse modestamente el próximo año (2.2%), debido al aumento de la demanda interna, el crecimiento de las exportaciones asociado a la depreciación de la moneda y al crecimiento la economía estadounidense. No obstante, las expectativas de una política comercial proteccionista en Estados Unidos de América podrían anticipar un riesgo a la baja para el crecimiento futuro de la economía mexicana.

En Centroamérica, el crecimiento económico sería igual en 2016 y en 2017 (3.7%), debido al

mantenimiento del dinamismo de la demanda interna, al desempeño de la actividad económica estadounidense y al mayor flujo de remesas familiares.

El FMI advierte que entre los riesgos que podrían afectar el crecimiento económico mundial en el resto de 2016 y en 2017, destacan:

- 1) El *Brexit* y la incertidumbre sobre las políticas económicas del nuevo gobierno electo de Estados Unidos de América han puesto en evidencia debilidades relacionadas con la movilidad laboral e inmigración, integración del comercio mundial y regulación transfronteriza, lo cual genera incertidumbre sobre los arreglos institucionales existentes en dichos países y puede limitar el crecimiento económico.
- 2) Los ciclos que han debilitado la demanda y que generan niveles muy bajos de inflación, situación que priva fundamentalmente en las economías avanzadas. Además influye el debilitamiento de la productividad, en un contexto de inflación muy baja.
- 3) La desaceleración de la economía china, que podría seguir afectando el desempeño económico de los países cuyos vínculos financieros y comerciales con dicha economía son relevantes (tanto emergentes como avanzados).
- 4) El endurecimiento de las condiciones financieras externas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ello puede asociarse al hecho de que aún existen vulnerabilidades en varias de estas economías, incluyendo altos niveles de deuda corporativa, disminución de la rentabilidad de los proyectos de inversión, debilidad en las hojas de balance de los bancos y la necesidad de restaurar los espacios de política económica, particularmente en los países exportadores de petróleo.
- 5) La interrupción de las relaciones de corresponsalía (*de-risking*) con economías de mercados emergentes y en desarrollo por parte

de bancos globales, que de persistir podría limitar el acceso de economías pequeñas a flujos de remesas transfronterizas, disminuir su capacidad para financiar la actividad económica con flujos foráneos y restringir su respuesta ante desastres naturales. El impacto en la economía mundial de dicho riesgo podría ser limitado, pero las consecuencias económicas y sociales a nivel de los países afectados serían relevantes.

- 6) Los conflictos políticos, las epidemias y el deterioro climático, también son riesgos relevantes, que afectarían, principalmente a economías en desarrollo.

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

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

RECUADRO 5 IMPACTO ECONÓMICO DE LAS MEDIDAS QUE PODRÍA ADOPTAR EL PRESIDENTE ELECTO DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, DONALD TRUMP

El candidato del partido Republicano de Estados Unidos de América (EE.UU.), Donald J. Trump fue electo como presidente de ese país el martes 8 de noviembre de 2016, obteniendo 306 de 538 votos del Colegio Electoral (271 son necesarios para adjudicar la presidencia). Consecuentemente, el señor Trump asumirá el 20 de enero de 2017 el cargo como cuadragésimo quinto presidente y se convertirá en el primer gobernante de la era moderna en ser electo sin haber ocupado previamente algún cargo público. De acuerdo con algunos analistas, el resultado de la elección reflejó la profunda división que existe en la sociedad estadounidense, producto del desencanto de una parte importante de la población por la lenta y desigual recuperación de la economía en el período posterior a la crisis financiera y económica global de 2008-2009.

En lo que respecta a políticas económicas que impulsaría, el presidente electo durante su campaña electoral señaló que perseguiría modificar cuatro políticas principales. La primera, referente a una política comercial que busque convertir a Estados Unidos de América en un país menos abierto al comercio exterior; la segunda, una reforma fiscal que implique un impulso fiscal relevante por medio, tanto de un cambio en el sistema tributario como por un considerable incremento del gasto público; la tercera; una menor regulación del sistema financiero; y finalmente, una postura más restrictiva en términos de migración. No obstante, persiste la incertidumbre acerca de las propuestas que se podrían impulsar, así como sobre la capacidad real de implementación que tendrá el nuevo gobierno estadounidense, ante el equilibrio de poderes (sistema de pesos y contrapesos) que existe en el sistema político del referido país.

A continuación se exponen las políticas propuestas por el señor Trump.

Política comercial: reorientación de la política comercial estadounidense, con el propósito de que la economía del país sea menos abierta a la competencia del exterior, con el fin de estimular la creación de empleo interno. Concretamente, planteó la idea de renegociar o abandonar unilateralmente el Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (NAFTA, por sus siglas en inglés y que involucra a México y Canadá). Además, señaló que buscaría modificar la actual relación con algunos de los otros principales socios comerciales (República Popular China, la Unión Europea, entre otros), al imponer mayores aranceles a las importaciones. Asimismo, prometió que retiraría a su país de las negociaciones del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés). Dicha política comercial restrictiva, de llevarla a cabo, tendría repercusiones negativas en la producción, la inversión y los precios internos, por la interrelación productiva a nivel mundial y porque se podrían aplicar medidas similares en su contra por parte del resto de países de acuerdo a las regulaciones de la Organización Mundial de Comercio (OMC). Particularmente, los mayores efectos se registrarían en las industrias automotriz, aeroespacial, petrolera y de tecnología.

Política fiscal: en ese ámbito se llevarían a cabo dos medidas principales. Por una parte, se estaría considerando una reforma al código fiscal, reduciendo la tasa impositiva marginal sobre salarios, inversión y rentas empresariales. Respecto a la tasa impositiva a las empresas, ésta se reduciría a 15.0% desde el 35.0% actual, lo que sería acompañado de la eliminación de algunas exenciones, deducciones y créditos fiscales. Asimismo, también se aprobaría un impuesto único de 10.0% sobre la repatriación de las ganancias (actualmente en 35.0%). Los efectos positivos de dicha reducción se reflejarían en un mayor dinamismo del sector privado; es decir, en un incremento en el ingreso disponible de los hogares, un impulso de la actividad económica a corto plazo, junto con una mayor inversión privada. Por otra parte, se prevé un incremento considerable en infraestructura pública y en gasto de defensa. El incremento de la inversión pública permitiría alcanzar un mayor PIB potencial en el mediano plazo. El problema con las referidas propuestas es que se reducirían los ingresos fiscales al tiempo que se incrementarían los gastos del gobierno federal, lo que implicaría un déficit fiscal superior, con el consecuente incremento en la deuda pública. La mayoría de analistas considera que un incremento acelerado de la deuda pública afectaría negativamente a la economía y podría provocar que las expectativas de inflación se aceleren y excedan el objetivo de la Reserva Federal, lo que conllevaría a una normalización de la política monetaria más rápida de lo previsto.

Regulación del sistema financiero: La administración del señor Trump, de acuerdo con sus planteamientos en la campaña electoral, derogaría o suspendería temporalmente la Ley Dodd-Frank. Ello implicaría reducir el costo que implica para las entidades financieras estadounidenses el cumplimiento de dicha ley y, por tanto, permitiría incrementar la rentabilidad de estos, pero podrían debilitar sus hojas de balance e incrementar la toma de riesgos por parte de las instituciones, como sucedió antes de la crisis financiera y económica global 2008-2009.

Política migratoria: Propone reducir el incentivo para la contratación de trabajadores con visa H-1B (visa de trabajo temporal), con el propósito de alentar a que las empresas contraten a ciudadanos estadounidenses desempleados. Dicha política reduciría la oferta de trabajadores especializados en los sectores de tecnología, automotriz y aeroespacial; asimismo, aumentaría los costos de empleo. Por otra parte, recientemente mencionó que aceleraría los procesos de deportación de aquellas personas que ingresaron ilegalmente al país y que tengan algún problema de criminalidad.

Fuente: S&P Global (2016): "Can President Trump Reshape The U.S. Economy?". November.
Moody's Investors Service (2016): "Trump's Election Victory to Shift Ground on Trade, Financial Regulation, Healthcare". November.

2. Inflación internacional

Los niveles de inflación internacional han disminuido sustancialmente, especialmente en las economías avanzadas, como resultado de la persistente holgura en los mercados laborales y el menor crecimiento de los precios de importación, esto último, en buena medida, asociado a la caída de los precios de las materias primas y a la amplia capacidad ociosa en el sector industrial de algunas economías grandes. En las economías de mercados emergentes y países en desarrollo, este fenómeno es menos generalizado, ya que la inflación se ha mantenido más alta, en parte, debido a depreciaciones nominales de varias monedas y a choques de oferta.

De acuerdo a las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.2% para 2016 y 2017. En las economías avanzadas se ubicaría en 1.2% y 1.8%; mientras que para las economías de mercados emergentes y países en desarrollo en 4.7% y 4.3%.

En Estados Unidos de América prevalece la expectativa de que la economía continuaría consolidándose de forma gradual y que la inflación convergería al nivel objetivo de 2.0%, en la medida que los efectos de los bajos precios internacionales del petróleo y de la apreciación del dólar estadounidense desaparezcán. Se estima que la inflación se situaría en 1.8% en 2016 y 2.6% en 2017.

En la Zona del Euro la inflación aumentaría gradualmente, debido a la reducción de las brechas del producto negativas, al incremento gradual de los precios internacionales de las materias primas, así como a la consolidación de expectativas inflacionarias (0.6% en 2016 y 1.0% en 2017).

En Japón, la inflación continuaría siendo negativa en 2016 (-0.1), aunque para 2017 podría subir a 0.7%, todavía por debajo de la meta del Banco de Japón, pese a que el nuevo marco de política monetaria ha ampliado aún más las condiciones altamente expansivas.

En la República Popular China, la inflación se situaría en 2.3%, tanto en 2016 como en 2017, debido,

entre otros factores, a la depreciación del yuan observada desde mediados de 2015. Asimismo, influirían los mayores precios de las materias primas y la reducción de la capacidad ociosa en algunos sectores de la economía.

En América Latina, la inflación se ubicaría en 5.1% y 3.9% en 2016 y 2017, respectivamente, aunque con una considerable diferencia entre países. En Brasil, la inflación podría reducirse de 7.2% en 2016 a 5.0% en 2017; mientras que en México la inflación sería de 3.2% para este año y de 3.1% para el próximo. En Chile y Colombia, la inflación prevista para 2016 es de 3.5% y de 6.0%, en su orden, reduciéndose en 2017 a 3.0% y 3.7%, respectivamente. Finalmente, en Perú la inflación se situaría en 2.9% en 2016 y en 2.5% en 2017. En Centroamérica, se anticipa que la inflación se situaría en 3.6% en 2016, mayor a la observada en 2015 (1.8%), asociada, principalmente, a la evolución del precio interno de los combustibles y a presiones en el precio de los alimentos en algunos países; en tanto que para 2017 se estima en 4.2%.

Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2015	Proyecciones		2015	Proyecciones	
		2016	2017		2016	2017
Principales socios						
Estados Unidos	2.6	1.6	2.2	0.7	1.8	2.6
El Salvador	2.5	2.4	2.4	1.0	0.3	2.0
Honduras	3.6	3.6	3.7	2.4	4.7	4.5
Zona del Euro	2.0	1.6	1.4	0.2	0.6	1.0
México	2.5	2.1	2.2	2.1	3.2	3.1
Otros socios						
Colombia	3.1	2.2	2.7	6.8	6.0	3.7
Japón	0.5	0.5	0.6	0.2	-0.1	0.7
Brasil	-3.8	-3.3	0.5	10.7	7.2	5.0
Chile	2.3	1.7	2.0	4.4	3.5	3.0
Perú	3.3	3.7	4.1	4.4	2.9	2.5
Reino Unido	2.2	1.9	1.1	0.1	1.5	2.5
China	6.9	6.7	6.3	1.6	2.3	2.3
Mundial	3.2	3.1	3.4	2.9	3.2	3.2
-Economías avanzadas	2.1	1.6	1.8	0.5	1.2	1.8
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.0	4.2	4.6	4.7	4.7	4.3
-América Latina y el Caribe (1)	0.0	-0.6	1.6	6.2	5.1	3.9
-América Central	3.8	3.7	3.7	1.8	3.6	4.2
Principales socios (2)	2.6	1.9	2.2	1.0	1.9	2.6

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

(1) En la inflación, se excluye a Argentina y Venezuela y se refiere a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

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

B. DEL ENTORNO INTERNO

1. Balanza de pagos

a) Para 2016

Tomando en consideración la coyuntura económica mundial, el comportamiento del volumen de comercio exterior, la reducción del precio internacional de las materias primas y las perspectivas de crecimiento interno, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registre un superávit equivalente a 1.0% del PIB en 2016 (US\$655.2 millones), que contrasta con el déficit registrado en 2015 (US\$96.4 millones, equivalente a 0.2% del PIB). Dicho resultado, se explicaría por los saldos deficitarios de la balanza comercial (US\$5,275.5 millones), de la renta (US\$1,674.0 millones) y del rubro servicios (US\$111.0

millones), los cuales serían compensados por el superávit de las transferencias corrientes netas (US\$7,715.7 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 5.1% respecto del año anterior, explicado por caídas, tanto en el valor de las exportaciones (4.5%), como de las importaciones (4.7%). El valor FOB de las exportaciones se situaría en US\$10,340.2 millones, inferior en US\$483.6 millones (4.5%) respecto de 2015. Dicho resultado obedece, tanto a la disminución prevista en el valor de las exportaciones de los principales productos por US\$202.9 millones (7.8%) como a la de otros productos por US\$283.7 millones (3.5%).

En la reducción estimada de las exportaciones de los principales productos, el valor de las exportaciones de azúcar pasaría de US\$850.6 millones en 2015 a US\$750.4 millones en 2016, como consecuencia, de una caída tanto en el volumen como en el precio medio, ante una producción mayor a la esperada de caña de azúcar en Brasil debido a condiciones climáticas favorables, al alto nivel de inventarios del edulcorante a nivel mundial y a la menor demanda externa por parte de Estados Unidos de América. En cuanto al valor exportado de petróleo, se estima que este se sitúe en US\$77.6 millones, monto menor en US\$49.3 millones (38.9%) al de 2015, resultado de disminuciones tanto en el precio medio como en el volumen, asociado, principalmente, a la evolución de los precios internacionales del crudo. En el caso del banano, el valor exportado se situaría en US\$690.6 millones, inferior en US\$22.1 millones (3.1%) al de 2015, explicado, principalmente, por una caída en el volumen exportado ante una mayor oferta de los principales países productores y una menor demanda por parte de Estados Unidos de América. Respecto al valor exportado de cardamomo, éste alcanzaría US\$221.3 millones, inferior en US\$21.8 millones (9.0%) al valor registrado el año previo, como consecuencia, fundamentalmente, de una caída en el precio internacional, ante la expectativa de una mayor producción por parte de India. Por último, se anticipa una reducción en el valor exportado de café de 1.4%, al pasar de US\$660.5 millones en 2015 a US\$651.1 millones en 2016, explicado por la disminución en el precio internacional debido a condiciones climáticas favorables en Brasil, México, Centroamérica y Vietnam, así como por la normalización de las exportaciones de Colombia; compensado, parcialmente, por el moderado incremento en el volumen exportado.

En lo que respecta a los otros productos, los destinados a Centroamérica mostrarían una disminución de US\$37.5 millones (1.2%); mientras que los que se envían al resto del mundo disminuirían

US\$246.2 millones (5.0%). Dentro del rubro de los otros productos destinados al resto del mundo, destaca la disminución del valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos, el cual se ubicaría en US\$235.9 millones (US\$331.6 millones en 2015); artículos de vestuario se situaría en US\$1,247.5 millones (US\$1,320.3 millones en 2015); hierro y acero en US\$79.2 millones (US\$126.7 millones en 2015) y níquel en US\$50.7 millones (US\$86.8 millones en 2015).

El valor FOB de las importaciones se ubicaría en US\$15,615.7 millones, inferior en US\$764.9 millones (4.7%) con relación a 2015, asociado en buena medida a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes y de otras importaciones no petroleras. Se espera una reducción en el valor de los combustibles y lubricantes (10.8%), materias primas y productos intermedios (7.3%), bienes de capital (6.7%) y materiales de construcción (3.5%); que sería contrarrestado, parcialmente, por el aumento en los bienes de consumo (1.8%).

En cuanto a los servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$111.0 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. Por su parte, se estima un saldo deficitario de US\$1,674.0 millones en el rubro de renta.

Las transferencias corrientes registrarían ingresos netos por US\$7,715.7 millones, mayores en US\$517.2 millones (7.2%) a los observados en 2015, explicados, esencialmente, por los ingresos de remesas familiares que crecerían 12.0% respecto a lo observado el año anterior.

Por su parte, la cuenta capital y financiera continuaría registrando un saldo positivo, aunque menor al de 2015, ubicándose en US\$752.9 millones (US\$1,042.1 millones en 2015). Al desagregar el saldo de la cuenta financiera, el rubro de inversión directa en el país se situaría en US\$1,196.4 millones, inferior en

US\$24.4 millones al registrado en 2015 (2.0%), como resultado de la amortización de préstamos de las empresas de inversión directa con su casa matriz, dado que la reinversión de utilidades crecería. Por su parte, el rubro de inversión de cartera registraría un superávit de US\$729.8 millones (déficit de US\$48.9 millones en 2015), el cual se explica, principalmente, por la colocación en el mercado internacional de bonos del tesoro nacional por US\$700.0 millones. En lo que respecta al rubro de otra inversión, este registraría un déficit de US\$1,057.8 millones, asociado, principalmente, a las amortizaciones netas de deuda externa del sector público, del sistema bancario y del sector privado no bancario. Derivado del resultado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera, se esperaría un aumento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$1,350.0 millones.

b) Para 2017

Tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que en 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 0.6% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, de servicios y la renta, los cuales serían compensados, por el saldo superavitario de las transferencias corrientes netas, relacionado, principalmente, con el menor crecimiento previsto de 8.5% en las remesas familiares (ver Anexo 1).

De conformidad con lo anterior, se espera que el comportamiento del comercio exterior sea congruente con la aceleración del comercio mundial. Según el FMI, el crecimiento del comercio mundial pasaría de 2.3% en 2016 a 3.8% en 2017. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$10,907.2 millones, mayor en 5.5% al de 2016. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$91.0 millones (3.8%) en el valor de las exportaciones de los principales productos y el de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al

resto del mundo) por US\$467.7 millones (6.0%). En el caso de los principales productos, el mejor desempeño se asociaría a la recuperación de las exportaciones de banano, azúcar y café, como resultado de una mejora prevista en el volumen de exportación. Con relación a los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan alrededor de 7.0%; mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando 5.3%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$16,400.9 millones (5.0% de crecimiento), comportamiento congruente con las proyecciones de crecimiento de la actividad económica, que se reflejaría en aumentos en los rubros de combustibles y lubricantes (19.2%), bienes de consumo (3.1%), materias primas y productos intermedios (2.8%), bienes de capital (2.6%) y materiales de construcción (2.3%),

Por su parte, las remesas familiares aumentarían 8.5% (12.0% previsto en 2016), ante las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos de América y los resultados que podrían derivarse de la nueva política migratoria de la nueva administración.

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

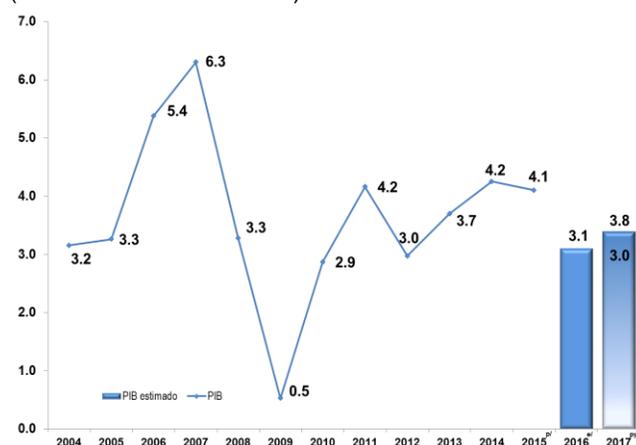
2. Actividad económica

La moderación de la actividad económica se refleja en el comportamiento de los diferentes indicadores de corto plazo como el IMAE, el PIB trimestral, las remesas familiares, los salarios, según el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS), y el

crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo. Cabe indicar que el menor crecimiento registrado en la mayoría de las ramas de actividad económica fue compensado por el dinamismo del consumo privado por lo que la estimación revisada de crecimiento del PIB para 2016 es de 3.1%. En cuanto a las perspectivas para 2017, con la última información disponible, las proyecciones de crecimiento para la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), así como las condiciones económicas internas, anticipan que el crecimiento del PIB podría ubicarse en un rango de entre 3.0% y 3.8% (ver Anexo 1).

Gráfica 49

Producto Interno Bruto
(Variaciones interanuales)



p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas.

pv/ Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

a) Demanda interna

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

remuneraciones previstas para la Administración Central, de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017.

b) Demanda externa

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

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 3.5% en 2017, resultado de estimaciones favorables de la demanda de bienes para consumo final; así como para consumo intermedio e inversión por parte de las actividades agropecuarias, industriales, comerciales, de comunicaciones y de suministro de energía.

c) Actividad sectorial

La actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.4% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.33 puntos porcentuales) se estima aumente 3.2%, asociado a la recuperación prevista en la producción de café, producto de la renovación del parque cafetero y demás labores culturales orientadas a eliminar los efectos ocasionados por la roya en dicho cultivo. Asimismo, se prevé un desempeño positivo en el cultivo de banano, melón, plátano y sandía, debido a la ampliación de áreas productoras, resultado de mejores perspectivas de demanda externa. De igual forma se estima que la producción de caña de azúcar, palma africana, hortalizas y aves de corral, aumente ante una mayor demanda interna y externa de dichos productos.

La actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB y una contribución al crecimiento de -0.16 puntos porcentuales) se prevé registre una caída de 10.0%, explicada por la reducción en la extracción de oro y plata, como resultado del cierre de operaciones de la

Mina Marlin contemplado para los primeros meses de 2017, aunado a la disminución prevista en la extracción de mena de níquel derivado de los bajos precios internacionales.

Para las *Industrias manufactureras* (con una participación de 17.6% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.64 puntos porcentuales) crecería 3.4%, influenciada por el mayor dinamismo esperado en las actividades dedicadas a la elaboración de alimentos, bebidas y tabaco y de la fabricación de textiles y prendas de vestir, ante mejores expectativas respecto de la demanda interna de dichos productos. También se proyecta dinamismo para las actividades de otros productos manufacturados, como resultado de una mayor demanda interna y externa, principalmente de productos de madera, papel, químicos y materiales de construcción.

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

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

El *Comercio al por mayor y al por menor* (con un peso relativo de 11.8% en el PIB y una contribución de 0.77 puntos porcentuales) aumentaría a un ritmo de 3.5%, asociado a las expectativas de crecimiento en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno; así como al crecimiento, en términos de volumen, de las importaciones de bienes.

El *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.2% en el PIB y una contribución de 0.23 puntos porcentuales) se estima crezca a un ritmo de 3.0%, asociado a las perspectivas de crecimiento del transporte de carga por vía terrestre y del volumen de carga embarcada y desembarcada en los puertos nacionales; así como a la ampliación de los servicios de telefonía, particularmente los relacionados con la transmisión de datos.

La *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 6.5% en el PIB y una contribución de 0.31 puntos porcentuales) se estima que crecería 8.6%, influenciado, principalmente, por la evolución prevista para el crédito al sector privado, así como para las actividades de seguros.

El *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 9.8% en el PIB y una contribución de 0.22 puntos porcentuales) aumentaría 3.0%, debido al mayor dinamismo previsto de la cantidad de viviendas terminadas en 2017, como consecuencia de la evolución positiva esperada en el rubro de edificaciones en la actividad de construcción.

Los *Servicios privados* (con una participación de 15.7% en el PIB y una contribución de 0.42 puntos porcentuales) podría registrar un crecimiento de 3.2%, como consecuencia del mayor gasto en consumo final de los hogares, que incidiría favorablemente en las actividades de hoteles y restaurantes. Por su parte, se prevé un comportamiento positivo en las actividades inmobiliarias y de publicidad, cuya demanda se vería favorecida por el crecimiento esperado en las actividades de intermediación financiera y comercio al por mayor y al por menor.

La actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 7.8% en el PIB y una contribución de 0.35 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 4.7%, tomando en cuenta el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno

Central, en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017.

3. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017, prevé ingresos y donaciones por Q62,380.2 millones, mayores en Q5,391.0 (9.5%) respecto a la estimación de cierre de 2016, en tanto que por el lado del gasto se prevé ejecutar Q72,753.7 millones, monto superior en Q10,490.3 millones (16.8%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q10,373.5 millones, equivalente a 1.9% del PIB, porcentaje superior a la estimación de cierre 2016 (1.0% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, dicho presupuesto prevé como principal fuente de financiamiento la colocación de bonos del tesoro, y tomando en cuenta que el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) puede optar por la colocación de los títulos en el mercado local e internacional y que siguen privando condiciones financieras relativamente favorables a nivel mundial, es posible que el MFP realice una colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional²⁵.

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

disminución de caja y bancos por Q1,485.0 millones (ver anexo 1).

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

4. Sector monetario

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

En los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción, particularmente en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno se asocia, entre otros factores, a la expansión y a las innovaciones financieras del sistema bancario nacional, que han facilitado el acceso de más guatemaltecos a servicios financieros a un menor costo y, por tanto, han afectado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Derivado de lo anterior, dentro de las estimaciones de emisión monetaria y de los medios de pago están considerados esos patrones de comportamiento. En ese contexto, entre enero y la segunda semana de mayo de 2016, la demanda de emisión monetaria mostró un ritmo de crecimiento de dos dígitos, aunque con una tendencia a la baja; no obstante, el 12 de mayo se redujo de manera importante

²⁵ En 2012, 2013 y 2016 el Ministerio de Finanzas Públicas optó por la colocación de bonos en el mercado internacional, aprovechando las condiciones financieras favorables en materia de tasas de interés y niveles de liquidez internacional, entre otros aspectos. El monto colocado en cada uno de estos años fue de US\$700.0 millones a plazos de 10, 15 y 10 años y a tasas de interés de cupón de 5.750%, de 4.875%, 4.500%, respectivamente.

como consecuencia del efecto aritmético²⁶ de la demanda adicional de efectivo, ocurrida en mayo de 2015, ya comentada. A partir de la tercera semana de mayo el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria evidenció una tendencia positiva, consistente con el proceso de convergencia esperado. En efecto, desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que ambos iniciaron un proceso de normalización en sus variaciones interanuales hacia niveles cercanos a sus promedios históricos. Adicionalmente, se espera que el gasto público se dinamice, entre otros aspectos, por avances en la ejecución de proyectos y por factores estacionales, con lo cual se estima que la variación interanual de la emisión monetaria se ubicaría al finalizar el presente año entre 7.0% y 10.0% y se prevé que se sitúe entre 8.0% y 11.0% en 2017, ambos rangos, congruentes con el crecimiento económico previsto y la meta de inflación.

Los medios de pago totales (M2), por su parte, aunque reflejaron una moderada desaceleración durante el primer semestre, se han estabilizado y reflejan una moderada recuperación en el segundo semestre, lo cual es consistente con las previsiones de actividad económica. Asimismo, el multiplicador bancario continúa mostrando niveles relativamente normales, reflejo de un adecuado proceso de creación secundaria de dinero y, por ende, del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional. De conformidad con estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la variación relativa interanual de los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) prevista para finales

de 2016, podría situarse entre 7.0% y 9.0%, y para 2017 entre 9.0% y 11.0%.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado, desde noviembre de 2015 inició un proceso de desaceleración, explicado básicamente por el descenso del crédito al sector empresarial en moneda extranjera, ya que el crédito al sector privado en moneda nacional continuó evidenciando un ritmo dinámico de crecimiento, impulsado principalmente por el consumo. El crédito en moneda extranjera ha sido afectado por factores de demanda asociados a los sectores de manufactura, comercio y electricidad. Asimismo, por factores de oferta relacionados con el cambio en la normativa para el otorgamiento de crédito en moneda extranjera. Por ese motivo, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubique entre 3.0% y 6.0% en diciembre de 2016 y entre 7.0% y 10.0% en diciembre de 2017, recuperación que asocia, entre otros elementos, a las expectativas de crecimiento para el año próximo.

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

En ese contexto, con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017 aprobado por el Congreso de la República, se elaboró el programa monetario y fiscal para 2017, el cual es congruente con la meta de inflación de 4.0% +/-1 punto porcentual, con el crecimiento

²⁶ Se refiere al efecto que se produce en la variación interanual de una variable, derivado del comportamiento de la misma en igual período del año anterior, lo cual es particularmente evidente cuando dicho comportamiento ha registrado alzas o bajas importantes. En ese sentido, aun cuando una variable registre un comportamiento normal en el año corriente, es posible observar una reversión si en la misma fecha del año anterior la variable registró una variación significativa.

previsto de la actividad económica y con las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2017 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q3,433.0 millones; b) un incremento de las reservas monetarias internacionales por US\$500.0 millones; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,485.0 millones; d) un aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q2,035.0 millones; y e) un incremento en las operaciones de estabilización monetaria (OEM) por Q1,583.0 millones (ver Anexo 1).

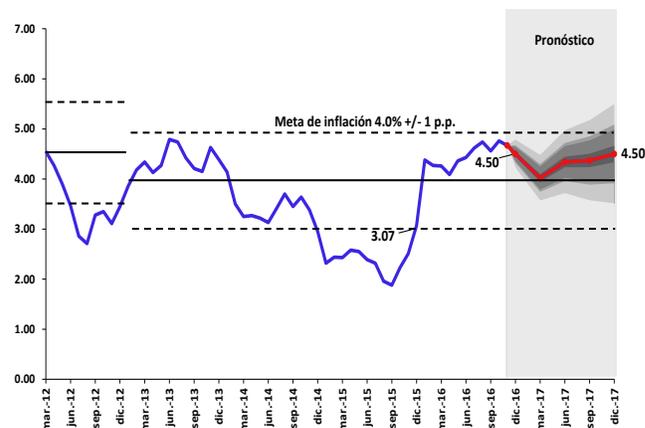
V. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. ASPECTOS GENERALES

La política monetaria, cambiaria y crediticia vigente está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014 y JM-120-2015. En la referida resolución la Junta Monetaria determinó una meta de inflación de mediano plazo, a partir de 2013, de 4.0% +/- 1 punto porcentual²⁷, la cual ha demostrado ser el ancla de la política monetaria y guía de los agentes económicos para las decisiones de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro. En la gráfica 50 se muestra que la inflación ha oscilado en torno a la meta de inflación y se prevé que tanto en 2016 como en 2017, se ubique dentro del margen de tolerancia de la misma.

Gráfica 50

Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2016 y proyectada a diciembre 2017.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Adicionalmente, en dicha resolución también se previó 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.

²⁷ En el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, se incluyó un análisis detallado acerca de la idoneidad de la meta de inflación (ver páginas 62-70).

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

es el perfeccionar dicho índice a efecto de que mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación que elabora el Banco de Guatemala y de las herramientas que utiliza la autoridad monetaria para determinar la tasa de interés líder y su postura de política monetaria.

Por otra parte, desde 2000 el Banco de Guatemala viene utilizando un indicador de inflación subyacente que forma parte de las variables indicativas de la política monetaria. Dicho indicador fue revisado y actualizado en 2008. No obstante, tomando en consideración, por un lado, que hubo una actualización de la base del IPC (diciembre de 2010) y, por el otro, que existen nuevas mediciones de la brecha del producto, se plantea la conveniencia de revisar y actualizar el indicador de la inflación subyacente vigente, con el objetivo de brindar señales más precisas respecto de las presiones de demanda agregada que afectan a la inflación. Sobre el particular, se recomienda la construcción de una nueva medición que cumpla con dos aspectos que, en términos generales, se contraen a lo siguiente: (i) revelar un comportamiento macroeconómicamente consistente con episodios provenientes de choques de oferta; y (ii) revelar en mayor medida y la mayor parte del tiempo factores de demanda. En Anexo 2 se detalla la revisión metodológica y la propuesta de una nueva medida de inflación subyacente.

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación baja y estable. En ese sentido, un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad permite que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación, lo que

denota que la política monetaria no persigue un objetivo cambiario. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos. En Guatemala la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, ha sido un factor clave que ha brindado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación. Considerando, por un lado, que la regla contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por el otro, que en el escenario internacional se prevé la normalización de la política monetaria estadounidense, que implica incrementos en la tasa de interés objetivo de la Reserva Federal, así como un incremento en la incertidumbre, es prudente proponer modificaciones a la regla cambiaria. Dichas modificaciones persiguen dos propósitos fundamentales, por una parte, hacer más eficiente la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y, por la otra, propiciar que el tipo de cambio nominal absorba de mejor manera los choques que se derivarían de la coyuntura internacional. En Anexo 3 se presenta una descripción detallada de la referida propuesta.

Finalmente, se propone un calendario de reuniones, en el que la autoridad monetaria adoptará decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria (ver Anexo 4).

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 2017. Derivado de lo anterior, como se ilustra en el cuadro 3, 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 3

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

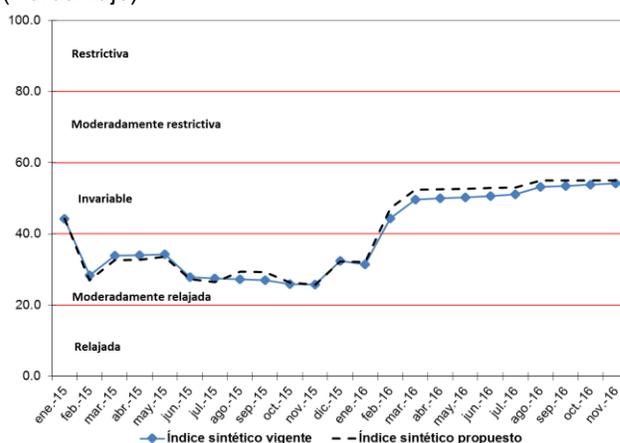
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Vigente	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario subyacente proyectado (1)	24	24	0
Ritmo inflacionario total proyectado	23	23	0
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	21	21	0
Tasa de interés promedio de los Modelos Macroeconómicos	20	18	-2
Tasa de interés parámetro	12	14	2
TOTAL	100	100	0

(1) Cálculo efectuado con la inflación subyacente propuesta (Anexo 2)
Fuente: Banco de Guatemala.

Para el efecto, se realizó un ejercicio para el Índice Sintético, en el cual se construye una serie desde 2015 hasta 2016, utilizando los ponderadores propuestos y se observa que el comportamiento del mismo es consistente con la trayectoria que se obtuvo con el Índice Sintético vigente (gráfica 51). No obstante, por razones de transparencia y mejora constante, como se indicó, es deseable actualizar los pesos relativos.

Gráfica 51

Índice Sintético Vigente y Propuesto
2015-2016
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

2. Revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente

El Banco de Guatemala, al igual que los principales bancos centrales del mundo, realiza importantes esfuerzos para actualizar los principales indicadores que ayudan a la toma de decisiones de política monetaria. La revisión de la medición oficial de inflación subyacente y la propuesta de una nueva medición forman parte de estos esfuerzos, dado que la misma servirá para el análisis del estado de las presiones inflacionarias de mediano plazo en las que puede actuar la política monetaria.

Considerando lo anterior, los aspectos más importantes que, en términos generales, debería cumplir una nueva medición de inflación subyacente serían: (i) mostrar un comportamiento congruente con episodios provenientes de choques de oferta y (ii) mostrar en mayor medida y la mayor parte del tiempo factores de demanda. Tomando como referencia estos aspectos, se realizaron diferentes pruebas de consistencia macroeconómica a un grupo de diferentes mediciones de inflación subyacente, las cuales incluyeron la

evaluación histórica de las reacciones de dichas mediciones ante choques de oferta y su correlación con las variables representativas de la demanda agregada.

Como resultado de esta evaluación, se eligieron ocho metodologías tanto de exclusión fija como variable, que conformarían el rango propuesto de medidas alternativas de inflación subyacente. Finalmente, con el propósito de tener una medida subyacente que represente de este nuevo rango, se construyó la inflación subyacente propuesta como el promedio ponderado de estas ocho diferentes metodologías, el cual responde en mayor medida y la mayor parte del tiempo a factores de demanda²⁸.

C. POLÍTICA CAMBIARIA²⁹

1. Revisión de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario

En Guatemala la utilización de una regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, ha sido un factor clave porque ha elevado la transparencia de su participación en el mercado cambiario y ha brindado certeza a los participantes del mercado cambiario.

En el contexto descrito, 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 la normalización gradual de la política monetaria estadounidense, que implica incrementos en la tasa de interés objetivo de la FED, así como un incremento en la incertidumbre económica y financiera, y que a nivel interno, el monto de las operaciones negociadas en el mercado institucional de divisas han crecido, se consideró prudente proponer algunas modificaciones a la regla cambiaria. Dichas

modificaciones persiguen dos objetivos principales: el primero, hacer más eficiente la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y, el segundo, continuar propiciando que el tipo de cambio nominal sirva de amortiguador de los choques que provienen del escenario económico internacional.

En ese contexto, en Anexo 3 se presentan los detalles que justifican la modificación propuesta.

VI. RECOMENDACIÓN

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

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2016.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

²⁸ Para un detalle de la revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente, ver Anexo 2.

²⁹ 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.

ANEXOS

ANEXO 1

BALANZA DE PAGOS AÑOS: 2015 - 2017 (En millones de US Dólares)

CONCEPTO	2015 ^{p/}	2016 ^{e/}	2017 ^{py/}	Variación			
				2016- 2015		2017-2016	
				Absoluta	%	Absoluta	%
CUENTA CORRIENTE	-96.4	655.2	467.1	751.6	-779.7	-188.1	-28.7
A- BALANZA COMERCIAL	-5,556.8	-5,275.5	-5,493.7	281.3	-5.1	-218.2	4.1
Exportaciones FOB	10,823.8	10,340.2	10,907.2	-483.6	-4.5	567.0	5.5
Mercancías Generales	10,675.0	10,188.4	10,747.1	-486.6	-4.6	558.7	5.5
Principales Productos	2,593.8	2,390.9	2,481.9	-202.9	-7.8	91.0	3.8
Otros Productos	8,081.2	7,797.5	8,265.2	-283.7	-3.5	467.7	6.0
Bienes Adquiridos en Puerto	148.8	151.8	160.1	3.0	2.0	8.3	5.5
Importaciones FOB	16,380.6	15,615.7	16,400.9	-764.9	-4.7	785.2	5.0
Mercancías Generales	16,373.1	15,607.6	16,392.3	-765.5	-4.7	784.7	5.0
Bienes Adquiridos en Puerto	7.5	8.1	8.6	0.6	8.0	0.5	6.2
B- SERVICIOS	-143.7	-111.0	-201.8	32.7	-22.8	-90.8	81.8
Créditos	2,828.3	2,745.8	2,836.6	-82.5	-2.9	90.8	3.3
Débitos	2,972.0	2,856.8	3,038.4	-115.2	-3.9	181.6	6.4
C- RENTA	-1,594.4	-1,674.0	-2,019.7	-79.6	5.0	-345.7	20.7
Créditos	439.2	491.6	526.7	52.4	11.9	35.1	7.1
Débitos	2,033.6	2,165.6	2,546.4	132.0	6.5	380.8	17.6
D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	7,198.5	7,715.7	8,182.3	517.2	7.2	466.6	6.0
Remesas Familiares (Netas)	6,461.1	7,236.4	7,851.5	775.3	12.0	615.1	8.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1,042.1	752.9	579.0	-289.2	-27.8	-173.9	-23.1
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0	--	0.0	--
B- CUENTA FINANCIERA	1,042.1	752.9	579.0	-289.2	-27.8	-173.9	-23.1
1- Inversión Directa	1,104.1	1,080.9	1,192.2	-23.2	-2.1	111.3	10.3
En el exterior	-116.7	-115.5	-124.2	1.2	-1.0	-8.7	7.5
En Guatemala	1,220.8	1,196.4	1,316.4	-24.4	-2.0	120.0	10.0
2- Inversión de Cartera	-48.9	729.8	839.5	778.7	-1,592.4	109.7	15.0
3- Otra Inversión	-13.1	-1,057.8	-1,452.7	-1,044.7	7,974.8	-394.9	37.3
Préstamos del Sector Público	464.1	-212.5	-173.2	-676.6	-145.8	39.3	-18.5
ERRORES Y OMISIONES	-470.3	-58.1	-546.1	412.2	-87.6	-488.0	839.9
SALDO DE BALANZA DE PAGOS	475.4	1,350.0	500.0	874.6	184.0	-850.0	-63.0
ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)^{*/}	-475.4	-1,350.0	-500.0	-874.6	184.0	850.0	-63.0

CUENTA CORRIENTE / PIB

-0.2 1.0 0.6

^{p/} Cifras preliminares.

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

^{*/} 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: 2016 - 2017
(Millones de quetzales)

Concepto	2016 ^{el}	2017 ^{pyl}	Variaciones respecto de 2016	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	56,989.2	62,380.2	5,391.0	9.5
1. Ingresos Corrientes	56,966.3	62,375.3	5,409.0	9.5
a. Tributarios	53,709.3	57,994.9	4,285.6	8.0
b. No Tributarios y donaciones	3,257.0	4,380.4	1,123.4	34.5
2. Ingresos de Capital	22.9	4.9	-18.0	-78.6
II. Total de Gastos	62,263.4	72,753.7	10,490.3	16.8
A. De Funcionamiento	51,834.8	59,097.0	7,262.2	14.0
B. De Capital	10,428.6	13,656.7	3,228.1	31.0
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-5,274.2	-10,373.5	-5,099.3	96.7
(-) Déficit				
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	5,274.2	10,373.5	5,099.2	96.7
A. Interno (1-2+3)	4,131.2	4,000.2	-131.0	-3.2
1. Negociación neta de bonos del tesoro	4,018.6	4,658.6	640.0	15.9
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	646.0	646.0	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	112.6	-12.4	-125.0	-111.0
B. Externo (1-2+3)	3,993.1	4,888.3	895.2	22.4
1. Desembolsos	1,207.7	2,580.7	1,373.0	113.7
2. Amortizaciones	2,622.5	3,897.3	1,274.8	48.6
3. Negociación Neta EUROBONO	5,407.9	6,204.9		
C. Variación de Caja	-2,850.0	1,485.0	4,335.0	-152.1
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	10.3	10.4		
Déficit/PIB	-1.0	-1.9		

^{el} Cifras estimadas con base en información del Ministerio de Finanzas Públicas.

^{pyl} Presupuesto aprobado y Dictamen favorable de la Comisión de Finanzas y Moneda del Congreso de la República.

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2017
(Millones de quetzales)

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

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS: 2016 - 2017**
(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

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

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

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

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

^{e/} Cifras estimadas.

^{py/} Cifras proyectadas.

ANEXO 2

REVISIÓN DE LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

I. INTRODUCCIÓN

La mayoría de bancos centrales en el mundo tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios, bajo la premisa que ese es el mejor aporte que la política monetaria puede brindar al logro del crecimiento económico sostenible. Para tal efecto, la medida comúnmente utilizada para llevar el seguimiento promedio de los precios en la economía, es la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), variable que incluye una canasta de bienes y servicios representativos de los hábitos de consumo de un agente económico promedio.

Derivado de que existen algunos precios de bienes y servicios que tienen una elevada variabilidad por efectos estacionales o coyunturales, es usual en los bancos centrales la medición y seguimiento de la inflación subyacente, a fin de que el comportamiento de la inflación pueda proporcionar información acerca de las variaciones de precios que tiene más relación con la demanda agregada.

Cabe señalar que las fluctuaciones de corto plazo de la inflación total respecto a la meta, en ocasiones suelen estar relacionadas a cambios en los precios de algunos productos, cuyo origen, muchas veces, es difícilmente asociable al ciclo económico. Un ejemplo de ello son las fluctuaciones en el precio de los alimentos, relacionadas con fenómenos climáticos. Otro ejemplo son las variaciones que muestran los precios de los combustibles como consecuencia, principalmente, de los movimientos en los precios internacionales del petróleo ante fluctuaciones de la oferta y la demanda mundial de crudo.

Al respecto, en el caso de Guatemala, desde 2000 el Banco de Guatemala viene utilizando un indicador de inflación subyacente que forma parte de las variables indicativas de la política monetaria. Dicho indicador fue revisado y actualizado en 2008. Sin

embargo, considerando, por un lado, la actualización de la base del IPC (diciembre de 2010) y, por el otro, las nuevas mediciones de la brecha del producto, se considera oportuno revisar y actualizar la inflación subyacente vigente, con el objetivo de brindar mejores señales respecto de la relación entre los niveles de la actividad económica y de los precios.

En ese sentido, el propósito de este apartado es revisar la inflación subyacente vigente y recomendar la elaboración de una nueva medición que cumpla con la condición de ser macroeconómicamente consistente; es decir, con la evolución de los choques de oferta y de demanda.

Para abordar dicha revisión, este anexo se organiza de la forma siguiente: la sección II describe las características generales de la inflación subyacente oficial y su comportamiento reciente. La sección III expone los criterios de selección de las mediciones alternativas de inflación subyacente. Posteriormente, en la sección IV se presentan los principales resultados obtenidos y la propuesta. Por último, en la sección V se presentan las conclusiones.

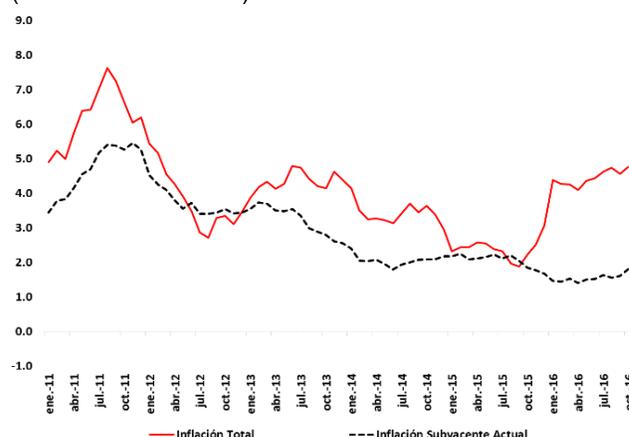
II. INFLACIÓN SUBYACENTE

En la actualidad el Banco de Guatemala da seguimiento a un conjunto de metodologías alternativas de inflación subyacente. El primer conjunto de medidas de inflación subyacente son los llamados métodos de exclusión fija. En la práctica, estos eliminan de la canasta del IPC una cantidad predeterminada de productos, cuyos precios tienen características volátiles o su variación responde a factores predominantemente exógenos al ciclo económico. Cabe mencionar que, usualmente, los bancos centrales utilizan como inflación subyacente un índice que elimina una parte o la totalidad de los bienes o servicios relacionados a la energía y a los alimentos, principalmente.

Otro tipo de medida de inflación subyacente usa métodos estadísticos que eliminan de la canasta del IPC algunos bienes o servicios cuyas fluctuaciones de precios superan criterios predefinidos de volatilidad. En este caso, los bienes que se excluyen en cada momento varían cada mes, dependiendo de las características de los cambios en cada uno de ellos. El Banco de Guatemala también utiliza métodos de este tipo, específicamente, la inflación subyacente actual se basa en excluir los precios de los bienes y servicios, cuya variación intermensual positiva o negativa sea superior o inferior a dos desviaciones estándar.

Gráfica A2.1

Inflación Subyacente Oficial y Ritmo Inflacionario Total 2011 – 2016 (1)
(Variación interanual)



(1) Cifras a octubre de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Como puede observarse (gráfica A2.1), si bien la inflación subyacente oficial se comportó como se previó teóricamente durante gran parte de la muestra, la misma no reaccionó como se esperaba, al menos en magnitud, a partir de 2014. Ello en presencia del reciente choque de oferta positivo del precio internacional del petróleo y de acuerdo a la posición del ciclo económico³⁰; es decir, se esperaba que la misma fuera mayor que la inflación total cuando inició el incremento del precio internacional del petróleo y, consecuentemente menor, desde su

reversión a comienzos de 2016. Sin embargo, la inflación subyacente oficial muestra, en promedio, un nivel permanentemente menor durante dicho período.

III. CRITERIOS DE SELECCIÓN

Considerando lo anterior, los criterios más importantes que, en términos generales, debería cumplir una nueva medición de inflación subyacente serían: (i) mostrar un comportamiento congruente con los choques de oferta y (ii) responder en mayor medida y la mayor parte del tiempo a factores de demanda.

Otras características deseables de un buen sustituto para la medición actual incluyen: (i) debe ser de fácil medición, para que rápidamente sea comprendida e interpretada para el análisis macroeconómico; (ii) debe ser un indicador estable, a efecto de que no tenga cambios significativos, cada vez que se añadan datos a la serie de inflación observada; (iii) debe ser un indicador creíble, por lo que en el largo plazo su evolución no debe apartarse de la inflación observada; (iv) debe estar disponible oportunamente, de preferencia pocos días después de que se publique la inflación total; y (v) debe tener una variabilidad menor a la de la inflación total.

Tomando como referencia los criterios descritos, se realizaron diferentes pruebas de consistencia macroeconómica, las cuales incluyeron la evaluación histórica de las reacciones de estas medidas ante choques de oferta y la correlación con las variables que representan la demanda agregada.

Se utilizó como referencia la identificación de seis episodios significativos de choques de oferta, tanto internos como externos, que han sido abordados en detalle en anteriores Informes de Política Monetaria. Cabe señalar que, en términos generales, estos choques afectaron tanto al rubro de alimentos como al de los energéticos, provocando que la trayectoria de la inflación registrara importantes cambios en su tendencia (gráfica A2.2).

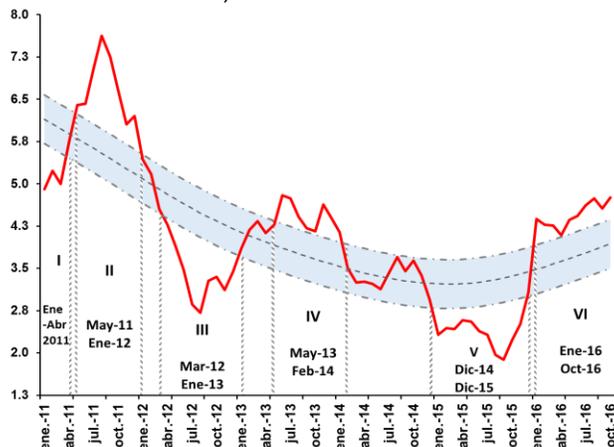
El primer episodio se registró entre enero y abril de 2011 y se explicó por el incremento en el precio de los combustibles y el gas propano asociado al alza

³⁰ Para un análisis detallado del ciclo económico ver Anexo 1 del Informe de Política Monetaria a septiembre de 2016.

registrada en el precio internacional del petróleo por expectativas de problemas en el suministro del crudo. Además, también influyó el alza observada en los precios internacionales del maíz y del trigo que afectó al rubro de alimentos, particularmente el maíz, el pan y la carne de pollo. En adición, se observó importantes alzas en el rubro de hortalizas, principalmente del tomate.

Gráfica A2.2

Inflación Total
2011 – 2016 (1)
(Variación interanual)



(1) Cifras a octubre de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

El segundo episodio abarca entre mayo de 2011 y enero de 2012, en donde destaca la caída en el precio de los combustibles y el gas propano asociada a la moderación en el precio internacional del petróleo. Dicha desaceleración de precios se extendió hasta agosto de 2012, abarcando la primera parte del tercer episodio, el cual concluye alrededor de enero de 2013 y que corresponde a un período cuando los precios de los combustibles se ajustaron en congruencia con el alza del precio internacional del petróleo, debido a una mayor demanda. En la parte interna, se registró un alza en el servicio de electricidad por ajustes tarifarios, así como por el alza en el rubro de alimentos, explicados por choques de oferta que afectaron a la carne de res, hortalizas y legumbres, entre otros.

Por su parte, en el cuarto episodio, entre mayo de 2013 y febrero de 2014, se registró nuevamente un incremento en el rubro de combustibles y del gas

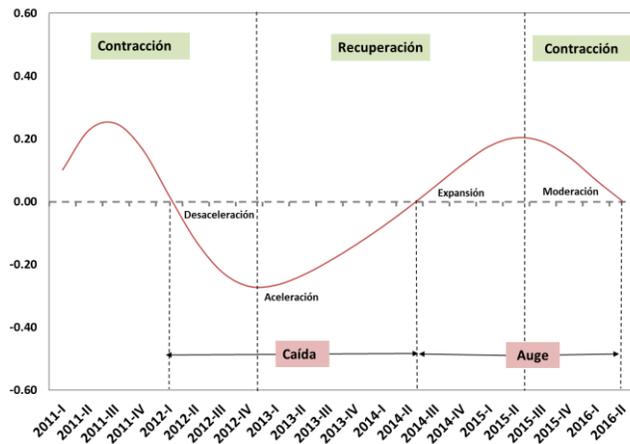
propano. En el rubro de alimentos se observó un alza en el precio del maíz y de la carne de res. El quinto episodio identificado corresponde a 2015, cuando el precio del petróleo continuó con la disminución iniciada en el segundo semestre de 2014 a causa de la ralentización de la actividad económica mundial combinado con un excedente de oferta por parte de los principales productores del crudo. Finalmente, en el último episodio que comprende de enero a octubre de 2016, destaca la desaparición de los factores temporales que provocaron una disminución en el precio del petróleo, provocando un alza en el precio de los combustibles.

Por otra parte, en cuanto al segundo criterio de evaluación, es decir, aquel asociado a la demanda, se midió la correlación móvil de las medidas alternativas respecto a la brecha del producto, como variable aproximativa del ciclo. En términos generales, se consideran como mejores medidas alternativas de inflación subyacente aquellas que después de restarle los choques de oferta, mantienen los efectos de los choques de demanda en las series. Esto es importante, porque los choques de demanda reflejan desequilibrios persistentes entre el Producto Interno Bruto (PIB) observado y el potencial. Asimismo, estos pueden modificar la tendencia de los precios en forma duradera y, consecuentemente, estaría dentro del ámbito de acción de la política monetaria tratar de moderarlos para lograr una trayectoria estable de los precios.

Concretamente, la nueva medida de inflación subyacente pretende capturar las presiones inflacionarias y desinflacionarias que se han generado como resultado de la dinámica natural del ciclo de la actividad económica. Al respecto, destacan por un lado, la desaceleración en el PIB que se experimentó durante 2012 y 2013, la cual coincidió con la desaceleración del ritmo inflacionario total y, por el otro, el reciente auge experimentado a partir del segundo semestre de 2014. (gráfica A2.3)

Gráfica A2.3

Brecha del Producto
2011T1-2016T2
(Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

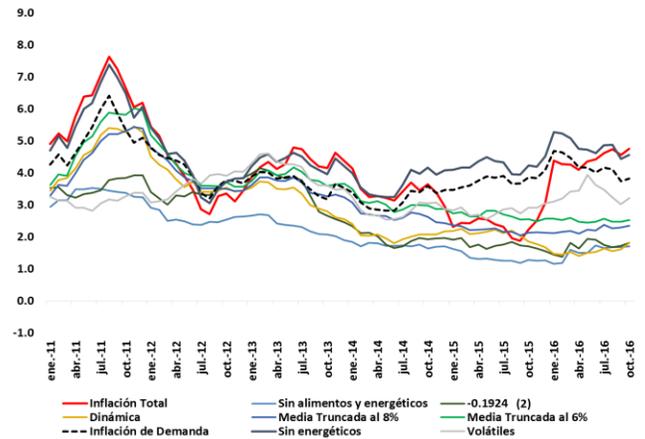
Cabe recordar que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, en ocasiones se ven contrarrestadas, al menos parcialmente, por choques de oferta y viceversa. Por ejemplo, en los meses recientes, resalta la divergencia entre la inflación total y el ciclo económico, en donde se debería observar presiones desinflacionarias por el lado de la demanda ocasionadas por el inicio de la fase de contracción del ciclo económico. No obstante, las mismas han sido moderadas en el presente año por la reversión del choque de los combustibles que inició en julio de 2014 y que empezó a revertirse en octubre de 2015.

Como resultado de estas evaluaciones, se eligieron ocho metodologías, tanto de exclusión fija como variable, que conformarían el rango propuesto de medidas alternativas de inflación subyacente (gráfica A2.4). Cabe indicar que las distintas medidas de inflación subyacente reproducen de manera general los movimientos del IPC total a lo largo del tiempo. Ciertamente, ante la ocurrencia de los choques temporales, estas medidas subyacentes reaccionan de acuerdo a lo esperado, evidenciando que la inflación debería retornar a su valor tendencial, una vez que sus efectos se disipen. Este comportamiento es coherente con lo que se espera de la inflación subyacente, es decir, que para horizontes más largos, esta medida

permita interpretar de mejor forma la evolución futura de la inflación total.

Gráfica A2.4

Rango de Mediciones de Inflación Subyacente
2011-2016 (1)
(Variación interanual)



(1) Cifras a octubre de 2016.

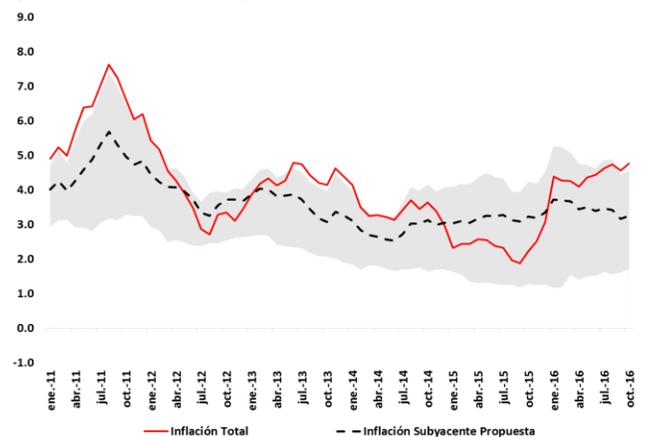
(2) Medida de inflación subyacente que excluye el 19.24% del total de gastos básicos que conforman el IPC.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Finalmente, con el propósito de tener una medida subyacente que represente este nuevo rango, se construye la inflación subyacente propuesta como el promedio ponderado de estas series, la cual se muestra en las gráficas A2.5 y A2.6. Vale señalar que la misma responde en mayor medida y la mayor parte del tiempo a factores de demanda.

Gráfica A2.5

Inflación Subyacente Propuesta
2011 – 2016 (1)
(Variación interanual)

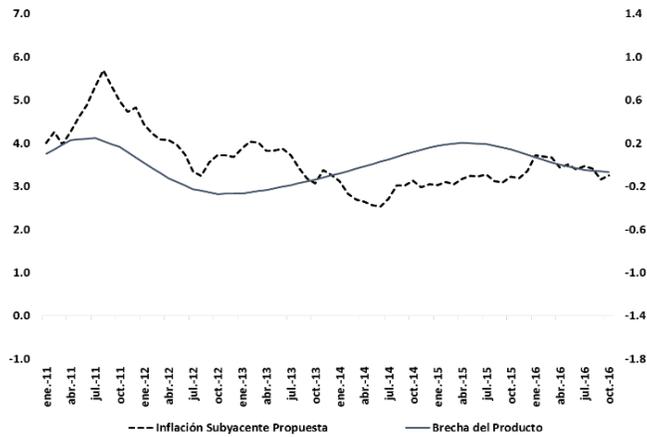


(1) Cifras a octubre de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.6

Inflación Subyacente Propuesta y Brecha del Producto
2011 – 2016 (1)
(Variación interanual)



(1) Cifras a octubre de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

IV. CONCLUSIONES

La política monetaria se orienta a la consecución de la meta de inflación dentro de un horizonte de doce a veinticuatro meses. Por esta razón, la construcción de indicadores de inflación que representen adecuadamente su tendencia y que reflejen la proporción de la inflación que puede ser afectada por la política monetaria en un plazo razonable, son importantes para la correcta evaluación de este instrumental. Indudablemente, el objetivo primordial de la revisión de la medición de inflación subyacente presentada en este anexo, ha sido la de visualizar si los cambios que muestra la inflación en un período determinado corresponden a movimientos transitorios o a cambios permanentes.

En este contexto, el Banco de Guatemala, al igual que los principales bancos centrales del mundo, realiza importantes esfuerzos para actualizar sus principales indicadores que ayudan a la toma de decisiones de política monetaria. La presente revisión de la medición oficial de inflación subyacente y la propuesta de una nueva medición, forman parte de estos esfuerzos, ya que la misma servirá para el análisis del estado de las

presiones inflacionarias de mediano plazo en las que puede actuar la política monetaria.

ANEXO 3

REVISIÓN DE LA REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO CAMBIARIO²⁸

I. INTRODUCCIÓN

Las participaciones del Banco Central buscan moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, propiciando un aumento en la oferta de divisas en el mercado en aquellos episodios en los que el tipo de cambio se deprecie, y un aumento en la demanda de divisas cuando dicha variable se aprecie. Dichas participaciones tienen un límite, a fin de moderar únicamente la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

La regla de participación en el mercado cambiario se fundamenta en los principios siguientes: 1) Consistencia con el esquema de metas explícitas de inflación; 2) Transparencia; la regla es transparente y comprensible para el mercado; 3) Moderación; la regla modera la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia; y 4) Simetría; la participación en el mercado cambiario ocurre en igualdad de condiciones tanto para la compra como para la venta de divisas.

La regla de participación se ha venido perfeccionando desde su creación, los ajustes a la misma se han enfocado en la modificación del margen de fluctuación, en los criterios de activación y en el monto máximo de participación diaria, entre otros.

La modificación más reciente que se realizó a la regla cambiaria, con relación al monto máximo de participación, fue en 2009, cuando dicho monto se incrementó de tres subastas diarias (US\$8.0 por cada subasta) a cuatro subastas diarias (US\$8.0 por cada subasta). Dado que el volumen negociado en el mercado cambiario se ha incrementado, de 2009 a la fecha, se estima procedente ajustar el monto máximo de participación diaria conforme al comportamiento reciente

del mercado. Asimismo, se propone otra modificación a la regla que es de naturaleza operativa, que busca elevar la consistencia y transparencia de la misma.

II. MODIFICACIONES PROPUESTAS

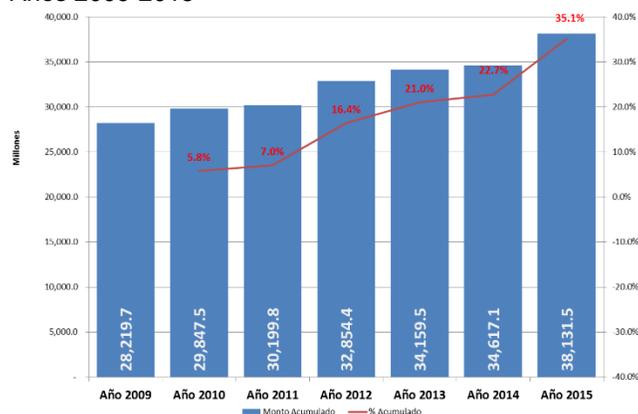
A. Incremento en el monto máximo diario de participación

En 2009, el monto máximo diario de participación (US\$32.0 millones) equivalía a 0.11% de total negociado en ese año.

Entre 2009 y 2015, el monto de las operaciones totales negociadas en el Mercado Institucional de Divisas (MID) aumentó 35.1%, pasando de US\$28,219.7 millones a US\$38,131.5 millones (ver gráfica A3.1), por lo que el monto máximo diario de participación (cuatro subastas al día por un monto de US\$8.0 millones cada una) equivalió a finales de 2015 a 0.08% del monto total negociado.

Gráfica A3.1

Monto Acumulado de Operaciones Totales Negociadas en el Mercado Institucional de Divisas (MID) Años 2009-2015



Fuente: Banco de Guatemala.

En ese sentido, al ajustar el monto máximo diario a las nuevas condiciones de mercado, requeriría aumentar el monto máximo diario de US\$32.0 millones a US\$40.0 millones. Se propone que dicho aumento sea implementado mediante un incremento en el número de

³¹ Elaborado por los departamentos de Ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y de Análisis Macroeconómico del Banco de Guatemala.

subastas de divisas diarias (de cuatro subastas de US\$8.0 millones cada una a cinco subastas de US\$8.0 millones cada una). Vale indicar que la adición de una subasta diaria contribuiría a que en un mercado de excedentes o faltantes de divisas, cuyo tamaño, aún con el aumento citado, sigue siendo pequeño, se equilibre con mayor eficiencia, en virtud de que el incremento de subastas, tanto para la venta de divisas como para la compra de divisas, permite a los participantes ir transando entre ellos los excedentes o faltantes y recurrir al Banco Central de manera gradual y en la magnitud necesaria para que el mercado se “limpie”.

B. Establecimiento del horario de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario

Esta modificación a la regla permitiría que el horario en el que se active la regla cumpla dos principios. El primero, de flexibilidad, lo que significa que el horario de participación puede ajustarse de manera oportuna ante cualquier cambio en las condiciones del mercado y, el segundo, de transparencia, lo que implica que el referido horario debe ser del pleno conocimiento de los participantes en el mercado. Se propone que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala establezca el horario de participación y oportunamente lo comunique a la Junta Monetaria y a los participantes del mercado cambiario.

III. CONCLUSIONES

La regla de participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, ha sido un instrumento eficiente para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. El Banco de Guatemala ha tenido una participación en el referido mercado utilizando principios transparentes y consistentes con el régimen de metas explícitas de inflación. No obstante, con el propósito de ir perfeccionando cada vez más la regla y, a la vez, que la misma se ajuste a la forma que evoluciona el mercado cambiario, los departamentos técnicos del Banco de

Guatemala proponen dos cambios a la referida regla. El primero, elevar el monto máximo diario de participación de US\$32.0 millones a US\$40.0 millones, mediante el incremento en el número de subastas diarias de cuatro a cinco, pero manteniendo el monto máximo de cada una de ellas en US\$8.0 millones. El segundo cambio se refiere al establecimiento del horario de participación del Banco Central en el mercado cambiario, el cual sería determinado por el Comité de Ejecución.

ANEXO 4

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2017

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

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Aslam, Aqib; Boz, Emine; Cerutti, Eugenio; Poplawski-Ribeiro, Marcos; y Topalova, Petia (2016): "Global Trade: What's Behind The Slowdown?". Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre.
2. Banco Central Europeo (2016). Economic Bulletin, Issue 7. Octubre.
3. Banco de Guatemala (2016): "Informe de Política Monetaria a Septiembre de 2016". Octubre.
4. Blagrove, Patrick; Saxena, Sweta; and Vesperoni, Esteban (2016): "Spillovers from China's Transition and from Migration". Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre.
5. Burns, Arthur y Mitchell, Wesley (1946): "Measuring the Business Cycles". National Bureau of Economic Research. Working Plan Boo, pg. 3-22.
6. Fernald, John (2016): "Economic Letter". Federal Reserve Bank of San Francisco. October.
7. Gordon J., Robert (2016): "Bajando la cuesta ¿Está Estados Unidos entrando en un período de crecimiento económico bajo y prolongado?". Finanzas & Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Junio.
8. Ho, Giang y Lu, Yinqiu (2013): "A Financial Conditions Index for Poland". International Monetary Fund Working Paper, 13-252.
9. International Monetary Fund (2016): "World Economic Outlook: Subdued Demand: Symptoms and Remedies". October.
10. Mishkin, Frederic; Watson, Mark; Schoenholtz, Kermit; Hatzius, Jan y Hooper, Peter (2010): "Financial Conditions Indexes: A fresh look after the Financial Crisis". Center for Decision Research. Chicago Booth.
11. Moody's Investors Service (2016): "Trump's Election Victory to Shift Ground on Trade, Financial Regulation, Healthcare". November.
12. S&P Global (2016): "Can President Trump Reshape The U.S. Economy?" November.