

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2016



BANCO DE GUATEMALA





# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA .....</b>	<b>1</b>
<b>DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA.....</b>	<b>2</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>3</b>
<b>I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL .....</b>	<b>7</b>
A. COYUNTURA RECIENTE .....	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. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS.....	24
<b>II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO .....</b>	<b>28</b>
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA .....	28
B. SECTOR EXTERNO .....	32
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA .....	35
1. Evolución reciente de la inflación .....	35
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos .....	39
3. Variables informativas de la política monetaria .....	42
D. FINANZAS PÚBLICAS .....	48
1. Ingresos .....	49
2. Gastos .....	49
3. Resultado fiscal y financiamiento .....	50

## ANEXOS

### ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL .....	54
--------------------------------------	----

<sup>1</sup> El Informe fue elaborado con información disponible al 19 de julio de 2016.

ANEXO 2

FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA GUATEMALTECA.....	58
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	63

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2016

## EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

Desde 2005, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia en Guatemala se fundamenta en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso, por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de la misma.

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados de bienes, de servicios, de dinero y cambiario; que los precios relativos sean más estables; y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia más precisa respecto a la evolución futura de la inflación. Ello genera, a su vez, un clima más propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Por esa razón, existe consenso a nivel internacional que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento ordenado de la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

Bajo este esquema monetario, la implementación de la política monetaria es consistente con la elección de la meta de inflación y se consolida con la vigencia de un régimen cambiario flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria) y con la utilización de variables indicativas privilegiando las decisiones de mercado, así como con el fortalecimiento de la transparencia y la rendición de cuentas en las diferentes actuaciones del Banco Central.

El EMEI ha venido evolucionando tomando como referencia los esquemas de otros bancos centrales que lo adoptaron antes que Guatemala. En efecto, durante los años siguientes a la implementación del EMEI se avanzó en aspectos instrumentales tanto en el mercado de dinero como en el mercado cambiario y, en junio de 2011, se hizo un cambio más profundo con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, estableciéndose como tasa de interés líder de política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*) en sustitución de la tasa de interés al plazo de 7 días que regía en ese momento. La tasa de interés al plazo de un día ha permitido un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que estos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, al poner a su disposición facilidades permanentes tanto de inyección como de neutralización de liquidez.

En ese contexto, como resultado del proceso de consolidación del EMEI, la Junta Monetaria determinó una meta de inflación de mediano plazo, a partir de 2013, de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual persigue la materialización del proceso de convergencia de la inflación a dicha meta, mediante un anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos.



## RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continúa, aunque muestra señales de debilitamiento, en un ambiente en el que se ampliaron los márgenes de incertidumbre, debido a las condiciones financieras más restrictivas, la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y los bajos precios de las materias primas a nivel mundial, aunque en el caso del petróleo la tendencia al alza se ha mantenido desde febrero.

Las proyecciones del Fondo Monetario Internacional prevén un crecimiento económico mundial de 3.1% en 2016, igual al del año previo (3.1%), el cual se afianzaría en 2017 (3.4%), apoyado, principalmente, en un mejor desempeño previsto en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, a pesar de que prevalecen los riesgos a la baja para estas economías. Otro factor de riesgo para el crecimiento económico mundial lo constituye la salida del Reino Unido de la Unión Europea, evento conocido como *Brexit*, que podría afectar la economía mundial.

En cuando al crecimiento de las economías avanzadas, este se mantendría modesto en 1.8% tanto para 2016 como para 2017, asociado a la desfavorable transición demográfica<sup>2</sup>, al bajo crecimiento de la productividad, a los legados de la crisis de 2008-2009 y, recientemente, a la mayor incertidumbre generada por el *Brexit*, factores que impedirían un crecimiento económico más robusto.

En los Estados Unidos de América, la actividad económica continuó positiva, apoyada por una política monetaria que sigue siendo ampliamente acomodaticia y por los precios del petróleo y sus derivados, aún bajos, que continúan apoyando la demanda interna; no obstante, los riesgos que podrían influir en su recuperación económica son la apreciación del dólar en

los mercados mundiales y la normalización más lenta de la política monetaria, que podría generar una flexibilización mayor de las condiciones financieras. Se prevén crecimientos de 2.0% en 2016 y de 2.3% en 2017.

En la Zona del Euro, aunque el proceso de recuperación continuó fortaleciéndose, prevalecen factores que limitan un crecimiento más dinámico, entre los que destacan, la baja inversión, el alto desempleo y los elevados niveles de endeudamiento público y privado. En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE) continuó aplicando una política monetaria ampliamente acomodaticia para estimular la demanda interna y tratar de alcanzar su objetivo de inflación de 2.0% en el mediano plazo. La actividad económica de la región crecería 1.6% en 2016 y 1.4% en 2017, que si bien sigue siendo un crecimiento moderado, es congruente con el mejor desempeño registrado en los dos últimos trimestres; no obstante, el *Brexit* podría afectar en el mediano plazo la referida recuperación, dados los fuertes vínculos comerciales y financieros de la región con dicho país.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque siguen explicando una proporción relevante del crecimiento económico mundial, las perspectivas a nivel de países, en general, se mantienen débiles y heterogéneas respecto de la década pasada. Además, la desaceleración de la economía de la República Popular China y la recesión económica tanto en Rusia como en Brasil, son factores que continuarán generando incertidumbre y ejerciendo presiones hacia la baja. Para este conjunto de economías se estima un crecimiento de 4.1% en 2016 y para 2017 de 4.6%.

En Centroamérica, en contraste con la mayoría de países de América Latina, la actividad económica se ha beneficiado de la recuperación de los Estados Unidos de América y de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, todavía bajos. Ambos factores, en varios países, han generado un aumento en las remesas

<sup>2</sup> Se refiere al envejecimiento de la población que ejerce presión sobre la población más joven, particularmente desde el punto de vista previsional.

familiares, en el ingreso disponible y en el empleo, apoyando el consumo privado, mejorando los resultados fiscales y reduciendo los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Durante el primer semestre de 2016, los mercados financieros internacionales evidenciaron un fuerte incremento de la aversión al riesgo, tanto a principios de este año como luego del referéndum en el Reino Unido, a finales de junio, que resultó en un aumento significativo de la volatilidad, la cual reflejó, entre otros factores, la incertidumbre acerca del crecimiento económico de la República Popular China y la divergencia en las posturas de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y, recientemente, la inminente salida del Reino Unido de la Unión Europea. Otro factor que incidió en la referida volatilidad fue la marcada disminución (hasta febrero) del precio internacional del petróleo.

Por su parte, los precios internacionales de las materias primas, que afectan la inflación en Guatemala, aunque continuaron en niveles bajos durante la mayor parte del primer semestre, registraron una recuperación respecto de los precios observados a finales del año anterior, siendo evidente el incremento en el precio del petróleo, la reversión de la tendencia creciente en el precio del maíz y la volatilidad en el precio del trigo. En el caso del petróleo, la recuperación del precio responde, principalmente, a la disminución en la producción de los Estados Unidos de América y a las interrupciones en la producción de Nigeria y de Canadá, lo cual ha venido cerrando la brecha entre la oferta y la demanda de crudo a nivel mundial. En el caso del maíz amarillo y del trigo, la volatilidad en sus precios se atribuyó a las expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos, aun cuando las previsiones de oferta mundial fueron favorables.

La inflación internacional, durante el semestre, se mantuvo relativamente estable, pero con diferencias importantes entre países y regiones. En la mayoría de las economías avanzadas la inflación se mantiene por

debajo de las metas definidas por los bancos centrales y en el caso de Japón y de la Zona del Euro en algunos meses se registraron valores negativos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo el comportamiento ha sido más dispar. Por una parte, en algunas economías de América Latina la inflación se ubicó por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales (en Brasil y Colombia incluso registró valores cercanos a dos dígitos) y, por la otra, en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, aunque la inflación revirtió su tendencia a la baja desde finales del año anterior, aún se ubica en valores en torno a las metas de inflación definidas por las autoridades monetarias.

**En el ámbito interno**, el producto interno bruto durante el primer trimestre del año registró una tasa de crecimiento interanual de 2.8%, el cual aunque fue menor al registrado en el trimestre previo (4.1%), continúa siendo consistente con las previsiones de crecimiento anual para 2016 (entre 3.1% y 3.9%), dado que se estima que la actividad económica mejorará en los próximos trimestres, en particular por el impulso que sigue proviniendo del consumo privado.

En cuanto a la evolución económica mensual, a mayo el Índice Mensual de la Actividad Económica registró un crecimiento de 3.6%, resultado de tasas de variación positivas en la mayoría de actividades económicas. En el comercio exterior, el valor FOB de las exportaciones de bienes se redujo 4.2% respecto a similar período de 2015, resultado, principalmente, de una disminución en el volumen, dado que el precio medio no registró variación en términos porcentuales. Entre los principales productos que registraron disminuciones destacan: piedras y metales preciosos y semipreciosos, azúcar, café, petróleo, níquel, caucho natural y cardamomo. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 5.1%, como consecuencia de la reducción del precio medio de las importaciones, asociado en buena medida a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes respecto



del año previo; no obstante, el volumen importado continúa mostrando un dinamismo relevante, especialmente en los bienes de consumo y materiales de construcción. Los menores precios del petróleo, a mayo, generaron un ahorro de alrededor de US\$240.0 millones en el rubro de combustibles y lubricantes. El hecho de que, en términos relativos, el precio de las importaciones haya disminuido más que el de las exportaciones ha propiciado una mejora en los términos de intercambio y en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al 30 de junio, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$3,512.3 millones, superior en US\$557.3 millones (18.9%), respecto del monto observado en igual período de 2015, comportamiento que, entre otros factores, se asocia a la reducción del desempleo hispano en los Estados Unidos de América y a los temores que suscitaron las recientes medidas migratorias en el referido país. El incremento en las remesas familiares también contribuyó a disminuir el déficit en cuenta corriente.

El nivel de Reservas Internacionales Netas continúa reflejando una sólida posición externa del país. Al 30 de junio registró un monto de US\$8,696.4 millones, mayor en US\$945.2 millones al registrado en diciembre de 2015, como resultado, principalmente, de la colocación de Bonos del Tesoro por US\$700.0 millones en el mercado internacional.

En lo que respecta al tipo de cambio nominal, en términos generales, este siguió mostrando un comportamiento congruente con sus fundamentos y factores estacionales, registrando al 30 de junio una depreciación acumulada de 0.07% (depreciación de 0.17% en términos interanuales). A esa misma fecha, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó compras de divisas por US\$487.8 millones.

El ritmo inflacionario a junio se ubicó en 4.43%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La

trayectoria de la inflación, desde el segundo semestre de 2013, refleja el efecto de factores de oferta (caída en el precio de los bienes importados no petroleros y, a partir de mediados de 2014, reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados), así como factores de demanda (dinamismo en el consumo privado, que dio origen al incremento en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas). En la medida en que se ha venido diluyendo el choque de oferta externa, se ha hecho cada vez más evidente el efecto en la inflación de alimentos, la que a mayo se ubicó en alrededor de 10.0%; no obstante, para finales de año se espera que la inflación se ubique en torno a la meta fijada por la autoridad monetaria, en congruencia con las expectativas de inflación de los agentes económicos que se mantienen ancladas a dicha meta.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (reporto a 1 día), estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas de interés activa y pasiva del sistema bancario, continuaron estables.

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 30 de junio, en términos interanuales la emisión monetaria creció, en promedio, 9.3%, en tanto que los medios de pago crecieron 5.8% y el crédito bancario al sector privado 7.5%.

En cuanto a las finanzas públicas, para el ejercicio fiscal 2016 se previó un presupuesto de gasto equivalente a 13.5% del PIB y un déficit fiscal de 1.6% del PIB. Según cifras preliminares a junio, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.5% (incluyendo los ingresos extraordinarios provenientes de las acciones legales emprendidas por la administración tributaria); mientras que los gastos se redujeron 8.2%, respecto de similar período del año previo, debido entre otros factores, al bajo crecimiento que durante el primer cuatrimestre del año registró la recaudación tributaria,

que habría obligado al gobierno a continuar con la contención del gasto público. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q63,603.7 millones, mayor en Q1,980.4 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,064.9 millones, mayor en US\$575.0 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2015 (US\$7,489.9 millones). Al 30 de junio el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 72.4% de los Bonos del Tesoro programados para el ejercicio fiscal 2016 (Q14,960.9 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial continúa en proceso de recuperación, aunque con importantes riesgos a la baja. Durante el primer semestre se observó un aumento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y en los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), aun cuando se han incrementado en los últimos meses, en particular el petróleo, siguen ubicándose en niveles inferiores a los registrados el año anterior. Cabe mencionar que no obstante el precio del petróleo ha mantenido la tendencia al alza iniciada en febrero, se prevé que al finalizar 2016 se ubique por debajo del precio promedio observado en 2015. Dicho pronóstico sería indicativo que, en el escenario base, se observaría un desvanecimiento gradual de los efectos a la baja que los derivados del petróleo han ejercido sobre la inflación interna.

En el entorno interno, la economía creció 2.8% en el primer trimestre de 2016, menor al resultado del primer trimestre del año anterior (5.0%); mientras que el IMAE indica que en abril y mayo la actividad económica creció 3.5% y 3.6%, en su orden. Dichos resultados son consistentes con el rango previsto para el crecimiento económico anual de entre 3.1% y 3.9%, dado que se prevén mayores tasas de crecimiento para los trimestres subsiguientes, debido, principalmente, al impulso que seguiría proviniendo del consumo privado.

La disciplina de las políticas monetaria y fiscal han contribuido a que el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) permanezcan estables, aspectos que resaltó el Fondo Monetario Internacional, en su visita de mayo de este año, dentro del marco de la evaluación del país conocida como Artículo IV y más recientemente la empresa calificadora de riesgo país *Moody's Investors Service*, en su reporte de junio, en el que elevó la perspectiva de la calificación para Guatemala, de negativa a estable y mantuvo la calificación en Ba1.

En el contexto descrito, la política monetaria, cambiaria y crediticia, mantuvo una postura acomodaticia durante el primer semestre del año, la cual se refleja en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria de 3.0% que no ha registrado cambios durante el primer semestre. Para el segundo semestre del año, la autoridad monetaria continuará monitoreando el comportamiento de la inflación, de sus pronósticos y de las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, para adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

# I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

## A. COYUNTURA RECIENTE

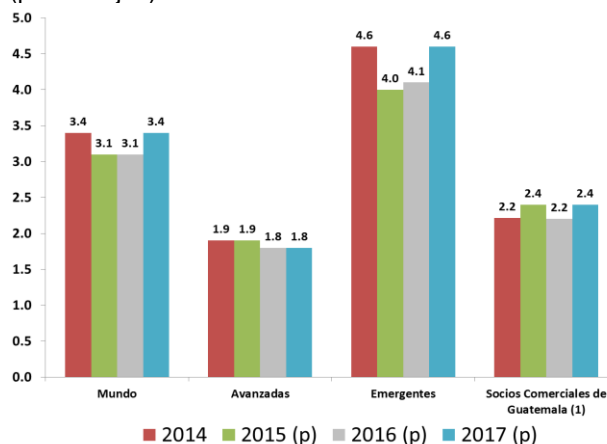
### 1. Panorama general

Durante el primer semestre de año, el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continuó débil y desigual en un contexto en el que ha crecido la incertidumbre, lo que incrementa el riesgo de que la recuperación de la mayoría de economías avanzadas y de algunas de las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo sea menor a la prevista a inicios del año. En ese sentido, entre los principales factores de riesgo destacan la desaceleración de la República Popular China, las condiciones financieras más restrictivas en algunas economías (principalmente de mercados emergentes), la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales (recientemente elevada por los resultados del referéndum en el Reino Unido relativo a su salida de la Unión Europea, evento conocido como *Brexit*) y los aún bajos precios de las materias primas a nivel mundial.

De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento económico mundial para 2016 se ubicaría en 3.1%, igual al del año previo (3.1%), el cual aumentaría levemente en 2017 (3.4%), apoyado, principalmente, por el mejor desempeño previsto para las economías de mercados emergentes. En efecto, en las economías avanzadas se mantendría el modesto crecimiento de 1.8% en 2016 y en 2017, asociado a la desfavorable transición demográfica, al bajo crecimiento de la productividad, a los legados de la crisis de 2008-2009 y, recientemente, a la mayor incertidumbre generada por el *Brexit*, factores que seguirían limitando un crecimiento más robusto; en tanto que, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.1% en 2016 y de 4.6% en 2017, a pesar de que varias de estas economías han registrado importantes desaceleraciones económicas.

**Gráfica 2**

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*.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América, la actividad económica se mantiene sólida, apoyada por una política monetaria que sigue siendo acomodaticia y por los bajos precios del petróleo y sus derivados respecto del año anterior, que continuaron apoyando la demanda interna; así también ha influido la moderada recuperación de los salarios que, a su vez, ha propiciado una mejora en el consumo privado, lo que se suma al fortalecimiento del empleo. Sin embargo, existen riesgos que podrían afectar la recuperación económica estadounidense, como la apreciación del dólar frente a las principales monedas del mundo (que podría ser mayor luego del *Brexit*<sup>3</sup>), y una normalización de la política monetaria estadounidense más gradual que la anticipada, que podría generar una flexibilización mayor de las

<sup>3</sup> Un efecto inmediato puede ser el incremento en la prima de riesgo del Reino Unido y otro relevante sería una política monetaria acomodaticia para enfrentar el *Brexit* en un contexto en el que el Banco de Inglaterra transitaba hacia la normalización de su política monetaria.

condiciones financieras. Se prevén crecimientos de 2.0% en 2016 y de 2.3% en 2017.

En la Zona del Euro, si bien el proceso de recuperación continúa consolidándose, prevalecen factores que limitan un crecimiento más robusto, entre ellos, la baja inversión, el alto desempleo y los elevados niveles de endeudamiento público y privado. Por lo anterior, el Banco Central Europeo (BCE) continuó aplicando una política monetaria ampliamente acomodaticia para estimular la demanda interna y contribuir a alcanzar su objetivo de inflación de mediano plazo de 2.0%, la cual podría ser incluso más acomodaticia como consecuencia del *Brexit*. La actividad económica de la región crecería 1.6% en 2016 y 1.4% en 2017.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo siguen contribuyendo de manera importante al crecimiento mundial, aunque dicho aporte se ha ralentizado en los últimos años, explicado, por una parte, por la desaceleración de la economía de la República Popular China (6.6% en 2016 y 6.2% en 2017), resultado del reequilibrio de su modelo de crecimiento económico y, por la otra, por la contracción económica en Rusia por -1.1% en 2016 y una modesta recuperación a 1.1% en 2017, debido a las sanciones internacionales aún vigentes y a la caída en el consumo privado y la inversión; y en Brasil (-3.3% en 2016 y 0.5% en 2017), como consecuencia de la débil confianza empresarial derivada de problemas políticos que han desincentivado la inversión interna, entre otros factores.

Los mercados financieros internacionales evidenciaron durante el semestre un fuerte incremento de la aversión al riesgo, que resultó en un aumento significativo de la volatilidad, influenciado, entre otros factores, por la incertidumbre acerca del crecimiento económico de la República Popular China, la divergencia en las perspectivas de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y la inminente salida del Reino Unido de la Unión Europea. Otro factor que generó inestabilidad en estos mercados fue la marcada disminución del precio

internacional del petróleo, la que se ha venido moderando, luego de que dicho precio empezó a mostrar una tendencia al alza desde finales de febrero.

Durante la mayor parte del primer semestre del año, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala, aunque continuaron en niveles bajos, registraron una recuperación respecto de los precios observados a finales del año anterior, siendo más evidente en el precio internacional del petróleo. En efecto, la recuperación del precio del petróleo responde, principalmente, a la disminución en la producción de los Estados Unidos de América y a las interrupciones en la producción de Nigeria y de Canadá, lo cual ha permitido que la brecha entre oferta y demanda mundiales de crudo se esté cerrando gradualmente. En el caso del maíz amarillo y del trigo, se observó cierta volatilidad en sus precios, la cual se atribuyó a las expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos, aun cuando las previsiones de oferta mundial fueron favorables.

La dinámica de la inflación a nivel mundial, durante el primer semestre del año, se mantuvo estable pero con diferencias importantes entre países y regiones. En las economías avanzadas la inflación se ubicó por debajo de las metas definidas por los bancos centrales, y en el caso de Japón y la Zona del Euro en valores negativos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo el comportamiento fue más dispar, por una parte, en algunas economías de América Latina la inflación se ubicó por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, y en países como Brasil y Colombia incluso registró valores cercanos a dos dígitos y, por la otra, en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, aunque la inflación revirtió su tendencia a la baja desde finales del año anterior, esta aún se ubica en valores en torno a las metas de inflación definidas por las autoridades monetarias.

## RECUADRO 1 ANÁLISIS DE LA DESACELERACIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL

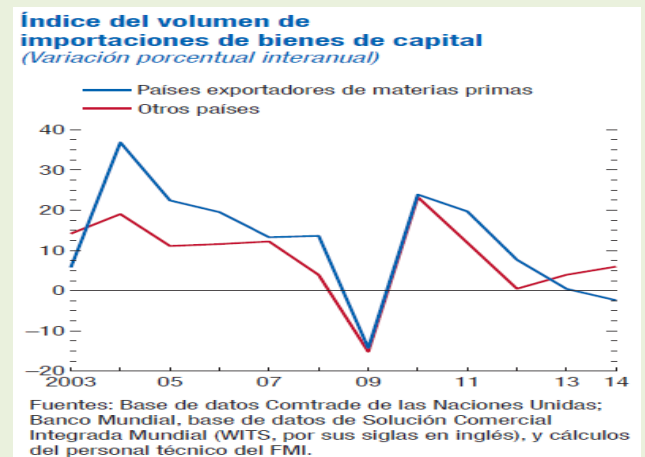
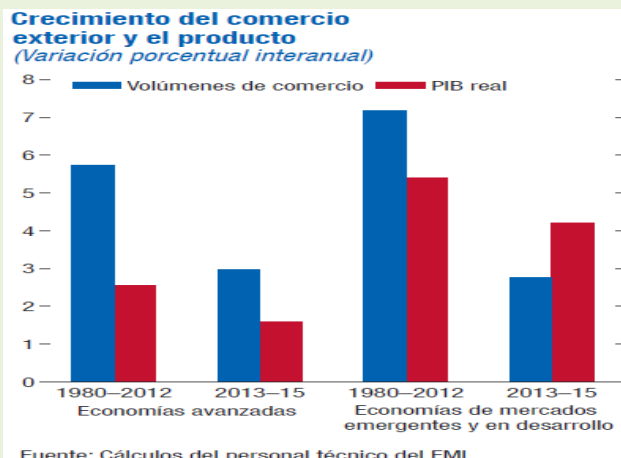
De acuerdo al Fondo Monetario Internacional (FMI), en las dos décadas previas a la crisis financiera mundial, el comercio internacional se expandió rápidamente, a un ritmo equivalente al doble de la tasa de crecimiento del PIB mundial. Sin embargo, en los últimos años, el aumento del volumen del comercio mundial se ha moderado, tanto en su nivel como en relación con el crecimiento del PIB. En consecuencia, el crecimiento del comercio como proporción del PIB mundial se ha desacelerado.

Según el análisis del FMI, los flujos comerciales recientes de 174 países han disminuido en su gran mayoría. Esta desaceleración se mantiene incluso cuando se tienen en cuenta el débil crecimiento del ingreso y la disminución de los precios de los bienes y servicios comerciados. Además, en 65% de los países, que representan 74% de las importaciones mundiales, la relación entre el crecimiento promedio del volumen de las importaciones y el crecimiento del PIB fue menor durante el período 2012–2015 que en el período 2003–2006. Cabe señalar que la disminución observada de las importaciones con respecto al ingreso, ha sido más pronunciada en las economías de mercados emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas.

Según el FMI, resulta más fácil explicar los factores a los que podría atribuirse la desaceleración comercial si se analizan las diferencias de las tendencias del volumen del comercio entre varios tipos de bienes. Al respecto, la baja tasa de crecimiento de las importaciones de bienes de capital, podría estar asociada a la débil inversión y a la consecuente recomposición de la absorción interna. Por su parte, la dinámica de las importaciones de bienes intermedios podría proveer información sobre el comportamiento de las cadenas de valor a nivel mundial.

No obstante, ha sido difícil analizar la desaceleración del comercio mundial en forma coherente desde la óptica de los flujos comerciales desagregados en un gran número de países, debido a la escasez de datos comparables sobre volúmenes comerciales e índices de precios desglosados por tipo de producto. A pesar de ello, es posible identificar que en las economías avanzadas, las importaciones de bienes intermedios primarios como proporción de las importaciones totales se redujeron de 16% en 2012 a 13.6% en 2014, debido en parte, al aumento de la producción interna de crudo en los Estados Unidos de América. Asimismo, en las economías de mercados emergentes, excluida la República Popular China, las importaciones de bienes de capital se contrajeron en 2014. Además, como era de esperarse, en la República Popular China, las importaciones de bienes de consumo se mantuvieron relativamente robustas.

Finalmente, el FMI señala que tras un prolongado período de fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital antes de la crisis financiera mundial, los países exportadores de materias primas registraron un marcado descenso de sus importaciones de bienes de capital en 2014, reflejo de una menor inversión en los sectores energético y minero.



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial (2016): “Análisis de la desaceleración del comercio mundial” Fondo Monetario Internacional. Abril.

## RECUADRO 2

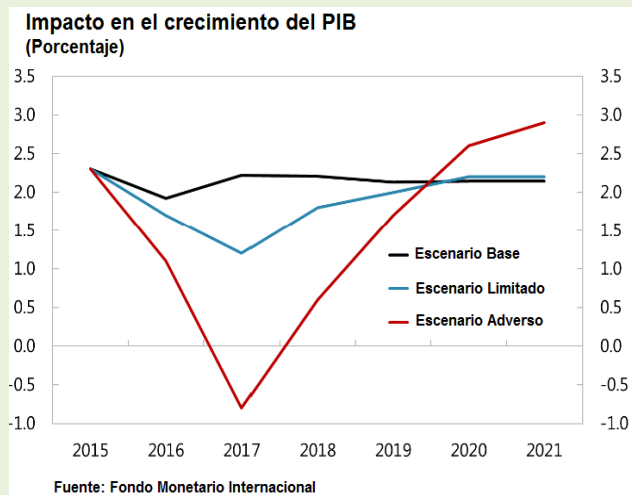
### IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DE LA SALIDA DEL REINO UNIDO DE LA UNIÓN EUROPEA (BREXIT)

La decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (*Brexit*), según el FMI, podría afectar el comercio, la inversión y la productividad en dicho país. Para evaluar estos riesgos, el FMI considera dos escenarios posibles: limitado y adverso. El propósito de estos escenarios es explorar las implicaciones de la transición hacia una nueva relación de largo plazo con la Unión Europea, la cual podría tener implicaciones en el corto y mediano plazos.

El escenario limitado asume que los hogares y las empresas confían en que se dará una convergencia de las relaciones económicas entre países igual que prevalece actualmente en el Espacio Económico Europeo (EEE), por lo que la incertidumbre se disiparía rápidamente y el impacto sería reducido. Por su parte, el escenario adverso asume que las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea no prosperan, por lo que las relaciones comerciales se regirían bajo las reglas de la Organización Mundial de Comercio. Las implicaciones de esta nueva relación de largo plazo tardarían en emerger, aunque la dificultad con que se llevarían las negociaciones generaría un aumento considerable de la incertidumbre y, consecuentemente, de la prima de riesgo. Esto significa que la incertidumbre crecería a niveles similares que los observados durante la crisis económica y financiera global de 2008-2009 y desaparecería a una velocidad más lenta.

Cabe indicar que estos escenarios son ilustrativos y no son predicciones del FMI, tampoco no representan un límite superior e inferior. Asimismo, en ambos escenarios, se asume que la política monetaria permanece invariable por dos años. No obstante, el Banco de Inglaterra podría enfrentar retos importantes en materia de política monetaria, en particular porque, en el corto plazo, la prima de riesgo podría aumentar, lo que impactaría en las tasas de interés de mercado. Esto podría hacer que el Banco de Inglaterra bajara su tasa de interés de política para compensar dicha subida; sin embargo, considerando que la inflación continuaría baja, es posible que el Banco de Inglaterra no disminuya su tasa de interés de política, lo que empeoraría las perspectivas de crecimiento económico.

En términos del comercio, el efecto inmediato sería un incremento, ya que la demanda por bienes importados disminuiría debido a la depreciación nominal de la libra esterlina y a la reducción del consumo y de la inversión. No obstante, dicho incremento se disiparía en el mediano y largo plazos, en la medida en que los salarios reales y el tipo de cambio nominal se ajusten para garantizar una cuenta corriente sostenible.



#### Indicadores económicos seleccionados

Indicador	2014	2015	Escenarios					
			Base		Limitado		Adverso	
			2016	2017	2016	2017	2016	2017
PIB (variación porcentual)	2.9	2.3	1.9	2.2	1.7	1.4	1.1	-0.8
Tasa de desempleo	6.2	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	6.0
Inflación (fin del período)	0.9	0.1	1.3	1.9	1.1	2.6	1.6	4.0
Deuda pública (porcentaje del PIB)	83.4	83.5	82.6	81.5	83.3	82.7	85.0	87.3

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2016): "Macroeconomic Implications of the United Kingdom Leaving The European Union". Selected Issues on the United Kingdom. IMF Country Report No. 16/169 UK. June.

## 2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, el crecimiento económico aumentó 1.1% en el primer trimestre de 2016, inferior al del último trimestre de 2015 (1.4%). Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), en dicho resultado influyó la contribución positiva del consumo privado, del gasto de los gobiernos locales y estatales y de las exportaciones; parcialmente contrarrestada por la disminución del gasto del gobierno federal y la aún débil inversión en el sector manufacturero, en particular el relativo a la energía, por los bajos precios internacionales del petróleo respecto del año previo. No obstante, el mercado laboral se mantiene sólido, con una tasa de desempleo cercana al nivel considerado por la Reserva Federal (FED) como de pleno empleo (en torno a 5.0%) y similar a la registrada en el período previo a la crisis global de 2008-2009; asimismo, en el mercado de vivienda se evidenció un crecimiento relevante de la inversión residencial (15.6%), cuyo dinamismo se ha mantenido en los últimos seis trimestres, apoyado, fundamentalmente, por las bajas tasas de interés de largo plazo.

Si bien las condiciones financieras internas se endurecieron levemente luego de que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), aumentara el rango objetivo de su tasa de interés a 0.25%-0.50% en diciembre de 2015, estas se mantienen favorables y la postura de la política monetaria sigue siendo ampliamente acomodaticia. La decisión de la FED, de mantener su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales, tras las reuniones de enero, marzo, abril y junio, sugiere que el proceso de normalización de la política monetaria sería más gradual de lo previsto originalmente, esto se confirma, según información de *Bloomberg*<sup>4</sup>, por la alta probabilidad de que no haya aumento de la referida tasa de interés en lo que resta de 2016, debido, en parte, a la alta volatilidad

<sup>4</sup> Tomando como referencia la probabilidad implícita de cambio en la tasa de interés objetivo de fondos federales con base en la curva de futuros de tasas de interés.

en los mercados financieros internacionales, al deterioro en las perspectivas de crecimiento económico y al anclaje de las expectativas de inflación (en torno al objetivo de largo plazo de la FED de 2.0%); así como al efecto que aún ejercen los bajos precios de la energía, que mantienen la inflación por debajo del referido objetivo, lo que en conjunto permite a la FED mantener una postura de política monetaria altamente acomodaticia.

En cuanto a la política fiscal, luego de registrar un déficit fiscal 2.5% del PIB en 2015 (el más bajo desde 2007), se estima que la postura de la política fiscal sea más neutral en los próximos años, registrando déficits fiscales superiores a 3.0% del PIB, como resultado de diversos acuerdos establecidos en 2015 respecto del gasto y de los impuestos<sup>5</sup>. Según el FMI, aunque en el corto plazo esta orientación neutral de la política fiscal resulta apropiada, en el largo plazo las finanzas públicas estadounidenses no son sostenibles, por lo que un nuevo plan creíble de consolidación fiscal a mediano plazo también contribuiría a generar más espacio de política a corto plazo. Cabe recordar que en noviembre de 2015, el Congreso estadounidense acordó suspender el límite de deuda hasta marzo de 2017 y las propuestas actuales del gobierno estadounidense buscan estabilizar la deuda en 75.0% en 2025.

Para 2016 la actividad económica en los Estados Unidos de América mantendría un ritmo moderado (2.0%), apoyado por el fortalecimiento patrimonial de los hogares, una política fiscal cada vez más neutral y una mejora adicional en el mercado inmobiliario. Lo anterior sería contrarrestado, parcialmente, por la caída de la demanda externa, debido a la fortaleza del dólar (la cual podría aumentar en el corto plazo, según el FMI, por el posible aumento de la prima de riesgo luego del *Brexit*), la débil actividad económica de los principales socios

<sup>5</sup> La Ley de Presupuesto Bipartidista de 2015 dispone un recorte presupuestario en 2016-2017, equivalente a 0.5% del PIB; la Ley "Ómnibus" de Asignaciones de 2015 establece un aumento del gasto público en 2016-2025, equivalente a 6.5% del PIB; y la Ley Impositiva de 2016 dispone un alivio tributario en 2016-2025, equivalente a 3.5% del PIB.

comerciales del país, la disminución adicional de la inversión en el sector energía y las condiciones financieras internas más restrictivas. Para 2017 las perspectivas mejorarían levemente, proyectándose un crecimiento de 2.3%.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, durante el primer trimestre de 2016 la actividad económica creció 1.7%, igual al crecimiento registrado en el cuarto trimestre de 2015. La expansión económica de la región sigue siendo impulsada, principalmente, por la recuperación del consumo privado, asociada a la mejora en el ingreso real y la fortaleza del mercado laboral (especialmente en las economías más grandes), el cual se espera continúe fortaleciéndose, como resultado de los prolongados estímulos monetarios y las medidas fiscales menos restrictivas. Un ejemplo a destacar es el mejor desempeño de la actividad económica de Alemania, que en el primer trimestre de este año registró un crecimiento de 1.6%, asociado al mayor impulso del consumo de los hogares y los bajos niveles de desempleo.

El Banco Central Europeo (BCE) estima que el crecimiento es aún débil y persisten importantes riesgos a la baja; entre ellos, los legados de la crisis de 2008-2009, los elevados niveles de deuda, los bajos niveles inversión y, en algunos países de la periferia, los altos niveles de desempleo. En adición a dichos factores de riesgo, recientemente se suma el *Brexit*. En efecto, aunque se mantiene la perspectiva de una mejora económica moderada en la Zona del Euro, consistente con el crecimiento del PIB en los dos últimos trimestres, el *Brexit* se constituye en un factor de riesgo en el mediano plazo, dados los fuertes vínculos comerciales y financieros de la región con el Reino Unido. En ese contexto, la actividad económica de la región registraría un crecimiento de 1.6% para finales de 2016 y 1.4% en 2017.

En Japón, la actividad económica superó las expectativas de crecimiento durante el primer trimestre de 2016. En efecto, según la Oficina del Gabinete de

Gobierno de Japón, la actividad económica creció 1.9% (contracción de 1.8% en el cuarto trimestre de 2015), lo que redujo las preocupaciones respecto de una posible recesión, debido, fundamentalmente, a la mejora del gasto de consumo y de las exportaciones de bienes y servicios. No obstante, la economía japonesa sigue presentando desafíos importantes en el corto y mediano plazos, asociados a la debilidad de la demanda interna, a la apreciación del yen y a la desaceleración de la actividad económica de la República Popular China, que es uno de sus principales socios comerciales. En ese contexto, el Primer Ministro Japonés afirmó que retardaría la entrada en vigencia del impuesto al consumo prevista para 2017, como una medida de estímulo para reafirmar la demanda interna. Para 2016 y 2017 se prevé un modesto crecimiento (0.4% para ambos años).



### RECUADRO 3

## BAJANDO LA CUESTA ¿ESTÁ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA ENTRANDO A UN PERÍODO DE CRECIMIENTO BAJO Y PROLONGADO?

El crecimiento económico en los Estados Unidos de América generado por la tercera revolución industrial, ha sido admirable. Ciertamente, los avances logrados desde la década de los sesenta se han orientado a una esfera limitada de la actividad humana que incluyen la recreación, las comunicaciones y la recopilación y procesamiento de datos. Al respecto, en su libro *The Rise and Fall of American Growth*, el autor describe esos cambios, examina sus causas y explica por qué el crecimiento de la productividad fue más rápido antes de 1970, pero mucho más lento a partir de entonces.

El fundamento de este análisis es que el crecimiento económico no es un proceso continuo que produce avances a ritmo uniforme, sino más bien es mucho más rápido en ciertos períodos. Hasta 1770, prácticamente no hubo crecimiento económico, durante el siglo de transición siguiente el crecimiento fue lento y entre 1870 y 1970 el crecimiento fue extraordinariamente rápido. Desde entonces el crecimiento ha sido más pausado, debido a que algunos inventos han sido más importantes que otros. El revolucionario siglo que se inició tras la Guerra de Secesión en los Estados Unidos de América fue posible gracias a una amplia gama de “grandes inventos”, de los cuales la electricidad y el motor de combustión interna son los principales.

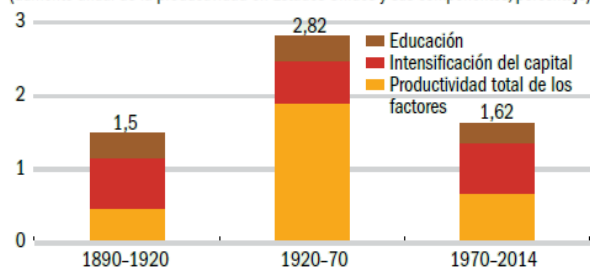
En la primera revolución industrial (de 1770 a 1830) se inventaron el motor a vapor, el ferrocarril, el barco a vapor y la máquina de hilado y tejido de algodón. En la segunda revolución, los inventos se concentraron en el período de 1870–1940 e incluyen sistemas de comunicación como el teléfono, la radio y el cine, productos químicos, plásticos, antibióticos, además de la electricidad y el motor de combustión interna. La tercera revolución industrial comprende la tecnología digital creada a partir de 1960, incluidas la computadora central, la computadora personal.

El crecimiento económico generado desde 1970 por la tercera revolución industrial ha sido admirable, pero al mismo tiempo decepcionante. Ciertamente, el reducido impacto de la innovación es evidente al comparar las tasas de crecimiento de la productividad del trabajo y la productividad total de los factores (PTF) en distintos períodos en los últimos 125 años. En el período de 1920–1970 la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo (producción por hora) fue de 2.82%; es decir, más de 1 punto porcentual que en los períodos de 1890–1920 y 1970–2014. Esto significa que la educación y la intensificación del capital fueron similares en los tres períodos, por lo que el crecimiento más rápido de la productividad del trabajo entre 1920 y 1970 es totalmente atribuible al ritmo más acelerado de la innovación y el cambio tecnológico.

De acuerdo con el autor, el análisis del progreso económico futuro en los Estados Unidos de América debería incluir no solo el ritmo de innovación sino también los factores que podría condicionar su comportamiento. En este contexto, el principal factor sería la progresiva desigualdad. En efecto, desde finales de la década de 1970, las personas situadas en el extremo superior de la distribución del ingreso han recibido una proporción cada vez mayor de los frutos del crecimiento económico. Otros factores son el débil avance en la educación, el envejecimiento de la población, la jubilación de la generación de posguerra y los problemas fiscales derivados de la creciente relación deuda a PIB.

### Los factores de la productividad

(aumento anual de la productividad en Estados Unidos y sus componentes, porcentaje)

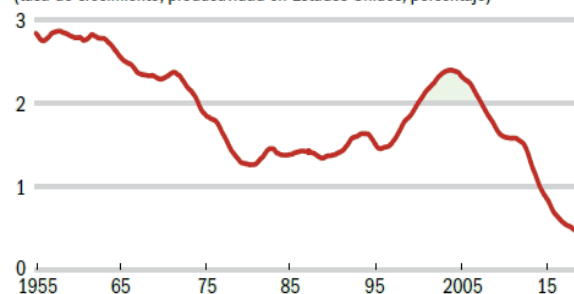


Fuente: Gordon (2016).

Nota: La intensificación del capital es la contribución del aumento del capital por hora de trabajo al crecimiento de la productividad de la mano de obra. La productividad es la producción por hora de trabajo. La productividad total de los factores es la porción de la producción que no se deriva de los insumos (capital y trabajo).

### Un menor ritmo de crecimiento

(tasa de crecimiento, productividad en Estados Unidos, porcentaje)



Fuente: Gordon (2016).

Nota: Se usó un filtro de Kalman para suavizar los datos y eliminar posibles correlaciones con alzas y bajas de la tasa de desempleo durante el ciclo económico. La productividad es la producción por trabajador.

Fuente: 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.

#### RECUADRO 4 EMPLEOS, SALARIOS Y PRODUCTIVIDAD EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

El escenario del mercado laboral que enfrenta el ciudadano típico de Estados Unidos de América en la actualidad, es muy diferente del que enfrentaron sus padres en la década de los ochenta. Una migración masiva a los empleos de sectores de menor sofisticación técnica, liderado por el sector manufacturero, aunada al estancamiento de los salarios, dificulta el crecimiento de la producción y del consumo en dicho país.

De acuerdo a un estudio del Banco Central de Reserva de Perú elaborado por Bendezú y Watson (2016), el escaso crecimiento de los salarios reales, es decir del poder adquisitivo de cada hora trabajada por el ciudadano promedio de Estados Unidos de América, se concentra en los estratos sociales de mayor ingreso. Ciertamente, los sectores sociales caracterizados por una mayor propensión al consumo de bienes de consumo masivo (y que son aquellos que posibilitan la retroalimentación entre ingresos y producción) son los sectores de ingresos medios y medio-bajos. En este contexto, un aumento de poder adquisitivo concentrado en los ciudadanos que ya gozan de salarios altos podría tener un menor impacto en el nivel de producción y, consecuentemente, en el consumo agregado, comparado con un aumento similar distribuido de manera más equitativa.

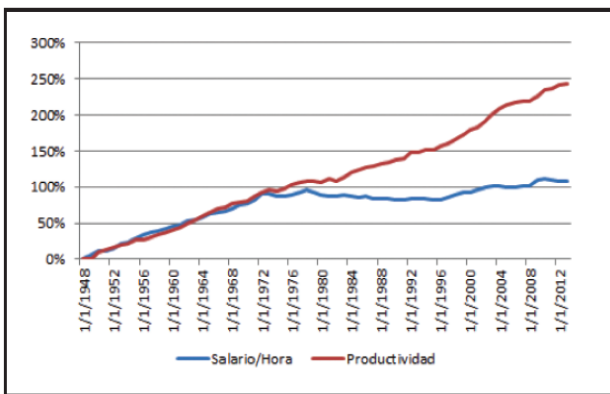
Según los autores, esta disparidad también se puede observar entre las distintas industrias. De hecho, la mayor parte de la población ocupada trabaja en las industrias que requieren poca sofisticación técnica, como la manufacturera o el comercio minorista, las cuales han visto su salario por productividad reducirse en las últimas décadas. En efecto, en los últimos treinta años, la productividad ha aumentado en todas las industrias, aunque los salarios reales no han seguido el mismo ritmo.

Los únicos sectores de menor sofisticación técnica que han visto crecer su salario por unidad de productividad son transporte y servicios de hospedaje y alimentos, mientras que la caída más resaltante está en el sector manufacturero.

Cabe señalar que el débil crecimiento de salarios podría deberse a una combinación de problemas estructurales que son independientes del ciclo económico, por lo que no pueden ser solucionados mediante medidas de estímulo fiscal o monetario. Entre los factores que explicarían el débil crecimiento del nivel de salarios se encuentran: la jubilación de trabajadores con un alto nivel de salarios, la disminución del número de trabajadores afiliados a un sindicato, mayor disponibilidad de empleo a tiempo parcial, baja inflación y la percepción que tienen los agentes económicos sobre de la economía.

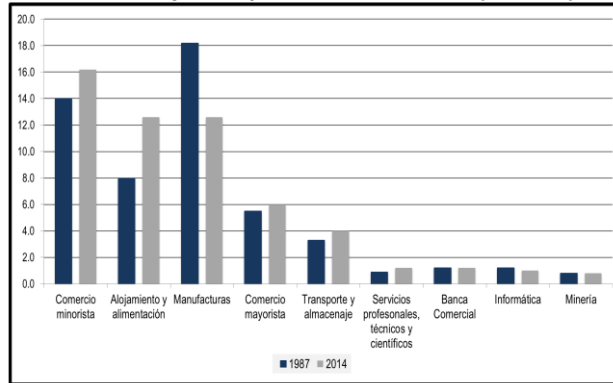
En conclusión, los autores esperan que aumente el nivel de salarios a medida que la productividad se incremente y que mejore la percepción de los trabajadores acerca de la situación económica como resultado de una caída de la tasa de desempleo a su nivel de largo plazo. Los factores estructurales antes mencionados no pueden solucionarse con medidas de estímulo fiscal o monetario, por lo que una debilidad residual en el nivel de salarios no debería ser decisiva para que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América determine un mayor ritmo de normalización de su política monetaria.

**Productividad y salarios en Estados Unidos de América**



FUENTE: OFICINA DE ESTADÍSTICAS DE EMPLEO DE ESTADOS UNIDOS Y J.P. MORGAN ASSET.

**Número de trabajadores por sectores analizados (Millones)**



FUENTE: OFICINA DE ESTADÍSTICAS DE EMPLEO DE ESTADOS UNIDOS.

Fuente: Bendezú, Oscar y Watson, Jean Paul (2016): "Empleos, salarios y productividad en EE.UU". Moneda. Banco Central de Reserva de Perú. Marzo.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque continúan con perspectivas favorables de crecimiento económico, este sigue expuesto a una alta incertidumbre, debido, por una parte, a la ralentización del crecimiento de la República Popular China, asociado al reequilibrio de su modelo económico hacia uno basado en el consumo interno que sea más sostenible en el largo plazo y, por la otra, a la debilidad de la actividad económica en Brasil y en Rusia, que se encuentran en recesión. Para este conjunto de países, las condiciones financieras se endurecieron luego del primer aumento a la tasa de interés de fondos federales de los Estados Unidos de América en diciembre del año anterior, generando volatilidad en los mercados financieros.

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadística, el crecimiento durante el segundo trimestre de 2016 (6.7%) estuvo asociado a un mayor dinamismo de los servicios (7.5%) y de la manufactura (6.1%) y, en menor medida, a la contribución positiva de la agricultura (3.1%), sectores que contribuyeron a reducir parte de la incertidumbre sobre la gradualidad del ajuste económico, dado que el crecimiento económico se mantuvo dentro del rango previsto por el gobierno (6.5%-7.0%). Por el lado del gasto, este dinamismo se explica por el aumento en el consumo privado (9.7%) y, en menor medida, por el aumento en las exportaciones netas (5.9%). Por su parte, los indicadores de producción y de confianza empresarial confirman la moderación de la actividad económica; no obstante, aún se observa una mejora en la producción manufacturera, un incremento en las ventas minoristas y un aumento del crédito al sector inmobiliario y al consumo.

En Rusia, la actividad económica continúa en recesión, asociada al ajuste fiscal, a la caída en el consumo privado y la inversión, así como a las sanciones internacionales aún vigentes, factores que

han evidenciado las debilidades estructurales de esta economía.

En cuanto a América Latina, si bien la región se estaría contrayendo por segundo año consecutivo, el desempeño por subregiones sigue siendo heterogéneo y refleja diferentes realidades. Por un lado, el desempeño de algunos países de Sudamérica ha sido afectado por un choque negativo de términos de intercambio, aunado a la ralentización del crecimiento en la República Popular China y al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y, por el otro, México y Centroamérica se han beneficiado, de la recuperación de los Estados Unidos de América.

En Brasil, la actividad económica durante el primer trimestre continuó en recesión (-5.4%), la cual, según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), estuvo asociada a los bajos niveles de confianza de las empresas y de los consumidores, el deterioro de las finanzas públicas, la dinámica de la deuda pública (afectada por la reducción de la calificación riesgo soberano por debajo del nivel de inversión), la elevada incertidumbre respecto de la política económica, la caída de los precios de las exportaciones, el endurecimiento de las condiciones financieras y la baja competitividad, factores que limitan una pronta recuperación económica.

En México, la actividad económica creció 2.8% en el primer trimestre de 2016 y de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), este resultado se explica por el aumento de las actividades de servicios (3.7%), agrícolas (2.7%) y manufactureras (1.9%). La actividad económica continúa siendo influenciada, fundamentalmente, por la recuperación de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial. En efecto, según el FMI, en 2016 México seguiría creciendo a un ritmo moderado (2.5%), apoyado por la fuerte demanda interna privada y el efecto derrame proveniente del crecimiento en los Estados Unidos de América. Asimismo, la depreciación del peso mexicano y los bajos precios de la electricidad podrían impulsar las exportaciones y la producción manufacturera.

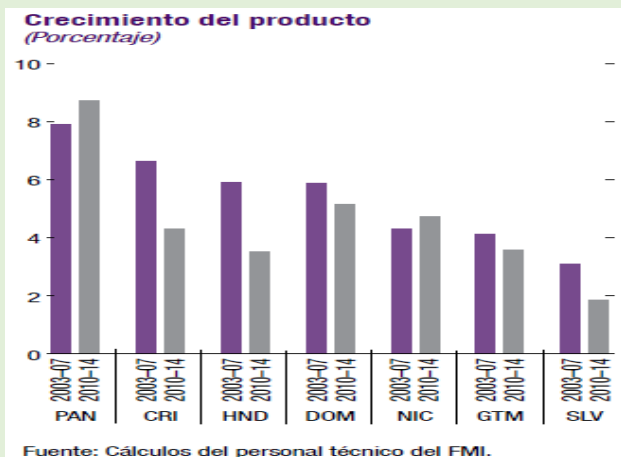
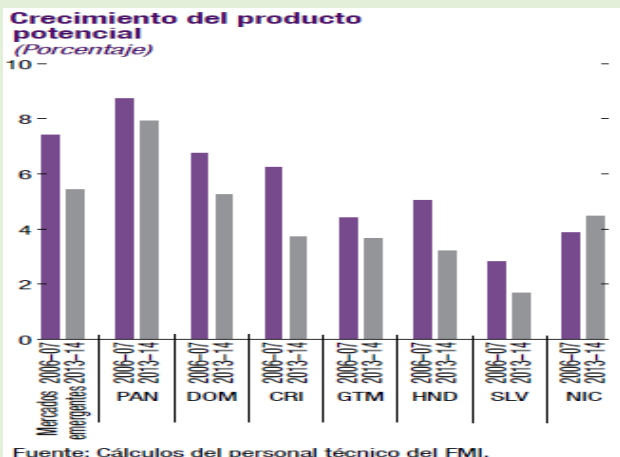
En Centroamérica, a diferencia de la mayoría de países de América Latina, la actividad económica también se ha beneficiado de la recuperación de los Estados Unidos de América y de los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados respecto del año anterior. Estos factores han generado un aumento en las remesas familiares y en el ingreso real disponible, apoyando el consumo privado, mejorando los resultados fiscales y reduciendo los déficits en cuenta corriente.

En general, en el resto de países de América Latina (excluyendo Argentina, Ecuador y Venezuela), si bien la actividad económica sigue creciendo, en 2016 la demanda interna continuaría ajustándose a los menores niveles de ingreso, reflejo del choque externo en los términos de intercambio; en tanto que, las exportaciones se han mantenido débiles, dados los bajos precios internacionales de las materias primas (incluidos los metales) y la menor demanda de sus principales socios comerciales. Las presiones cambiarias, aunque han disminuido, también seguirían siendo relevantes.

## RECUADRO 5 CRECIMIENTO POTENCIAL Y BRECHA DEL PRODUCTO EN CENTROAMÉRICA

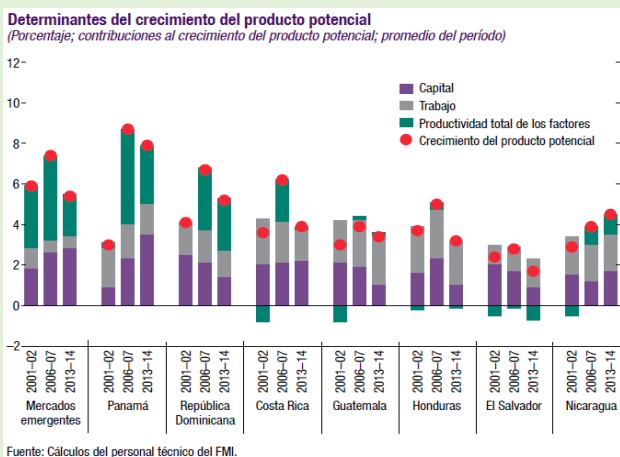
Un estudio elaborado recientemente por el Fondo Monetario Internacional, señala que el crecimiento del producto potencial en Centroamérica se ha reducido en los últimos años, debido entre otros factores, a los bajos niveles de inversión, al estancamiento de la creación de empleo y al escaso crecimiento de la productividad total de los factores (PTF).

En el estudio se subraya que, abstractamente los errores de medición, los déficits de productividad en El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua pueden obedecer a rezagos en la inversión en investigación y desarrollo y en la adopción y aplicación de nuevas tecnologías, además, a la disminución de la tasa de crecimiento del capital humano y al débil clima de negocios.



De acuerdo con la autora, las bajas tasas de crecimiento de la PTF podrían deberse a la reducción de la inversión en innovación, así como a la persistente debilidad de los marcos institucionales, regulatorios y jurídicos. Además, señala, que El Salvador tiene el crecimiento potencial más bajo de Centroamérica (1.8%) y todas las economías, excepto Panamá, muestran un crecimiento potencial menor que el promedio de otros mercados emergentes (5.4%).

Por último, la autora concluye que, desde una perspectiva cíclica, no hay indicios de que exista una capacidad productiva significativamente ociosa en Centroamérica, salvo en el caso de Costa Rica, en donde el crecimiento se desaceleró aún más en 2015, debido a los efectos de la salida de la empresa productora de microprocesadores Intel y de condiciones meteorológicas adversas que afectaron los principales cultivos agrícolas de exportación. En cuanto a la inflación total, advierte que la misma viene disminuyendo desde 2012 en la mayoría de las economías de la región, en particular con la reciente caída de los precios del petróleo que redujo los costos del transporte y de la electricidad, mientras que, la inflación subyacente se ha reducido en casi todas las economías de Centroamérica, con excepción de Nicaragua, donde ha repuntado desde el año pasado.



Fuente: Teodoru, Iulia (2016): "Crecimiento potencial y brecha del producto en América Central". Perspectivas Económicas: Las Américas. Abril.

#### 4. Mercados financieros internacionales

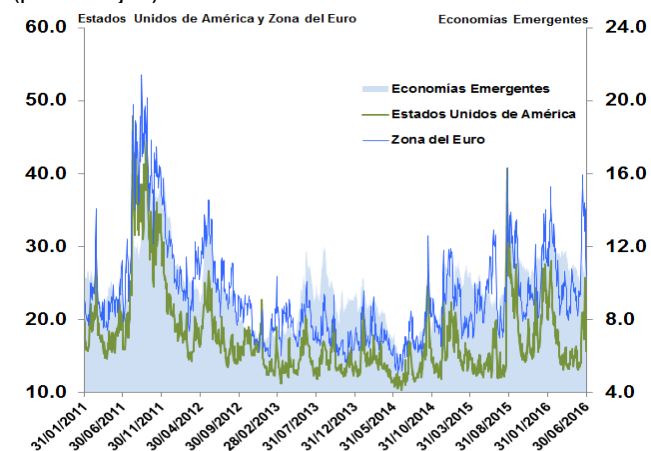
El primer semestre de 2016 estuvo marcado por el incremento de la aversión al riesgo a nivel mundial y, consecuentemente, un incremento en la volatilidad en los principales mercados financieros a nivel mundial. Ello debido, entre otros factores, a la incertidumbre respecto del crecimiento económico de la República Popular China, dado el deterioro de algunos de sus indicadores económicos, la salida de capitales de algunas economías emergentes ante la preocupación de los inversionistas sobre el desempeño económico mundial, la divergencia en las políticas monetarias de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y la incertidumbre que generó el *Brexit*, que se reflejó en los principales mercados cambiarios y accionarios. La volatilidad se ha reducido recientemente, en parte, debido al resultado de los indicadores de la actividad económica y del mercado laboral en los Estados Unidos de América, que afirman su proceso de recuperación; las medidas de política que implementó la República Popular China para impulsar el crecimiento y estabilizar su tipo de cambio; y el repunte observado en el precio de las materias primas, principalmente del petróleo.

En las economías avanzadas, los índices bursátiles y los precios de los activos con mayor riesgo registraron una disminución desde finales de 2015, lo que asociado a la decisión del Banco de Japón de reducir a tasas negativas el interés pagado sobre los depósitos de los bancos, propició cierto endurecimiento en las condiciones financieras. En dicho contexto, la divergencia de las políticas monetarias de los bancos centrales de las economías avanzadas, continúa influyendo, de manera importante, en la formación de los precios de los activos financieros. Según el FMI, la mayor incertidumbre y aversión al riesgo provocadas por el *Brexit*, tanto en el corto como en el mediano plazo, impactarían negativamente la actividad económica del Reino Unido y de otros países, principalmente, los que conforman la Unión Europea y aquellos con vínculos

comerciales y financieros estrechos con dicho país. Por su parte, desde finales de 2014, las economías de mercados emergentes y en desarrollo, observaron, en general, una importante depreciación en sus monedas (aunque dicha tendencia comenzó a revertirse durante el primer semestre del presente año), un deterioro en los índices accionarios e indicadores de riesgo soberano, así como una importante salida de capitales. En el caso de América Latina, la mayor volatilidad financiera mundial derivó en incrementos en las primas de riesgo soberano, registrando los mayores niveles desde 2009, ante la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda en aquellos países más vulnerables a los desequilibrios financieros, aquéllos que evidencian altos niveles de deuda en moneda extranjera. Dicha situación, ha afectado la profundidad y liquidez de los mercados financieros en los países cuyo sector bancario es la principal fuente de financiamiento. Vale destacar que, en el segundo trimestre de este año, los principales índices accionarios de la región se recuperaron levemente, asociado al incremento de los precios de las materias primas, principalmente el petróleo.

#### Gráfica 3

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)  
2011-2016  
(porcentajes)



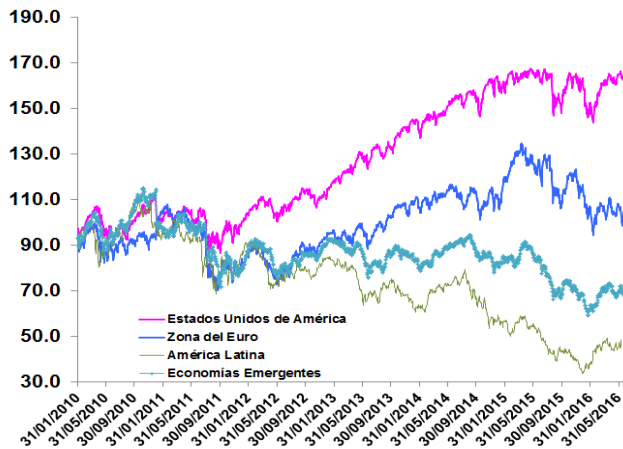
(1) Al 30 de junio de 2016.

(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 4

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



(1) Al 30 de junio 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 la mayor parte del primer semestre, los precios internacionales de las materias primas que tienen un efecto importante en la inflación de Guatemala presentaron comportamientos mixtos, siendo evidente el incremento en el precio del petróleo, la reversión de la tendencia creciente en el precio del maíz y la volatilidad en el precio del trigo. En efecto, al 30 de junio, el precio del petróleo aumentó 30.48%, el precio del maíz amarillo no mostró variación y el precio del trigo se redujo 8.17%. En el caso del precio del petróleo, este muestra una tendencia al alza desde finales de febrero del presente año, influenciado, principalmente, por una disminución en los niveles de producción; mientras que, en el caso del maíz amarillo y del trigo, se observó cierta volatilidad, asociada a expectativas de daños a la producción aun cuando las previsiones de oferta fueron favorables.

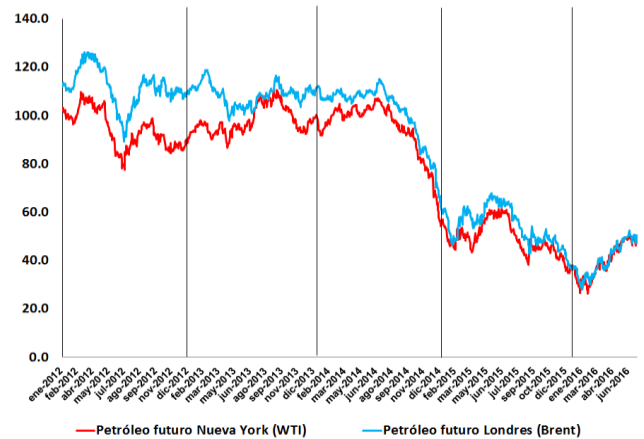
##### a) Petróleo y gasolinás

El precio internacional del petróleo, en general, registró una tendencia al alza en el semestre, asociada, principalmente, a la disminución en la producción de petróleo en los Estados Unidos de América, a los recientes problemas de producción en

Nigeria, provocados por factores geopolíticos y en Canadá, por incendios forestales de gran magnitud, al incremento en la demanda para refinados y, en menor medida, a la expectativa de que se extendería a otros productores el acuerdo preliminar iniciado en febrero del presente año por parte de Rusia, Arabia Saudita, Venezuela y Catar, de congelar su producción en los niveles observados en enero.

#### Gráfica 5

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2016.

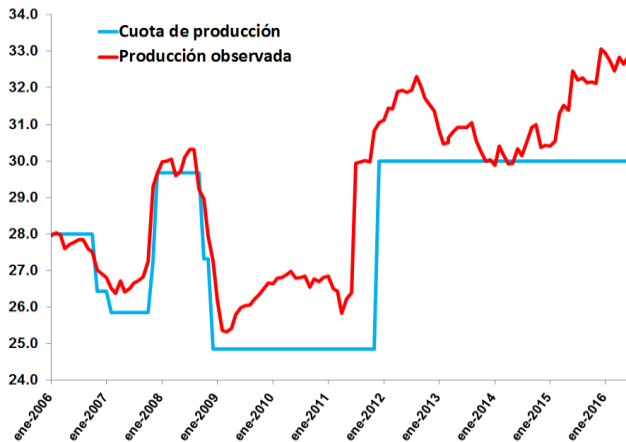
Fuente: *Bloomberg*.

El referido incremento en el precio del petróleo fue limitado por los excedentes de oferta prevalecientes en el mercado, los cuales se explican, fundamentalmente, por los niveles de producción de los Estados Unidos de América que, aunque han disminuido en el semestre, continúan siendo de los más altos en un contexto histórico y por el incremento en la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), cuyo nivel excede significativamente la cuota acordada por el cartel y que continúa siendo explicado por el objetivo de Arabia Saudita de mantener su cuota de participación en el mercado y porque Irán, luego de que se eliminarán las sanciones por su programa nuclear, está reestableciendo su producción. La OPEP se reunió a principios de junio para revisar su política de producción; sin embargo, la diferencia en las posturas de

sus miembros no permitió alcanzar ningún acuerdo, por lo que su cuota de producción continúa sin cambios.

### Gráfica 6

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

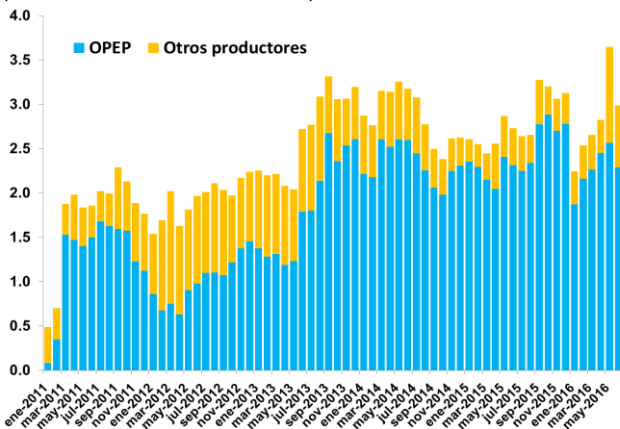


(1) Con información preliminar a junio de 2016.  
Fuente: Bloomberg.

Las interrupciones en la producción de varios países registró incrementos importantes en los primeros meses del presente año; sin embargo, esto tuvo un impacto limitado en el mercado, dado el nivel de la oferta comentado anteriormente.

### Gráfica 7

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



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

En el caso de la demanda, las perspectivas de crecimiento mundial han disminuido a causa de la

debilidad en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, especialmente de la República Popular China, y del modesto crecimiento de las economías avanzadas; no obstante, el efecto combinado de los elevados niveles de oferta y el moderado crecimiento de la demanda han contribuido a una acumulación importante de inventarios, principalmente en las economías avanzadas.

De acuerdo con la firma *IHS Energy*, se prevé que la oferta mundial de petróleo para el presente año se sitúe en 95.7 millones de barriles diarios (mbd), cifra ligeramente inferior a la producción del año previo (96.1 mbd). Por su parte, la demanda se estima en 95.7 mbd para 2016, superior en 1.3 mbd respecto de 2015 (94.4 mbd). Por lo anterior, el balance entre oferta y demanda quedaría equilibrado en el presente año.

### Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de junio de 2016		
	2015 <sup>(a)</sup>	2016 <sup>(b)</sup>	Variación 2016/2015
Oferta	96.1	95.7	-0.4
Demanda	94.4	95.7	1.3
Balance (oferta - demanda)	1.7	0.0	-----

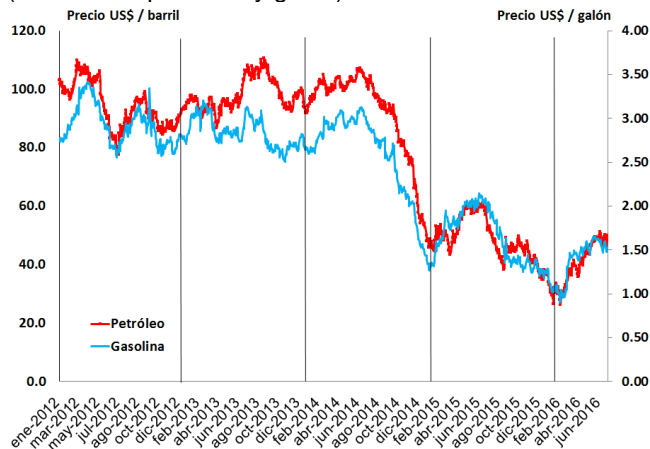
(a) Cifras preliminares.  
(b) Cifras proyectadas.  
Fuente: *IHS Energy*.

Con relación al precio internacional de la gasolina (al igual que el precio internacional del petróleo), desde finales de febrero registró una tendencia al alza, la cual se explica, principalmente, por un incremento en la demanda del refinado, tanto en el mercado interno estadounidense como en el externo, además por el aumento registrado en el precio internacional del petróleo. En efecto de acuerdo con la Agencia de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés), el volumen de la demanda total es mayor al registrado el año previo, situación que se asocia a la temporada conocida como *driving season* en los Estados Unidos de América, por el inicio de las vacaciones de verano, en un ambiente en el que la actividad económica continúa recuperándose.



**Gráfica 8**

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



(1) Con información al 30 de junio de 2016.  
Fuente: Bloomberg.

### b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante la mayor parte del primer semestre, permaneció en niveles similares a los observados el año anterior, con una ligera tendencia creciente en la última parte del semestre y algunos episodios de volatilidad; no obstante, cerró en un precio similar al observado en diciembre del año previo. El comportamiento del precio a lo largo del semestre se explicó, por una parte, por las previsiones de una adecuada oferta del grano y, por la otra, por las expectativas de posibles daños a la producción por factores climáticos que afectaron a las principales zonas de siembra. De acuerdo al Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por su siglas en inglés), se anticipa que la producción mundial para la presente cosecha será levemente inferior a la demanda mundial (1.3 millones de toneladas métricas); mientras que el nivel de inventarios sería similar al registrado en la cosecha anterior, lo cual podría propiciar incrementos adicionales en el precio en la segunda parte del año.

**Gráfica 9**

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



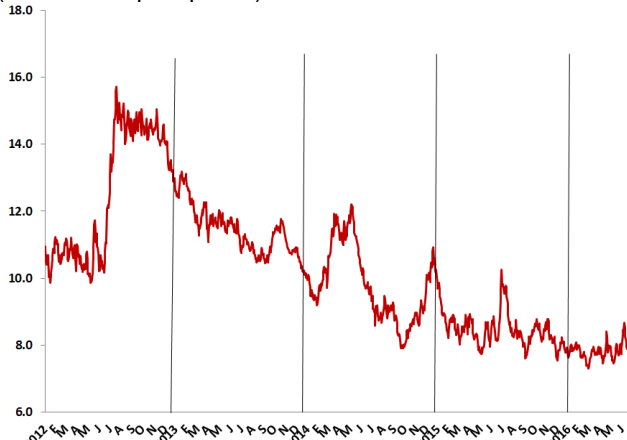
(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2016.  
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el precio internacional del trigo mostró una alta volatilidad durante la mayor parte del primer semestre, asociada a la expectativa de posibles daños a la producción por factores climáticos, en particular por el fenómeno de El Niño, que afectó a algunos de los principales países productores; sin embargo, aún se prevé un adecuado nivel de producción para el presente año. En efecto, según el USDA, de momento, la oferta prevista es capaz de cubrir la demanda (superávit de 14.8 millones de toneladas métricas), por lo que no se anticipan importantes presiones sobre el precio.

En ese contexto, aunque las proyecciones continúan evidenciando un ligero aumento en el precio tanto del maíz amarillo como del trigo, no se pueden descartar algunos riesgos a la baja asociados a las perspectivas de altos niveles de producción (particularmente en el caso del trigo) y una débil demanda mundial por la ralentización de la actividad económica. También existen riesgos al alza, asociados a factores climáticos (sequías e intensas lluvias en diferentes regiones productoras, principalmente en Europa del Este), al incremento en las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro y a la sustitución de algunas áreas de siembra por otros cultivos más rentables.

## Gráfica 10

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2016.

Fuente: Bloomberg.

## 6. Inflación y política monetaria

El comportamiento de la inflación mundial durante el primer semestre del año se mantuvo, en general, relativamente estable, respondiendo a los bajos precios de la energía respecto del año previo; así como a otros efectos transitorios de oferta que afectaron en mayor medida a la inflación de alimentos. No obstante, se observaron claras diferencias entre las economías avanzadas y las economías con mercados emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas, la inflación se mantuvo baja y en algunos casos como en Japón y en la Zona del Euro, en valores negativos. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, particularmente en algunas economías de América Latina, la inflación se mantuvo por encima de las metas establecidas por los bancos centrales, aunque los recientes episodios de apreciación de sus monedas y las medidas de política monetaria implementadas en los meses previos, han comenzado a moderar dicha tendencia.

En los Estados Unidos de América, a diferencia de la mayoría de economías avanzadas, la inflación repuntó a inicios de 2016, alcanzando en junio un nivel de 1.01%, explicado, en buena medida, por el incremento que desde finales de febrero experimentaron

los precios de los combustibles (en junio el precio de las gasolinas registró un incremento de 4.4%); no obstante, aún con este repunte, la inflación se ubica por debajo del objetivo de la Reserva Federal de 2.0%. En cuanto a la política monetaria, la FED inició el proceso de normalización de la política monetaria en diciembre de 2015, al incrementar la tasa de fondos federales del rango de 0.00%-0.25% a 0.25%-0.50%; sin embargo, a pesar de que el desempeño de la economía estadounidense sigue mostrando una recuperación, los riesgos asociados a los desbalances económicos y financieros mundiales, surgidos en los primeros meses del presente año; así como la incertidumbre por el resultado del referéndum del Reino Unido para abandonar la Unión Europea, impidieron que dicho proceso se consolidara durante el primer semestre de este año.

La FED estima que en el corto plazo la inflación irá convergiendo al objetivo de 2.0%, impulsada por condiciones más ajustadas en el mercado laboral, el cual se encuentra cercano al objetivo de máximo empleo (en torno a 5.0%), lo cual permitiría continuar con el proceso de normalización de su política monetaria, aunque el mercado está previendo un ajuste mucho más gradual en la tasa de interés objetivo de fondos federales, respecto de lo previsto a inicios de año.

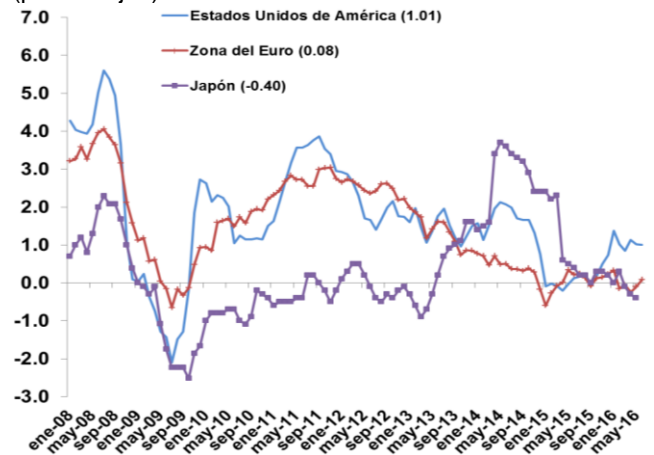
En la Zona del Euro, en el primer semestre del presente año, el ritmo inflacionario se mantuvo oscilando en torno a 0.0%, situándose en 0.08% en junio. De acuerdo con el BCE, las moderadas presiones inflacionarias sobre los precios internos continúan evidenciando ciertos riesgos de deflación; no obstante, a medida que se revierta el efecto positivo que generó la disminución de los precios de la energía y se consolide el proceso de recuperación económica, la inflación retornaría al valor objetivo de 2.0% en el mediano plazo. En ese sentido, como medida de apoyo a la actividad económica y con el propósito de propiciar el incremento en la inflación, el BCE amplió el relajamiento monetario en marzo, reduciendo la tasa de interés de política monetaria en 5 puntos básicos (ubicándola en 0.00%) e

incrementando programa de compra de activos de €60.0 millardos a €80.0 millardos; asimismo, anunció la implementación del programa TLTRO II<sup>6</sup> (entre junio de 2016 y marzo de 2017), con el propósito de reforzar la postura altamente acomodaticia de la política monetaria, mediante la compra focalizada de activos de más largo plazo a tasas de interés que podrían ser tan bajas como la aplicable a la facilidad de depósito (-0.40%).

En Japón, la inflación ha mostrado una tendencia decreciente desde finales de 2015, ubicándose en -0.40% en mayo. Este comportamiento se asocia a los menores precios de los productos importados, incluyendo el petróleo. Asimismo, la brecha del producto se mantiene ligeramente negativa, ante la desaceleración de la demanda externa, derivado de la moderación en el crecimiento económico de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ante este escenario, la postura acomodaticia del Banco de Japón fue ampliada en enero, al introducir la “Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa” (QQE, por sus siglas en inglés), con tasa de interés negativa, con lo cual, la tasa de interés que se aplica a las cuentas corrientes de las instituciones financieras en el Banco de Japón pasó de 0.10% a -0.10% y se expandieron las compras de activos a ¥80.0 mil millardos, especialmente de bonos del gobierno japonés.

**Gráfica 11**

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



(1) Datos a junio de 2016. Japón a mayo.  
Fuente: Bancos centrales.

Durante la mayor parte del primer semestre, la inflación en algunas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo evidenció fuertes presiones y se mantuvo, en general, por encima de las metas establecidas por las autoridades monetarias. Este resultado estuvo asociado a choques de oferta que afectaron la inflación de alimentos y, en algunos casos, al efecto traspaso del tipo de cambio nominal, ante las significativas depreciaciones de sus monedas. Recientemente, se comenzó a evidenciar cierta moderación en las presiones inflacionarias de estas economías, la cual se explica por las medidas de restricción monetaria implementadas por los bancos centrales en los meses previos y por la reciente apreciación que están experimentando las monedas de este grupo de países.

La República Popular China no fue afectada por esta tendencia alcista en la inflación, dado que la inflación se ubicó en 1.90% a junio, por debajo de la meta oficial (3.0%). A pesar de ello, el Banco Popular de China ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 4.35% desde octubre de 2015.

En México, la inflación se ubicó en 2.54% a junio, por debajo del objetivo de las autoridades monetarias (3.0%), asociado a los aún bajos precios de los

<sup>6</sup> Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO II).

hidrocarburos y al débil crecimiento de la demanda interna. A pesar de que las presiones inflacionarias han sido leves, entre febrero y junio el Banco de México incrementó en 100 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, situándola en 4.25%, en respuesta a la continua depreciación nominal del tipo de cambio y de esta forma evitar posibles efectos inflacionarios que pudieran derivarse del efecto traspaso.

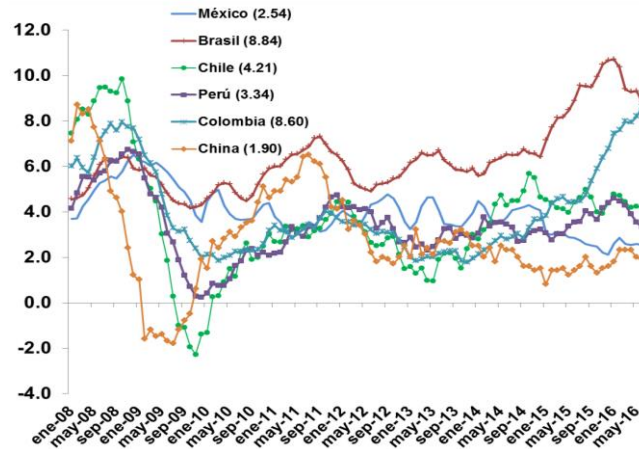
Por su parte, la inflación en los países de Sudamérica que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, se mantuvo por encima de las metas establecidas por los bancos centrales, siendo Brasil y Colombia, los países que experimentaron las mayores inflaciones (cercasas a 10.0%).

En Brasil, aunque el ritmo inflacionario se desaceleró levemente desde febrero, este aún sigue siendo alto (8.84% a junio), debido, por una parte, a que la producción de algunos bienes agrícolas se vio afectada por los efectos del fenómeno climático de El Niño y, por la otra, a la significativa depreciación nominal que experimentó su moneda el año anterior. En ese contexto, el Banco Central de Brasil, dado el escaso margen de maniobra de la política monetaria y con el fin de evitar un mayor sesgo procíclico de esta, decidió mantener en 14.25% la tasa de interés de política monetaria (tasa SELIC).

En Colombia, la tendencia creciente de la inflación continuó (8.60% a junio), debido al incremento en los precios de los alimentos por un choque de oferta asociado al fenómeno del Niño y por los efectos provenientes de la depreciación nominal de su moneda, por lo que, el Banco de la República incrementó durante el primer semestre del año su tasa de interés de política monetaria en 175 puntos básicos (de 5.75% en diciembre de 2015 a 7.50% en junio de 2016).

### Gráfica 12

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



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

En Centroamérica y la República Dominicana la inflación se ha mantenido por debajo de los objetivos de inflación en la mayoría de países (excepto en Guatemala); en tanto que, en Costa Rica ha mostrado valores negativos desde julio de 2015. En general, el resultado de la inflación ha estado determinado por los bajos precios de los combustibles, efecto que empezó a diluirse desde el cuarto trimestre de 2015. Cabe resaltar que únicamente el Banco Central de Costa Rica efectuó ajustes a la tasa de política monetaria, al reducirla en 50 puntos básicos en enero, situándola en 1.75%.

### B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

El FMI, en su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial, sugiere que las condiciones económicas en las principales regiones y economías continúan debilitándose, debido a que ha aumentado la turbulencia en los mercados financieros mundiales y se han registrado caídas en los precios de los activos financieros. Asimismo, continúan predominando los riesgos a la baja asociados a la desaceleración del crecimiento de la República Popular China, la caída de los precios internacionales de las materias primas, principalmente el petróleo, y la

divergencia de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas.

En este contexto, el FMI proyecta que la actividad económica mundial para el presente año se situaría en 3.1%, igual a lo observado en 2015 (3.1%), en tanto que para 2017 se prevé una tasa de 3.4%. La modesta recuperación de las economías avanzadas, debido a una combinación de una menor demanda y de un bajo crecimiento potencial luego de la crisis económica y financiera de 2008 y 2009, se estaría desacelerando levemente en el transcurso de 2016 y de 2017 (1.8% en ambos años); mientras que las perspectivas de crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, con una importante heterogeneidad, se situarían en 4.1% en 2016 y en 4.6% en 2017.

Entre las economías avanzadas, se espera que los Estados Unidos de América registre un crecimiento de 2.0% en 2016 y 2.3% en 2017, atribuido a una demanda interna robusta, a condiciones financieras aún favorables, al fortalecimiento de los mercados laboral e inmobiliario y al apoyo de la política fiscal; factores que estarían compensando, parcialmente, la apreciación del dólar estadounidense y la reducción de la inversión en el sector petrolero. En términos de la política monetaria, las acciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), reflejan la expectativa de que la economía continuará fortaleciéndose gradualmente y que la inflación, aún en niveles bajos, se ubicaría cerca del objetivo de 2.0% en la medida que se disipen los efectos transitorios de los bajos precios internacionales del petróleo, de la apreciación del dólar y de la fortaleza del mercado laboral; en ese sentido, el FMI estima que la inflación se sitúe en 0.8% en 2016 y 2.2% en 2017.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 1.6% y 1.4% en 2016 y en 2017, respectivamente, apoyado por el impulso positivo del consumo privado que compensaría una menor demanda externa y por los menores precios internacionales del petróleo, así como de una modesta expansión fiscal. No obstante, la reducción en las exportaciones netas, los bajos niveles de inversión, la alta tasa de desempleo y la

debilidad en las hojas de balance de los bancos, estarían incidiendo en un menor crecimiento económico. Con relación a la inflación, esta se mantendría por debajo del objetivo de mediano plazo del BCE (2.0%), debido a la débil recuperación económica y la caída en los precios internacionales del petróleo y la energía (0.9% en 2016 y 1.2% en 2017). La materialización del *Brexit* podría moderar el crecimiento de la región, particularmente a partir de 2017.

En Japón, luego del débil crecimiento en 2015 (0.5%), se considera que el estímulo fiscal (asociado al anuncio de la postergación de la entrada en vigencia del aumento en el impuesto al consumo) y monetario, los bajos precios internacionales del petróleo y un mayor ingreso real, no serían suficientes para generar una mejora sustancial de la actividad económica, previéndose una ligera desaceleración del crecimiento para los próximos dos años (0.4% tanto en 2016 como en 2017). Respecto de la inflación, no se prevén presiones inflacionarias para los dos siguientes años.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, continuaría la desaceleración del crecimiento en la República Popular China, al pasar de 6.6% en 2016 a 6.2% en 2017, derivado de las medidas enfocadas a reducir las vulnerabilidades en el sector inmobiliario y propiciar el crecimiento del crédito y de la inversión. Se estima que la inflación se sitúe en 1.8% en 2016 y en 2.0% en 2017, debido, entre otros factores, a la caída en los precios internacionales de las materias primas y a la apreciación prevista de su moneda.

En América Latina, el crecimiento económico se contraería en 2016 (-0.4%), mientras que en 2017 se prevé una mejora (1.6%). El mejor desempeño de algunos países que continúan creciendo modestamente, ha estado apoyado por sólidos marcos de política en respuesta a los choques externos; en tanto que los países con fundamentos más débiles continuaron experimentando ajustes más fuertes. La contracción regional se asocia, por una parte, a la recesión en Brasil, Argentina, Ecuador y Venezuela y, por la otra, a la caída del precio internacional de las materias primas, en

combinación con desequilibrios macroeconómicos y microeconómicos que han provocado una importante caída en la inversión privada.

En Brasil, los efectos de un entorno externo menos favorable continúan deteriorando la recuperación económica, la cual ha sido impactada por el deterioro fiscal y ha debilitado tanto la confianza del consumidor como la del sector empresarial, en un entorno en que persiste una difícil situación política. En efecto, una combinación de vulnerabilidades asociadas a un lento ajuste interno y problemas políticos que aún no se resuelven, han restringido la inversión y debilitado las perspectivas económicas. Luego de la fuerte contracción económica en 2015 (-3.8%), aunado a una inflación de dos dígitos, se estima que la actividad económica continúe en una senda de contracción menos drástica en 2016 (-3.3%); recuperándose levemente en 2017 (0.5%). Se estima que la inflación se reduzca y se sitúe este año en 7.1%, y disminuya gradualmente en 2017 (6.0%).

En México, se prevé que la economía continúe recuperándose a una tasa moderada (2.5% en 2016 y 2.7% en 2017), apoyada por la demanda interna y por el mayor dinamismo de la economía estadounidense. Asimismo, la depreciación del peso mexicano y los bajos precios de la energía eléctrica impulsarían las exportaciones y la producción manufacturera. Respecto a la inflación, esta se ubicaría en 3.3% en 2016 y en 3.0% en 2017.

El crecimiento económico en Chile, Perú y Colombia mejoraría en 2016 y en 2017; mientras que la inflación en estos países tendería a moderarse en esos años.

En Centroamérica, el crecimiento se mantendría moderado (3.7% en 2016 y en 2017), debido a la recuperación en la actividad económica estadounidense y al flujo de remesas familiares; sin embargo, la reciente disminución en el precio internacional de algunos productos agrícolas, como el café y el banano, podrían incidir en ese crecimiento. En términos de los precios internos, la inflación se situaría en 3.8% en 2016, mayor a la observada en 2015 (1.7%), asociada al aumento en

los precios de los alimentos; mientras que para 2017 se estima en 4.2%.

El FMI señala que entre los riesgos que podrían afectar el crecimiento económico mundial entre el resto de 2016 y en 2017, destacan: a) la incertidumbre derivada del *Brexit*; b) los legados de la crisis 2008-2009 en el sistema bancario europeo, sobre todo en los bancos italianos y portugueses; c) la persistente turbulencia en los mercados financieros y el aumento de la aversión al riesgo a nivel mundial; d) la dependencia del crédito como motor del crecimiento en la República Popular China, que podría producir un ajuste negativo; e) las tensiones geopolíticas, los conflictos armados internos y el terrorismo, sobre todo en Oriente Medio; y f) la sequía en África oriental y meridional y enfermedades como el virus del Zika, que están afectando a la región de América Latina y el Caribe. Ante dicho escenario, el FMI destaca que la distribución de riesgos continúa sesgada a la baja, en un entorno donde la incertidumbre sigue predominando.

**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
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	2.4	2.0	2.3	0.8	0.8	2.2
El Salvador	2.4	2.5	2.6	1.0	1.9	2.0
Honduras	3.6	3.5	3.7	2.4	4.0	5.4
Zona del Euro	1.7	1.6	1.4	0.2	0.9	1.2
México	2.5	2.5	2.7	2.1	3.3	3.0
<b>Otros socios</b>						
Colombia	3.1	2.5	3.0	6.8	5.3	3.3
Japón	0.5	0.4	0.4	0.3	-0.2	1.6
Brasil	-3.8	-3.3	0.5	10.7	7.1	6.0
Chile	2.1	1.7	2.0	4.4	3.5	3.0
Perú	3.3	3.7	4.1	4.2	3.4	2.5
Reino Unido	2.2	1.7	1.3	0.1	1.1	2.6
China	6.9	6.6	6.2	1.6	1.8	2.0
<b>Mundial</b>	3.1	3.1	3.4	2.9	2.9	3.1
-Economías avanzadas	1.9	1.8	1.8	0.6	0.9	1.8
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.0	4.1	4.6	4.7	4.5	4.1
-América Latina y el Caribe (1)	0.0	-0.4	1.6	6.2	5.0	4.2
-América Central	3.7	3.7	3.7	1.7	3.8	4.2
<b>Principales socios (2)</b>	2.4	2.2	2.4	1.1	1.5	2.4

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, abril de 2016 y actualización de julio de 2016. *Consensus Forecasts* a julio de 2016 y reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a julio 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.

## II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

### A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

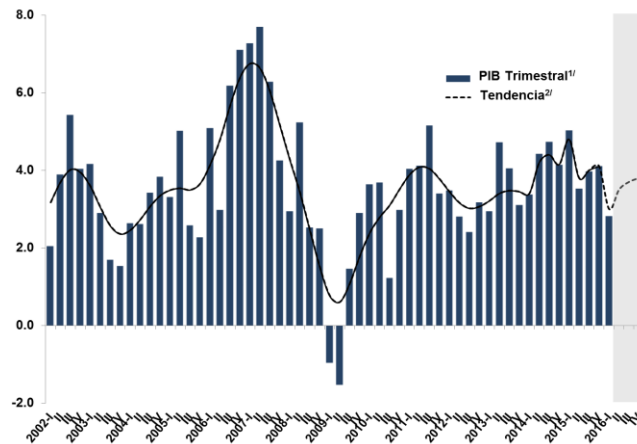
El Producto Interno Bruto del primer trimestre de 2016 registró una tasa de crecimiento interanual de 2.8% (ver detalle en Anexo). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; industrias manufactureras; y comercio al por mayor y al por menor, que en conjunto explican alrededor de 81.0% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo del gasto de consumo privado (el cual representa alrededor de 85.0% del PIB) y de la inversión en capital fijo.

Cabe indicar que si bien el crecimiento del primer trimestre del presente año fue menor al registrado en el trimestre previo (4.1%), este es consistente con las previsiones de crecimiento anual para 2016 (de entre 3.1% y 3.9%), dado que se estima que en los próximos trimestres se observarían incrementos mayores en las tasas de crecimiento (ver gráfica 12). En ese contexto, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró un crecimiento de 3.5% en abril y de 3.6%<sup>7</sup> a mayo (3.5% a mayo del año anterior), resultado de la incidencia positiva de los sectores industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y suministro de electricidad y captación del agua.

<sup>7</sup> Variación interanual de la serie original del IMAE; en tanto que la variación interanual de la tendencia-ciclo registró un crecimiento de 2.7%.

**Gráfica 13**

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



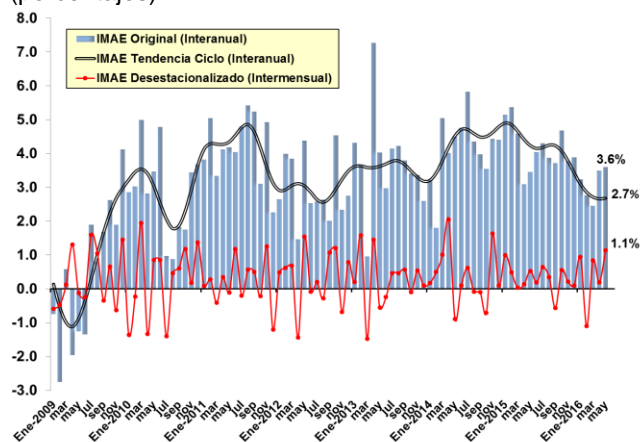
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2016.

(2) Proyectada a diciembre de 2016, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 14**

Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) (1) (2) (porcentajes)



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a mayo de 2016.

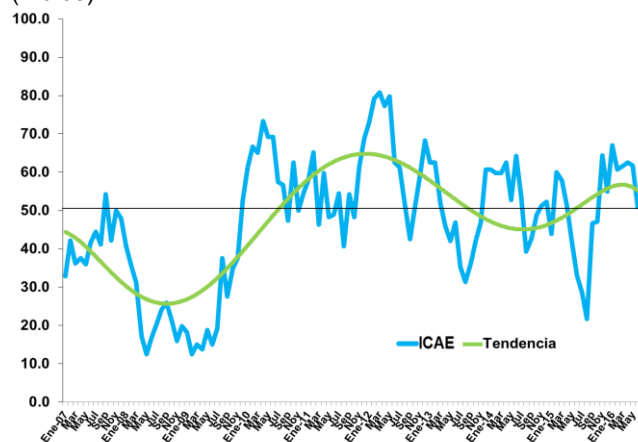
Fuente: Banco de Guatemala.



El Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) en junio se ubicó en 50.90 puntos, superior al nivel observado el mismo mes del año anterior (33.04 puntos), manteniéndose en la zona de expansión (por arriba de 50 puntos), lo que continúa reflejando perspectivas positivas para la actividad económica en los próximos seis meses, aunque menores al de los meses previos. Vale subrayar que desde agosto del año anterior, cuando dicho índice registró su menor nivel, ha aumentado cerca de 29 puntos.

### Gráfica 15

Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) (1)  
(índice)



(1) Con información a junio de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

## RECUADRO 6

### POSIBLES EFECTOS PARA GUATEMALA DE LA SALIDA DEL REINO UNIDO DE LA UNION EUROPEA (BREXIT)

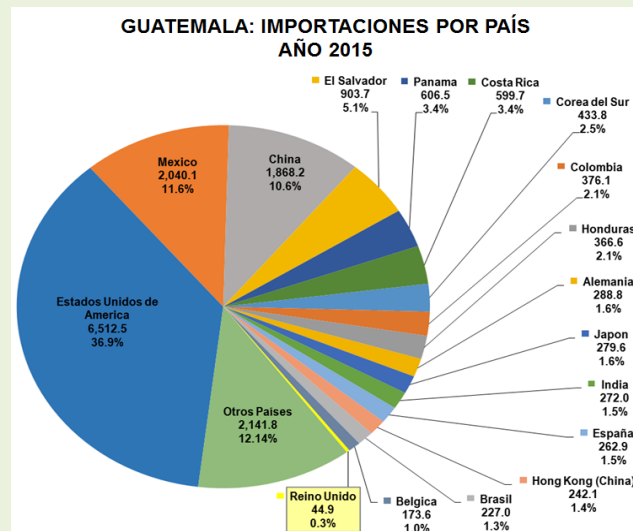
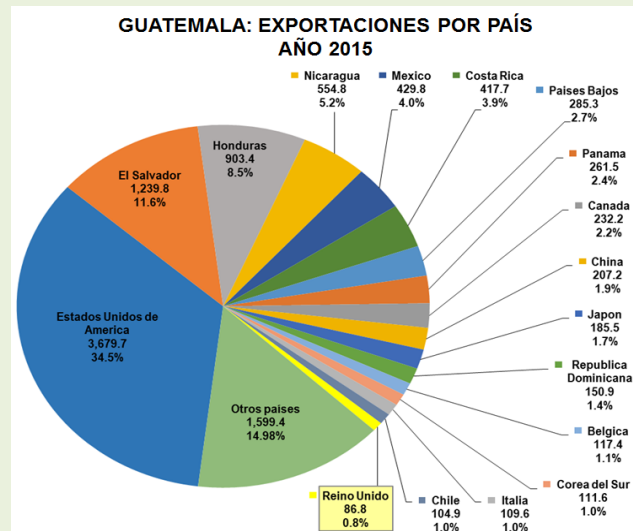
El Fondo Monetario Internacional (FMI), estima que la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*) implica un aumento relevante de la incertidumbre económica, política e institucional, situación que podría tener consecuencias macroeconómicas negativas, particularmente, en las economías avanzadas y, en especial, en las europeas. Además, la persistente turbulencia en los mercados financieros y el aumento de la aversión mundial al riesgo podrían tener repercusiones macroeconómicas a nivel mundial; sin embargo, dichas repercusiones serían de diferente magnitud a nivel de países y regiones, dependiendo del grado de relación (comercial y financiera) que cada país tenga con el Reino Unido. En ese contexto, a continuación se describen los posibles efectos (directos e indirectos) que para Guatemala podría tener el *Brexit*.

En cuanto a los efectos directos en el canal real, vale considerar que en 2015 las exportaciones de Guatemala hacia el Reino Unido representaron únicamente 0.8% (US\$86.8 millones) del total; mientras que las importaciones en ese mismo año significaron 0.3% (US\$44.9 millones) del total. En ese sentido, como puede apreciarse, la relación comercial entre Guatemala y el Reino Unido es baja en comparación con la de los principales socios comerciales del país (Estados Unidos de América y Centroamérica).

Por su parte, los efectos directos mediante el canal financiero también serían mínimos, dado que el sistema bancario guatemalteco está relacionado, mayoritariamente, con bancos corresponsales en los Estados Unidos de América, por lo que el impacto en las líneas de crédito del exterior sería bajo. Además, los flujos de inversión extranjera directa (IED) provenientes del Reino Unido son poco significativos (1.0% del total) y, en el caso de las remesas familiares, los flujos son aún menores, dado que el 99.0% de estos flujos provienen de los Estados Unidos de América.

En cuanto a los posibles efectos indirectos, si bien estos no serían nulos, los mismos podrían ser leves, tomando en cuenta la relación (comercial y financiera) que nuestros principales socios comerciales tienen con el Reino Unido. Por ejemplo, en 2015 las compras de productos estadounidenses por parte del Reino Unido fueron menores a 5.0% y los activos del sistema bancario de los Estados Unidos de América, al tercer trimestre de 2015, eran inferiores a 4.0% del total de activos. No obstante, si el *Brexit*, dada la incertidumbre que genera, propiciara un incremento adicional en la volatilidad financiera y deteriorara la confianza económica a nivel mundial, ello podría afectar el desempeño económico de nuestros principales socios comerciales, en cuyo caso los efectos podrían ser más relevantes para Guatemala.

En conclusión, la relación de Guatemala con el Reino Unido mediante los canales real y financiero es considerablemente reducida, por lo que los efectos directos serían limitados; no obstante, los efectos indirectos podrían ser más relevantes, si, como se mencionó, afectaran significativamente el desempeño de los principales socios comerciales del país.



Fuente: Banco de Guatemala.

## RECUADRO 7

### CONCLUSIONES PRELIMINARES DE LA MISIÓN DE CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL CON GUATEMALA EN 2016 Y PRONUNCIAMIENTO RECIENTE DE *MOODY'S INVERSTORS SERVICE* CON RELACIÓN A LA CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO DEL PAÍS

Una misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) visitó Guatemala del 18 al 31 de mayo para realizar la Consulta del Artículo IV correspondiente a 2016. A continuación se resumen conclusiones preliminares de dicha misión.

De acuerdo con dicha misión, la consulta del Artículo IV se realizó en un contexto de lucha sin precedentes contra la corrupción e impunidad en Guatemala. En efecto, el FMI destacó, por un lado, los esfuerzos de la administración de gobierno en mejorar la gobernanza, la transparencia y la rendición de cuentas tras la crisis política e institucional observada en 2015 y, por el otro, el historial sólido de políticas fiscal y monetaria que ha contribuido a mantener la estabilidad macroeconómica del país.

La misión del FMI también señaló que la evolución económica desde la consulta del Artículo IV realizada en 2014 ha sido positiva. Destacó que el crecimiento económico permaneció robusto (4.1% en 2015) a pesar de la desaceleración tanto del consumo como de la inversión del sector público durante la crisis política; la posición externa mejoró; el tipo de cambio nominal y los indicadores financieros permanecieron estables; el índice de confianza se recuperó rápidamente luego de la crisis y la balanza de pagos mejoró de manera sustancial en 2015, lo que dio como resultado una posición externa más sólida respecto de lo esperado.

En términos de inflación, la misión del FMI indicó que la misma se mantuvo por debajo del rango meta (4.0% +/- 1 punto porcentual) durante la mayor parte de 2015, explicada por los bajos precios de los derivados del petróleo, aunque se elevó levemente por arriba del centro del rango a inicios de 2016, debido a un incremento en la inflación de alimentos, particularmente en las zonas rurales del país.

Con relación a la política monetaria, la misión señaló que la tasa de interés líder se redujo entre 2014 y 2015 en 200 puntos básicos y el tipo de cambio nominal ha permanecido estable respecto al dólar estadounidense, con alguna participación del Banco Central para moderar la volatilidad. En cuanto a las finanzas públicas, la misión subrayó que el déficit fiscal se situó por debajo de la meta presupuestaria de 2015 (2.0% del PIB), provocando un recorte en el gasto público; mientras que la deuda pública permaneció baja.

Finalmente, la misión enfatizó que la perspectiva macroeconómica del país permanece benigna y se prevé que el PIB retorne a su tasa de crecimiento tendencial (3.8%) en 2016 y se eleve gradualmente a 4.0% en el mediano plazo.

#### INDICADORES ECONÓMICOS SELECCIONADOS

Indicador	2014	2015	2016 <sup>a/</sup>
PIB (porcentaje)	4.2	4.1	3.8
Inflación (porcentaje, fin del periodo)	2.9	3.1	4.0
Saldo en cuenta corriente (porcentaje del PIB)	-2.1	-0.3	-0.4
Resultado fiscal (porcentaje del PIB)	-1.9	-1.4	-1.6
Deuda pública (porcentaje del PIB)	24.3	24.2	24.2

<sup>a/</sup> Proyectado.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Por su parte, *Moody's Investors Service*, en su comunicado del 30 de junio de 2016, confirmó la calificación de riesgo soberano de Guatemala en Ba1 y mejoró la perspectiva de negativa a estable. Según la empresa calificadoradora, la calificación del país refleja, por un lado, las perspectivas de un crecimiento económico de mediano plazo positivo, aunque moderado, y el historial de compromiso gubernamental con políticas monetaria y fiscal prudentes y, por el otro, los elevados niveles de pobreza y un marco institucional relativamente débil. La empresa calificadoradora señaló que la política de contención del gasto público se ha traducido en déficits fiscales moderados y bajos indicadores de deuda pública, a pesar de los bajos ingresos públicos. Asimismo, subrayó que el país registra bajos indicadores de desarrollo humano, considerables necesidades sociales y baja calidad en infraestructura básica, factores que frenan la competitividad y productividad y, por ende, limitan una mayor fortaleza económica del país.

La decisión de la empresa calificadoradora de mejorar la perspectiva de negativa a estable se fundamentó en la fortaleza macroeconómica y fiscal del país que se evidenció durante la crisis política e institucional de 2015, reflejada en un crecimiento económico robusto, un bajo déficit fiscal e indicadores de deuda pública estables. Además, destacó el combate a la corrupción y los esfuerzos para mejorar la transparencia y rendición de cuentas, lo cual continuará fortaleciendo la institucionalidad del país, especialmente, la administración tributaria y el estado de derecho.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2016): "Guatemala: Conclusiones Preliminares de la Misión de Consulta del Artículo IV". Mayo. *Moody's Investors Service* (2016): "Rating Action". June.

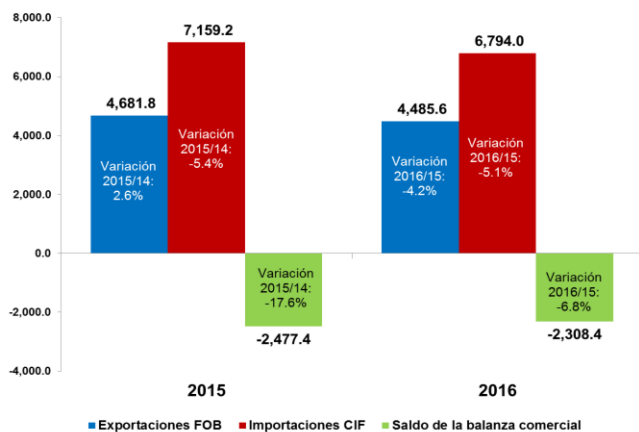
## B. SECTOR EXTERNO

A mayo, el comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), muestra que el valor FOB de las exportaciones de bienes se redujo 4.2% respecto de similar período de 2015, resultado, básicamente, de una disminución en el volumen, dado que el precio medio no registró variación en términos porcentuales. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 5.1%, 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; no obstante, el volumen importado continúa mostrando un dinamismo relevante.

La balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$2,308.4 millones, inferior en US\$169.0 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$2,477.4 millones). Con relación a los términos de intercambio, éstos siguen siendo favorables, debido a la persistencia de los bajos precios internacionales de los combustibles y lubricantes y a la mejora relativa del precio medio de nuestras exportaciones.

### Gráfica 16

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



(1) Con información a mayo de cada año.

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

El valor de las exportaciones estuvo influenciado, como se indicó, por la reducción registrada en el volumen exportado (3.3%) ante la contracción de la demanda externa, dado que el precio medio es similar al del año anterior. Entre los principales productos que registraron disminuciones en el valor exportado destacan: piedras y metales preciosos y semipreciosos, azúcar, café, petróleo, níquel, caucho natural y cardamomo. Por su parte, los productos que reflejaron los mayores aumentos fueron: artículos de vestuario; grasas y aceites comestibles; banano; y frutas frescas, secas o congeladas.

El valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos registró una caída de US\$46.3 millones (31.5%), influenciadas por la reducción en el volumen (61.6%), asociada, principalmente, a la disminución en el nivel de operaciones que registró Montana Exploradora. No obstante, el precio medio mostró un importante aumento.

El valor de las ventas al exterior de azúcar mostró una disminución de US\$38.1 millones (7.9%), derivado de la disminución, tanto en el precio medio de exportación (7.3%) al pasar de US\$18.42 a US\$17.08 por quintal, como en el volumen (0.6%). Según *The Public Ledger*<sup>8</sup>, la reducción en el precio internacional del azúcar se asocia a los altos inventarios mundiales del edulcorante; a las expectativas de incremento de la producción de Brasil, principal productor y exportador mundial; así como a la menor utilización de caña de azúcar para la producción de etanol.

El valor de las exportaciones de café registró una disminución de US\$35.3 millones (9.4%), asociado, fundamentalmente, a la disminución, tanto en el precio medio de exportación (4.5%), al pasar de US\$165.59 a US\$158.06 por quintal, como en el volumen (5.1%). De acuerdo con *The Public Ledger*, la reducción en el precio medio se explica, en gran medida, por los pronósticos de clima favorable en las principales zonas productoras de

<sup>8</sup> Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

Brasil, situación que genera perspectivas de una mayor oferta mundial del aromático.

Las ventas al exterior de petróleo disminuyeron US\$35.0 millones (62.9%); explicadas por la caída registrada en el precio medio de exportación (54.9%), en un entorno en el que sigue privando una oferta superior a la demanda en los mercados internacionales; y por la disminución en el volumen (17.9%).

El valor de las exportaciones de níquel mostró una disminución de US\$25.8 millones (60.6%), asociado a la reducción registrada, tanto en el volumen (41.1%), como en el precio medio (50.0%). El menor volumen exportado responde a la significativa caída en las operaciones extractivas de la Minera Mayamérica y de la Minera Guaxilan; así como la moderada reducción de la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN), como resultado de la disminución del precio internacional, la cual se explica por los altos inventarios y el exceso de oferta de este metal en el mercado mundial.

El valor exportado de caucho natural registró una disminución de US\$15.0 millones (27.3%), debido a la reducción tanto en el precio medio (16.1%), como en el volumen (13.2%). Según el Banco Mundial, el comportamiento a la baja del precio medio de exportación se atribuye al exceso de oferta de dicho producto en algunos países asiáticos, así como a la caída 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 exportar.

El valor exportado de cardamomo disminuyó US\$8.5 millones (7.0%), explicado por la disminución en el precio medio por quintal (27.0%), el cual pasó de US\$360.41 a US\$263.16, debido a expectativas de una mayor producción en India. Dicha disminución fue compensada, parcialmente, por el aumento en el volumen (27.3%), asociado a la mayor demanda, principalmente, de Arabia Saudita, Jordania, Irak, Siria y Bangladesh.

Por su parte, las exportaciones de artículos de vestuario aumentaron US\$23.3 millones (4.5%), resultado del incremento en el volumen (6.4%), asociado a una mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 91.0% de estos bienes. El aumento en el volumen compensó, parcialmente, la disminución en el precio medio de exportación de 1.7%.

El valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles se incrementó en US\$19.2 millones (13.5%), reflejo del aumento en el volumen (52.2%) que fue compensado, parcialmente, por la disminución en el precio medio (25.7%). Del valor exportado en este rubro, el aceite de palma registró la mayor participación (78.9%), destinándose a los mercados de México, Países Bajos, El Salvador y Alemania, países que en conjunto compraron alrededor del 89.0% de este producto.

El valor de las exportaciones de banano aumentó US\$18.1 millones (6.1%), resultado del incremento en el volumen (8.1%) y de la disminución del precio medio por quintal (1.8%) que pasó de US\$15.15 a US\$14.87. El aumento en el volumen se asocia al incremento en las áreas de cultivo y a mejoras en la productividad. En tanto que la disminución en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a una mayor oferta de los principales países productores, como Filipinas, Costa Rica y Colombia, debido a condiciones climáticas favorables. Cabe indicar que alrededor de 90.0% de las exportaciones de dicho producto se destinaron a los Estados Unidos de América.

El valor de las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas aumentó US\$7.5 millones (4.7%), explicado, por el aumento del volumen (7.0%), ante la mayor demanda de los Estados Unidos de América; contrarrestado, parcialmente, por la disminución del precio medio (2.3%).

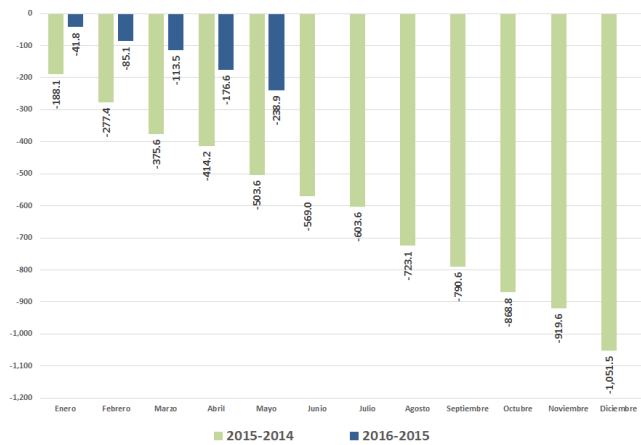
Por su parte, la disminución del valor CIF de las importaciones (5.1%), estuvo determinada por la reducción en el precio medio (12.5%), efecto que fue

compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen importado (8.1%). El referido comportamiento se explica, principalmente, por la reducción del valor importado del rubro combustibles y lubricantes (21.4%), asociada a la caída de 31.8% en el precio medio y compensado, parcialmente, por el incremento en el volumen de 14.0%; además el rubro de materias primas y productos intermedios creció 9.6%. Por su parte, los rubros de bienes de consumo, de materiales de construcción y de bienes de capital registraron incrementos de 4.0%, 3.4% y 1.5%, respectivamente.

Dado que el precio internacional del crudo continúa en niveles bajos respecto del año previo, se sigue generando un ahorro, aunque en menor magnitud, en el rubro de combustibles y lubricantes, ya que con cifras acumuladas a mayo dicho ahorro fue de US\$238.9 millones (US\$503.6 millones a mayo de 2015). El incremento en el volumen importado responde a la mayor demanda, resultado, por una parte, de los menores precios de los combustibles y, por la otra, del aumento del parque vehicular. Vale indicar que, derivado del comportamiento que mantuvo tanto el precio medio como el volumen importado de los combustibles y lubricantes a lo largo del año anterior, se espera que el ahorro proveniente de este rubro se vaya reduciendo en lo que resta del año.

### Gráfica 17

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



(1) Con información a mayo de 2016.

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

En cuanto al ingreso de divisas por remesas familiares, a junio de 2016, este registró un monto de US\$3,512.3 millones, superior en US\$557.3 millones (18.9%), respecto de igual período de 2015. Dicho comportamiento se explica, entre otros factores, por la reducción del nivel del desempleo hispano asociado a la recuperación de la actividad económica en Estados Unidos de América; por el incremento del número de guatemaltecos que viven en dicho país, que de acuerdo con estimaciones del banco estadounidense *Wells Fargo*<sup>9</sup>, el 70% de guatemaltecos envían remesas al país y el promedio de envío es superior al de los otros países del área; y por el temor de los migrantes guatemaltecos respecto al endurecimiento de las políticas migratorias en el referido país.

Al 30 de junio de 2016, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$8,696.4 millones, mayor en US\$945.2 millones al registrado en diciembre de 2015, como resultado, principalmente, de la colocación de Bonos del Tesoro por US\$700.0 millones en el mercado internacional. El referido nivel de RIN es equivalente a 5.8 meses de importación de bienes que,

<sup>9</sup> Una de las principales entidades que intermedia el envío de remesas familiares de la comunidad latina en los Estados Unidos de América.

conforme a estándares internacionales, continúa reflejando la sólida posición externa del país.

Con relación al tipo de cambio nominal, cabe destacar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es crucial para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como el ancla nominal. 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 tendencia. En lo que va del año, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, sigue mostrando un comportamiento congruente con sus fundamentos y factores estacionales.

Al 30 de junio de 2016, se registró una depreciación nominal acumulada de 0.07% (0.17% en términos interanuales). A la misma fecha, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, generó compras de divisas por US\$487.8 millones, equivalente a 2.43% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas.

## **C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA**

### **1. Evolución reciente de la inflación**

A junio de 2016, el ritmo inflacionario se ubicó en 4.43%, valor que se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria descendente del ritmo inflacionario, desde el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, fue resultado del efecto combinado de factores tanto de oferta como de demanda. En cuanto a los factores de oferta, destaca 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 indujo 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. Vale indicar que 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.

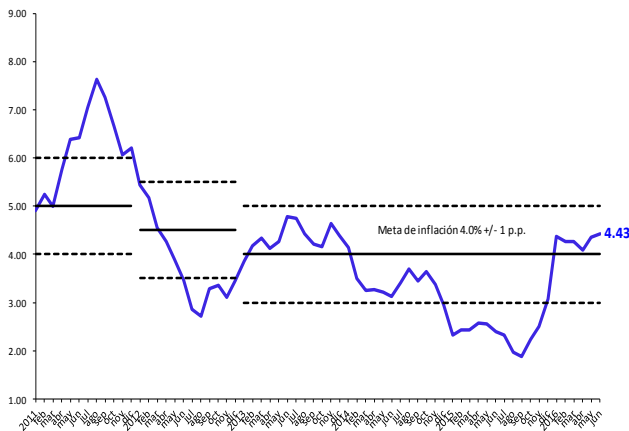
En ese contexto, la disminución en el ritmo inflacionario, que se extendió hasta septiembre de 2015 (mes en el que alcanzó un mínimo de 1.88%) y que fundamentalmente se debió a que la fuerte reducción en el precio de los energéticos<sup>10</sup>, compensó el incremento que se venía registrando en el precio de los alimentos (variación interanual de 8.57% a septiembre de 2015). No obstante el ritmo inflacionario revirtió su tendencia a 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, al choque de oferta que experimentaron algunos productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas). Dichos efectos provocaron que el incremento en el precio de los alimentos se hiciera más evidente y, consecuentemente, que el ritmo inflacionario aumentara desde el último trimestre de 2015 (gráfica 18).

---

<sup>10</sup> Incluye las gasolinas superior y regular, el diésel, el gas propano y el servicio de electricidad.

## Gráfica 18

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



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

En la gráfica 19 se ilustran tres aspectos fundamentales que explican el comportamiento reciente de la inflación. En primer lugar, las variaciones negativas de precios en las divisiones de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles se redujeron considerablemente desde septiembre de 2015 (8.00% y 8.23%, en su orden). En efecto, a junio de 2016 la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles se tornó positiva<sup>11</sup> (4.68%); en tanto que la división de transporte, aun cuando los precios de los energéticos continuaron en niveles históricamente bajos, estos no fueron significativamente inferiores a los observados el año previo, con lo cual se redujo la incidencia negativa de esta división de gasto (1.89%), lo que, asociado al comportamiento reciente de los precios del petróleo y sus derivados, permite inferir que este choque de oferta también podría desvanecerse en los meses subsiguientes. En segundo lugar, nueve<sup>12</sup> de las doce divisiones de gasto del IPC no han ejercido una influencia significativa en el comportamiento de la

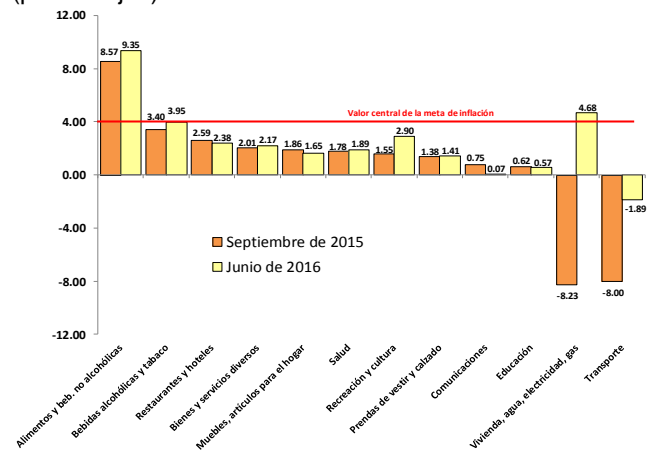
<sup>11</sup> En junio se registró un alza en el precio medio del gas propano explicado, en buena medida, por el comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados; así como a la tendencia al alza del precio internacional del gas natural.

<sup>12</sup> 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.

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. Ello puede asociarse al hecho de que algunas de ellas siguen siendo influenciadas, fundamentalmente, por la disminución en el precio medio de los bienes importados (no petroleros), que se comentó anteriormente. Por último, 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, ha mostrado un crecimiento relevante (9.00% en promedio entre agosto de 2014 y septiembre de 2015) y entre finales del año anterior y el primer semestre del presente año dicho comportamiento se exacerbó (10.26% en promedio entre octubre de 2015 y junio de 2016); sin embargo, tomando en cuenta que esta exacerbación fue provocada por un choque de oferta que afectó algunos productos agrícolas, el efecto del referido choque ha comenzado a desvanecerse y la inflación de alimentos ha tendido a moderarse (9.35% en junio de 2016).

## Gráfica 19

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



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

Para comprender el marcado dinamismo en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es necesario analizar los factores que explican dicho comportamiento, los cuales están asociados,

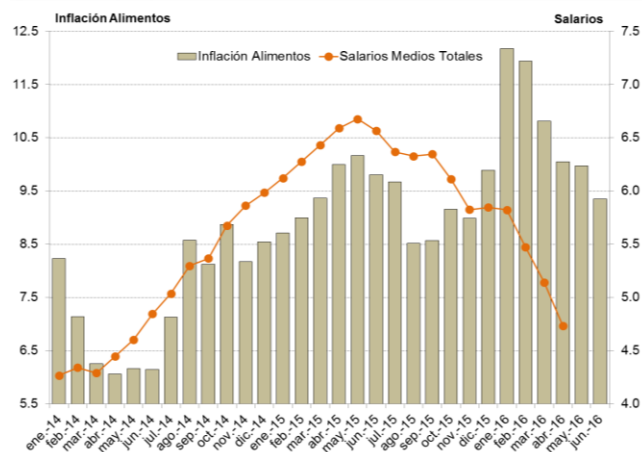


fundamentalmente, a factores de demanda, aunque en los últimos meses, como se mencionó, también afectó el choque de oferta interno relacionado con el alza de varios productos agrícolas en el ritmo de crecimiento de la referida división de gasto. En ese sentido, los principales factores que ayudan a explicar el comportamiento de la inflación de alimentos son el nivel de los salarios<sup>13</sup>, 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 y consecuentemente en la inflación de alimentos<sup>14</sup>. En la gráfica 20 se ilustra el efecto que los factores de demanda han 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 una expansión importante; posteriormente, a medida que el nivel de salarios se moderó, la inflación de alimentos también reflejó ese comportamiento; no obstante, a partir de noviembre de 2015, a pesar de que el nivel de salarios se mantuvo estable, la inflación de alimentos comenzó a expandirse nuevamente, lo cual es un indicio de que en ese periodo otros factores influyeron en ese comportamiento. En efecto, el incremento de la inflación entre finales del año anterior y principios del presente año fue explicado, en buena medida, por 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 comenzó a revertirse desde febrero y, como se anticipó, se desvaneció gradualmente a lo largo del primer semestre del presente año<sup>15</sup>, lo que en conjunto con la menor presión salarial, se constituyen en dos de los principales

factores que explican la desaceleración de la inflación de alimentos desde febrero.

### Gráfica 20

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



(1) Con información a abril de 2016.

(2) Con información a junio 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 21 se pueden ilustrar los efectos comentados anteriormente y de alguna manera anticipar el comportamiento que podría esperarse en la inflación, en ausencia de choques de oferta. En efecto, la gráfica muestra como 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 desaparezca 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 modere (como está previsto que ocurra en 2016), la inflación podría oscilar en niveles cercanos al valor central de la meta de inflación.

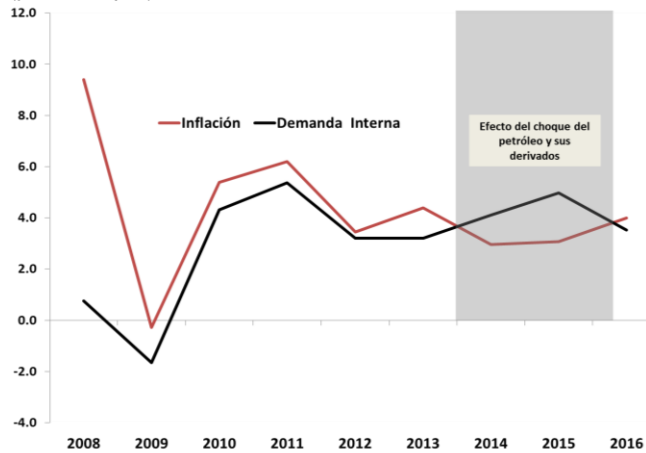
<sup>13</sup> Se refiere a los salarios medios de los afiliados cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS).

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> 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 significativamente el comportamiento de la inflación de alimentos.

### Gráfica 21

Inflación y Demanda Interna (1)  
(porcentajes)

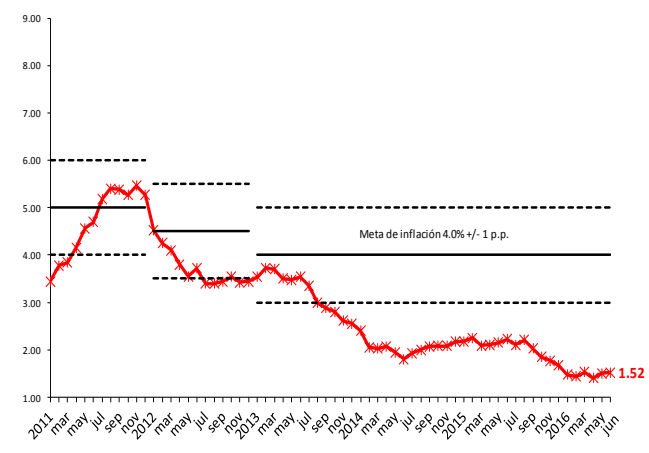


(1) Con información a 2015 y estimaciones para 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente, a junio de 2016 fue de 1.52%, confirmando que la tendencia a la baja que inició en el segundo semestre de 2015 se detuvo (gráfica 22). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación por la alta volatilidad que presentan (por ejemplo, legumbres y hortalizas). También suelen excluirse algunos gastos básicos que integran el rubro de combustibles (como las gasolinas superior y regular, el diésel y el gas propano) y el servicio de electricidad, que en algunas ocasiones también presentan una marcada volatilidad. Por ello, el comportamiento de esta medida de inflación (subyacente) suele evidenciar el origen de los choques que afectan la inflación total, dado que al excluir los bienes y servicios más volátiles, ofrece una medida que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total.

### Gráfica 22

Inflación Subyacente (1)  
(porcentajes)

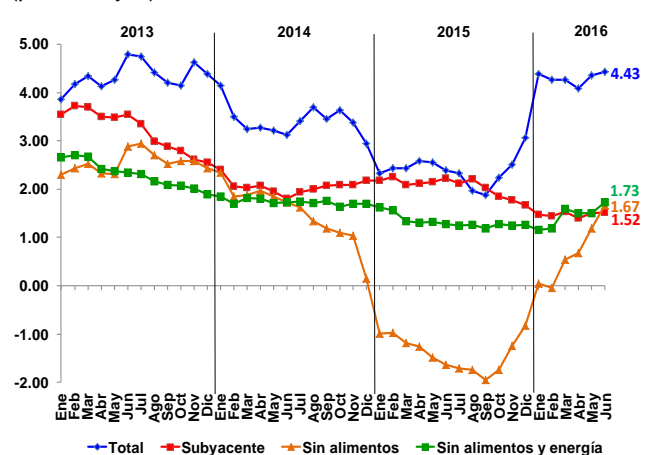


(1) Con información a junio de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

En ese sentido, si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada son positivas (aunque recientemente han tendido a moderarse), estas han sido contenidas (o compensadas por el choque de oferta externo), lo cual confirma que la evolución del ritmo inflacionario total recientemente ha estado fuertemente influenciada por factores de oferta, destacando la significativa reducción del precio de los productos derivados del petróleo (gráfica 23).

### Gráfica 23

Inflación Subyacente (1)  
(porcentajes)

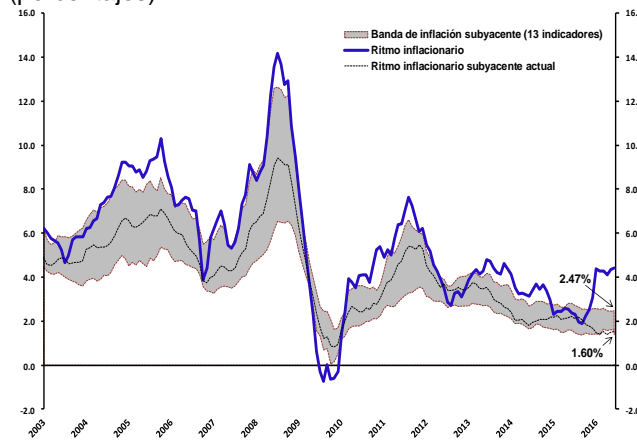


(1) Con información a junio de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

El Banco Central 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 oficial<sup>16</sup>, es un indicador que, por lo general, se encuentra alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 24).

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a junio de 2016, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.60% y 2.47%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan la inflación al alza, pero que han sido compensadas por el choque de oferta externo. No obstante, en ausencia de dicho choque, las condiciones de inflación son congruentes con la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria.

**Gráfica 24**  
Inflación Subyacente (1)  
(porcentajes)

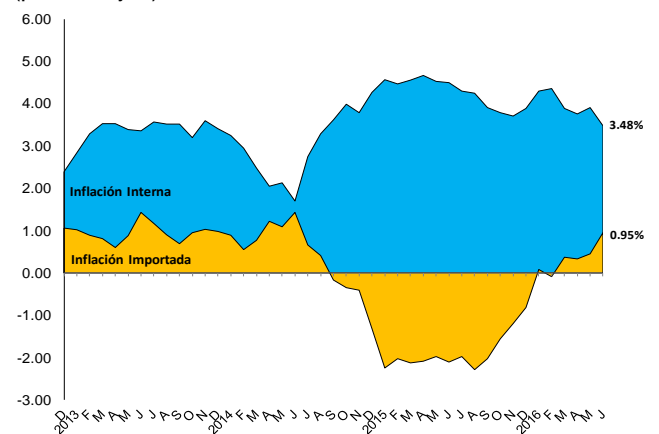


(1) Con información a junio de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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 recientemente positivas) a medida que el impacto del precio internacional del petróleo y sus derivados, comenzó a disiparse (gráfica 25). A junio de 2016, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.48% y 0.95%, respectivamente.

**Gráfica 25**  
Composición de la Inflación Total (1)  
(porcentajes)



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

## 2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos

### a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 3.00% y 5.00% y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2016 y diciembre de 2017, respectivamente. Para 2016, el pronóstico se encuentra dentro de los límites inferior y superior de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual); en tanto para 2017 se ubica ligeramente por encima de los límites inferior y superior de la referida meta. Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se sitúa en valores entre 1.50% y 3.50% y entre 2.00% y 4.00% para diciembre de 2016 y diciembre de 2017, en su orden; en ambos casos los pronósticos se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación. Cabe

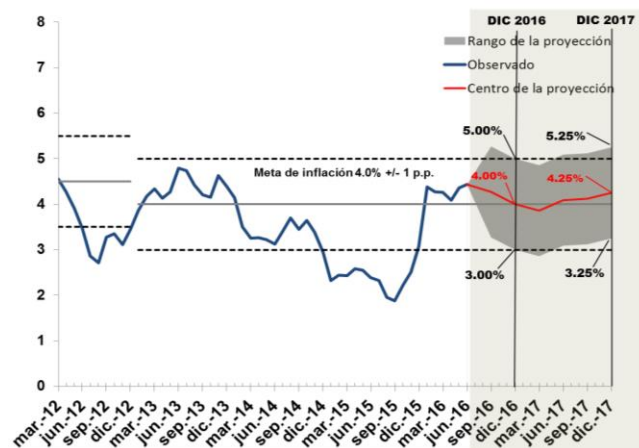
<sup>16</sup> Excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones intermensuales de toda la canasta para el mes en estudio.

mencionar que los referidos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

En su construcción, los pronósticos de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas moderadas en el precio de las gasolinas y el diésel en 2016 y 2017; ii) incrementos en el precio interno del gas propano a partir del primer semestre de 2016; iii) leves alzas en el precio del servicio de electricidad durante 2016 y 2017; iv) variación en los precios de los productos agrícolas de acuerdo a su comportamiento estacional; v) incrementos en el precio de la carne de res, tanto en este año como para el siguiente; y vi) alzas en el precio medio del pan, tanto en 2016 como en 2017. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes: i) actividad económica moderándose de acuerdo con el ciclo económico; ii) brecha del producto prácticamente cerrada, tanto en este año como en 2017; iii) menor dinamismo en el consumo privado en 2016 y estabilidad en 2017; iv) moderación en el gasto de gobierno a partir de 2016; v) crédito bancario empresarial y al consumo moderándose, tanto en 2016 como en 2017; y vi) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de Estados Unidos de América con un rezago de 3 meses.

### Gráfica 26

Ritmo Inflacionario Total (1)  
(porcentajes)



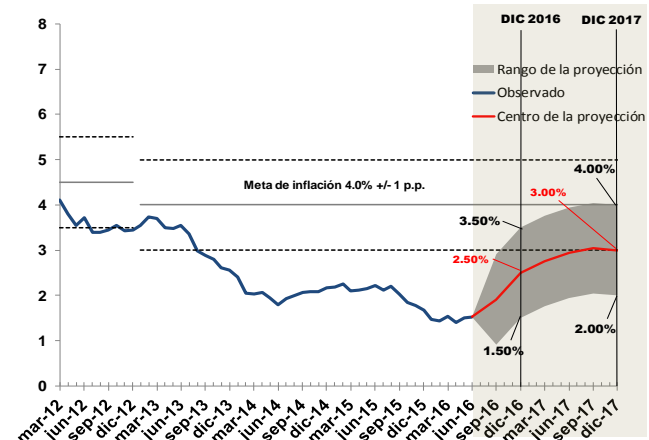
(1) Información observada a junio de 2016 y proyectada a diciembre 2017.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Con relación a la proyección de inflación subyacente, como se indicó, se estima una ligera tendencia al alza, previéndose que se ubique entre 1.50% y 3.50% para 2016 y entre 2.00% y 4.00% para 2017.

### Gráfica 27

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)  
(porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

### b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y del Modelo Macroeconómico Estructural (MME). Dichos modelos, en el escenario base, incorporan medidas futuras de política monetaria y reflejan los eventos que se consideran con mayor probabilidad de ocurrencia.

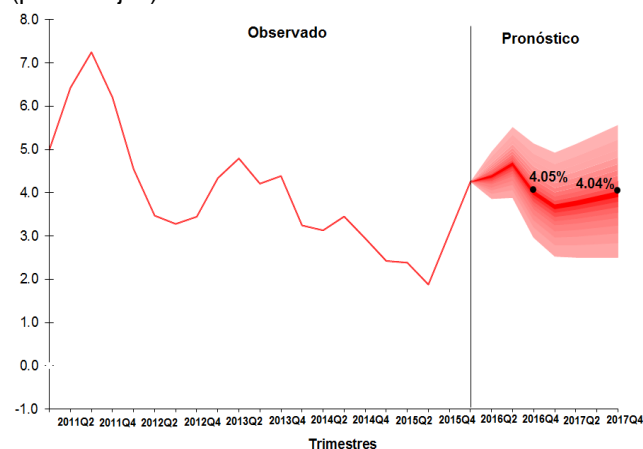
Dentro de los factores considerados en el pronóstico se destaca que las presiones inflacionarias de origen externo registrarían una moderada y gradual reactivación en 2016 y en 2017; mientras que no se estarían previendo presiones inflacionarias o desinflacionarias sustanciales de origen interno, tanto en este año como para el siguiente.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos (con datos a mayo), anticipan, una trayectoria de inflación con

valores dentro del valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría para finales de 2016 y de 2017 en 4.05% y en 4.04%, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder de política monetaria congruente con el objetivo de mantener la inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere situar dicha tasa en 3.00% hasta el primer trimestre de 2017, para luego ubicarla en 3.25% en el segundo trimestre de ese año y en 3.50% en el último trimestre de 2017.

**Gráfica 28**

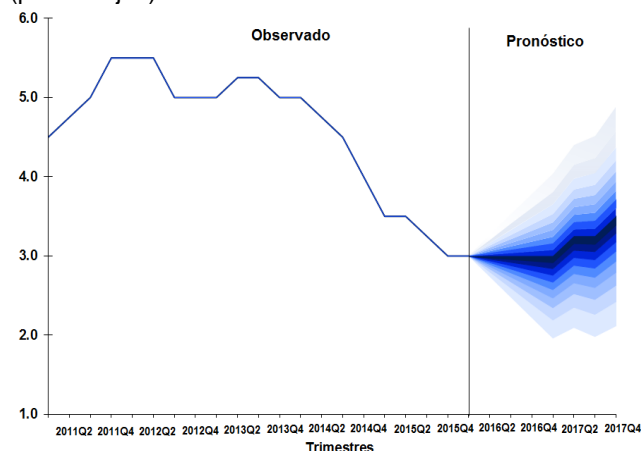
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)



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

**Gráfica 29**

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



(1) Con información observada a mayo de 2016 y pronosticada hasta diciembre 2017.

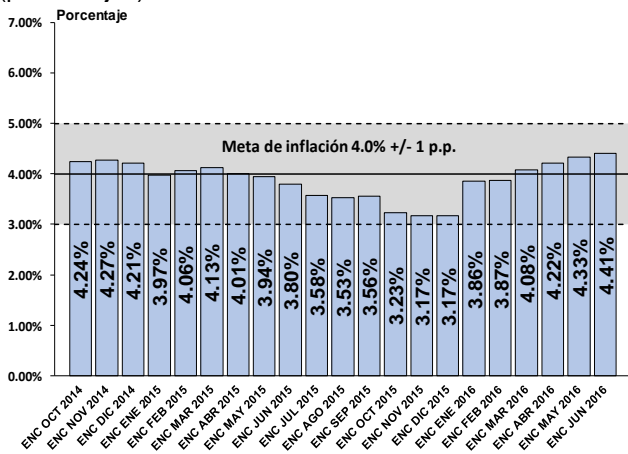
Fuente: Banco de Guatemala.

### c) Expectativas de inflación

En junio, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, revelan que las expectativas de inflación anticipan que la inflación, 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 el dicho panel de analistas el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.41% en diciembre de 2016 y en 4.50% en diciembre de 2017, los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el desempeño de la política fiscal, la evolución de los precios internacionales de las materias primas, las condiciones climáticas y el desempeño de la política monetaria.

### Gráfica 30

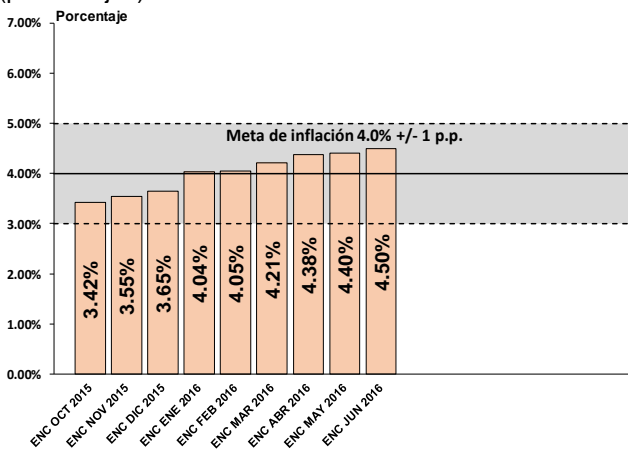
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2016 (1) (porcentajes)



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

### Gráfica 31

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



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

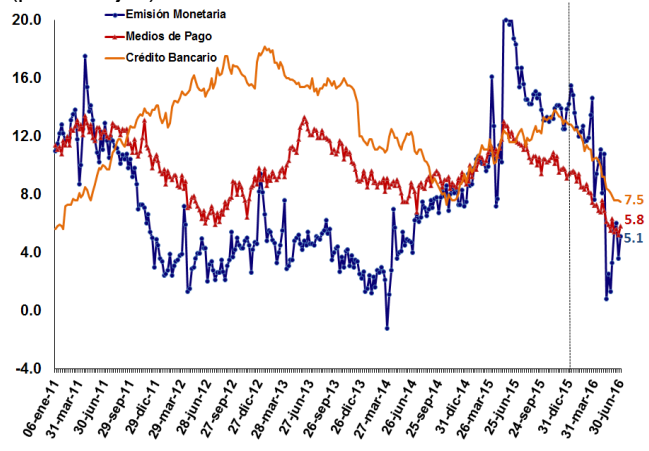
## 3. Variables informativas de la política monetaria

### a) Agregados monetarios y de crédito

Durante los primeros seis meses de 2016 los principales agregados monetarios y de crédito, evidenciaron un 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 30 de junio de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

### i) Emisión monetaria

Durante el primer semestre del año, en general, el ritmo de la emisión monetaria evidenció un comportamiento a la baja. El referido comportamiento 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 leve 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, cuyos efectos se han venido moderando gradualmente desde el segundo semestre de 2015.

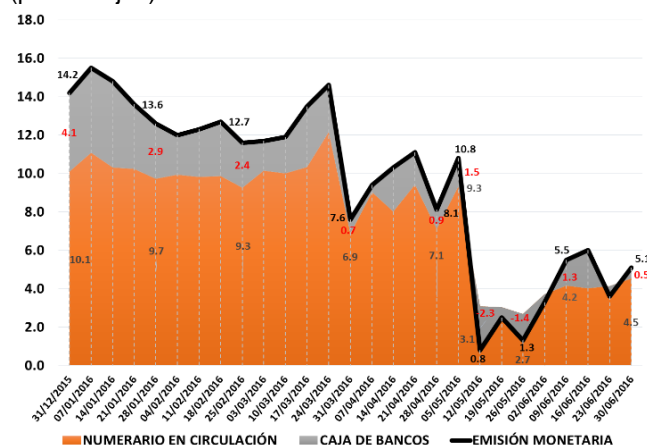
Adicionalmente, la moderación reciente de la emisión monetaria (excluyendo el efecto aritmético antes comentado) se puede evidenciar en dos factores principales. El primero, relacionado con el coeficiente de preferencia de liquidez, el que ha mostrado una tendencia a la baja durante el primer semestre del año, luego del incremento inusual de 2015. En efecto, al 30 de junio el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó en 0.1489 (0.1562 el 31 de diciembre de 2015), el cual estaría anticipando la convergencia de la demanda de efectivo a los niveles estimados. El segundo factor, está asociado al sector fiscal, ya que el deterioro de las fuentes de financiamiento, particularmente la recaudación tributaria, ha obligado al gobierno central a continuar con la política de contención del gasto público. No obstante, en el segundo semestre del año el gasto público podría dinamizarse, como resultado, entre otros factores, de mejoras en la recaudación tributaria y que por razones de estacionalidad en el segundo semestre es donde se observa el mayor gasto cada año.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que al 30 de junio el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 5.4%, con una incidencia de 4.5 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 de 3.2%, ritmo que denota una normalización respecto de los valores cercanos al 36.0% que alcanzó en mayo de 2015 asociados al evento antes comentado. En términos de incidencia, la caja de bancos pasó de 4.1 puntos porcentuales a finales del año

anterior a 0.5 puntos porcentuales el 30 de junio<sup>17</sup> (gráfica 33).

**Gráfica 33**

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



(1) Al 30 de junio de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 30 de junio, registraron un crecimiento interanual de 5.8% (9.4% en diciembre de 2015). La desaceleración observada en el crecimiento de los medios de pago se asocia, fundamentalmente, al comportamiento de la actividad económica, la cual evidenció una moderada desaceleración durante los primeros cinco meses del año (como lo evidencia la tendencia-ciclo del IMAE), misma que se estaría recuperando gradualmente a partir del segundo semestre, consistente con las estimaciones de crecimiento económico previstas para finales del presente año. Por su parte, la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 40.0%.

<sup>17</sup> Conviene destacar que en junio la emisión monetaria registró un crecimiento adicional al esperado, asociado a un incremento por motivo precaución de la caja de bancos, resultado de las acciones legales que involucran a dos autoridades de dos bancos del sistema; sin embargo, al finalizar junio dicho efecto se había normalizado, dado que las referidas acciones no tuvieron un efecto negativo en el funcionamiento de dichas entidades bancarias.

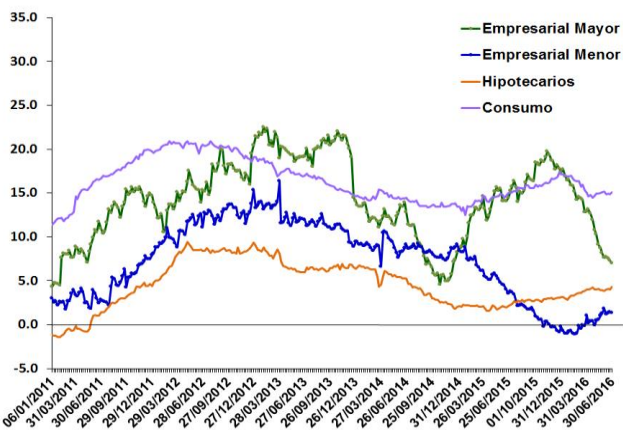
### iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de junio registró un crecimiento interanual de 7.5%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda nacional (9.0%) como en moneda extranjera (4.8%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo, aunque por encima del crecimiento del PIB nominal (7.0%) y de las captaciones bancarias (5.9%).

Durante el primer semestre, conforme lo esperado, el crédito bancario registró una tendencia a la baja, asociada, principalmente, a la desaceleración del crédito en moneda extranjera, ante la reducción en los préstamos otorgados al sector corporativo (que representa alrededor del 94.0% del financiamiento concedido en moneda extranjera). 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 46.0% y 32.0%, respectivamente, del crédito total en moneda nacional). En efecto, al 30 de junio, el crédito al consumo en moneda nacional creció 15.1%, en tanto que el crédito al sector empresarial aumentó 11.0%.

#### Gráfica 34

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



(1) Con información al 30 de junio de 2016.  
Fuente: Superintendencia de Bancos.

Con relación a las fuentes de financiamiento de 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.

Por otra parte, desde la perspectiva de la actividad económica, la cartera crediticia muestra que las mayores tasas de variación relativa interanual se han concentrado en los sectores siguientes: electricidad, gas y agua (17.0%), construcción (14.5%) y consumo (13.2%).

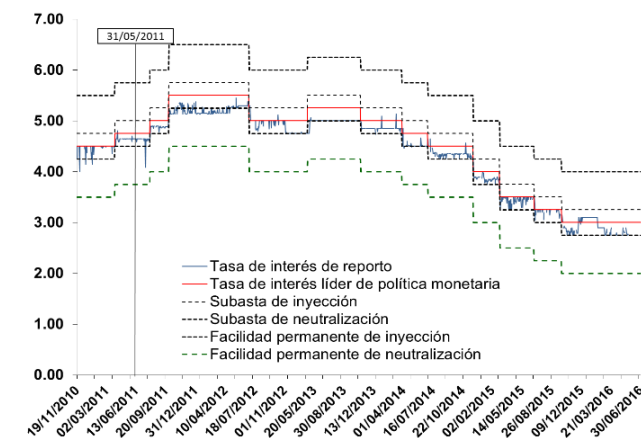
### b) Tasas de interés

#### i) De corto plazo

La tasa de interés de operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, durante el primer semestre de 2016 se ha ubicado, en promedio, 11 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria y dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de condiciones flexibles de liquidez en el mercado de dinero. Los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

#### Gráfica 35

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



(1) Con información al 30 de junio de 2016.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

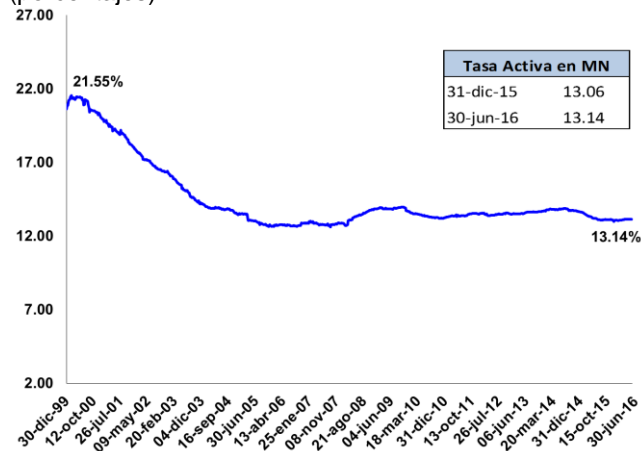


## ii) De largo plazo

La tasa de interés representativa del largo plazo es la tasa de interés activa en moneda nacional del sistema bancario, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.47%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

**Gráfica 36**

Tasa de Interés Activa (1)  
(porcentajes)



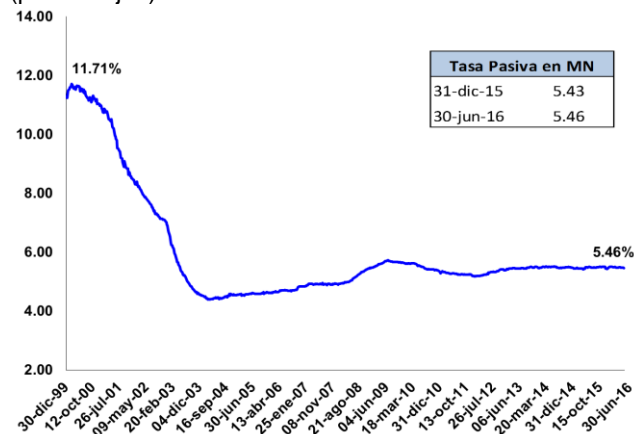
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de junio de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa en moneda nacional, aumentó 8 puntos al pasar de 13.06% en diciembre de 2015 a 13.14% en junio de 2016 (gráfica 36), debido, principalmente, al aumento de la tasa de interés en el grupo de bancos medianos, particularmente en el segmento de microcréditos. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.46% (gráfica 36), 3 puntos básicos por arriba del valor observado a diciembre de 2015 (5.43%).

**Gráfica 37**

Tasa de Interés Pasiva (1)  
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de junio de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

## c) Tipo de cambio real de equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al primer trimestre de 2016, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2<sup>18</sup> estiman una leve sobreapreciación entre 0.36% y 0.62% (gráfica 40), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 6.41% (gráfica 41), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> 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.

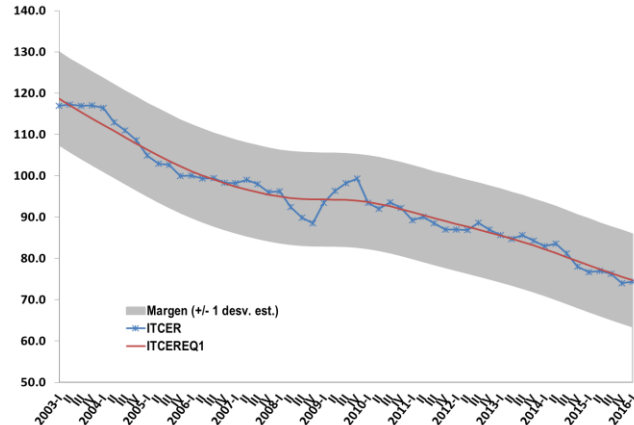
<sup>19</sup> El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país durante 2015, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó en el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, fue incluido en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

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.

**Gráfica 38**

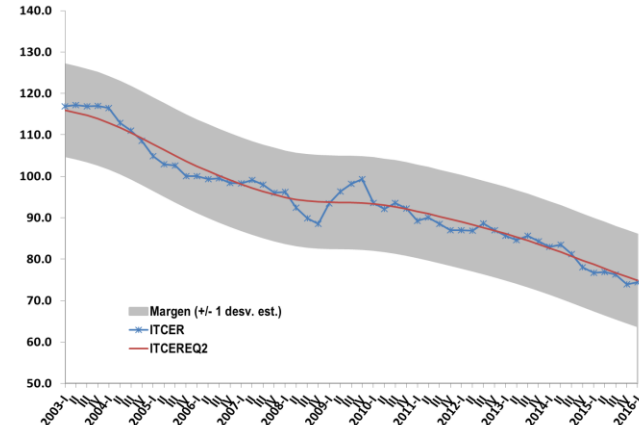
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)  
(índice)



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

**Gráfica 39**

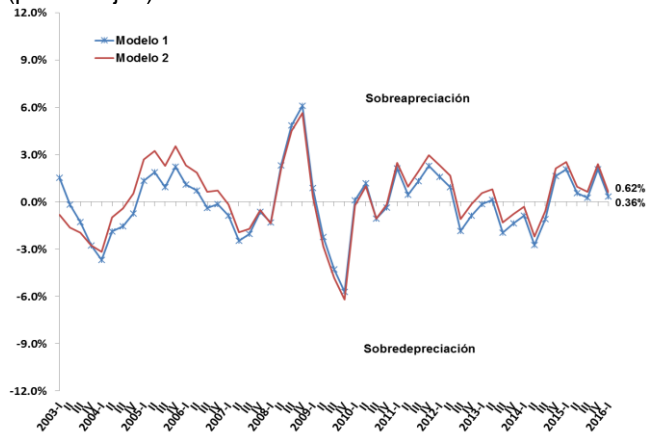
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)  
(índice)



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

**Gráfica 40**

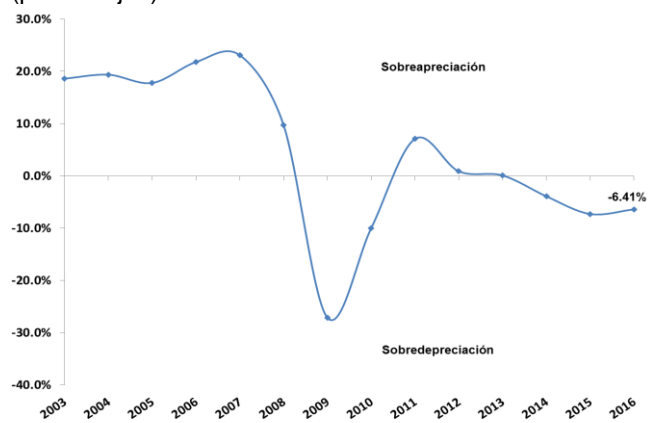
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)  
(porcentajes)



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

**Gráfica 41**

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



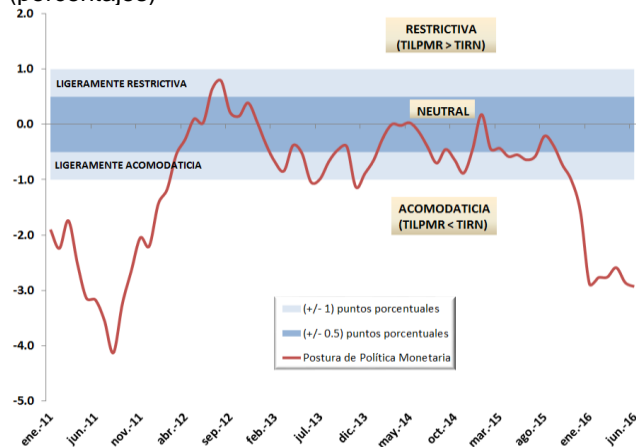
(1) Modelo 3 estimación anual, con información a marzo de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala.

#### d) Tasa de interés real neutral<sup>20</sup>

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)<sup>21</sup>. 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 indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPM es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a junio de 2016, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.

#### Gráfica 42

Postura de la Política Monetaria (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a junio 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.

<sup>20</sup> Un mayor detalle de esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

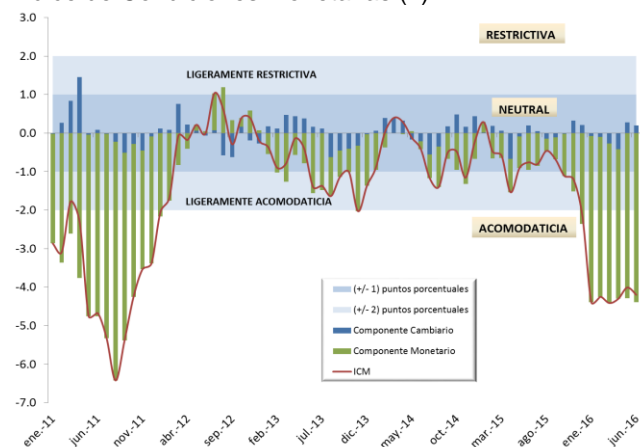
<sup>21</sup> De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

#### e) Índice de condiciones monetarias<sup>20</sup>

El índice de condiciones monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con 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 junio de 2016, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

#### Gráfica 43

Índice de Condiciones Monetarias (1)



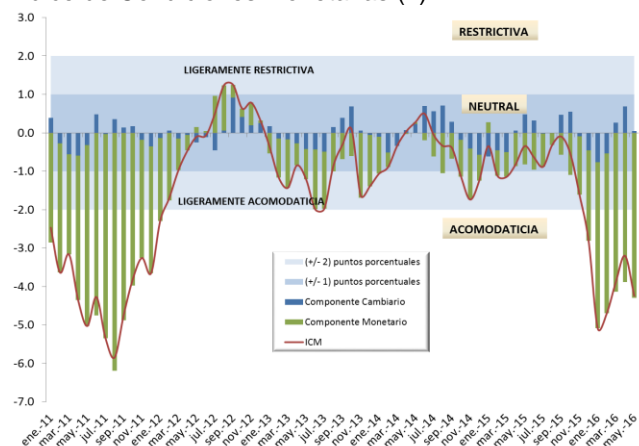
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a junio de 2016.

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 44

### Índice de Condiciones Monetarias (1)



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

## D. FINANZAS PÚBLICAS

Las finanzas públicas iniciaron el ejercicio fiscal 2016 con un presupuesto de Q70,796.3 millones<sup>22</sup>, que equivale a 13.5% del PIB, previendo un déficit fiscal de Q8,379.6 millones (1.6% del PIB), el que sería cubierto, principalmente, mediante la colocación de bonos del tesoro. En dicho presupuesto, los ingresos tributarios alcanzarían 10.4% del PIB, que equivaldrían a un crecimiento interanual de 9.7% respecto de 2015, meta que a la luz del desempeño reciente de la recaudación tributaria podría ser difícil de lograr, pero la brecha podría reducirse debido a las acciones legales emprendidas por la administración tributaria.

Ante dicho panorama, en febrero, el Organismo Ejecutivo emitió las Normas de Control y Contención del

<sup>22</sup> Aprobado en Decreto Número 14-2015 del Congreso de la República de Guatemala. Adicionalmente, el 8 de abril de 2016, fue publicado el Acuerdo Gubernativo Número 57-2016 mediante el cual se amplió el presupuesto de 2016 por Q250.0 millones para la ejecución de recursos provenientes de donaciones externas y de la aplicación de la Ley de Extinción de Dominio, según lo previsto en el artículo 69 del referido decreto. Con dicha ampliación, el presupuesto vigente asciende a un monto de Q71,046.3 millones, previniéndose un déficit fiscal de Q8,383.1 millones (1.6% del PIB).

Gasto Público, las cuales, entre otros aspectos, señalan que mientras los ingresos públicos no alcancen niveles significativos, será preciso seguir aplicando medidas que propicien el uso racional de los recursos disponibles en un contexto de priorización del gasto. Asimismo, en abril, la Comisión de Finanzas Públicas y Moneda del Congreso de la República presentó la Iniciativa 5056 “Ley para el Fortalecimiento de la Transparencia Fiscal y la Gobernanza de la Superintendencia de Administración Tributaria”, la cual fue aprobada por el Congreso de la República el 19 de julio de 2016 (decreto pendiente de ser publicado).

A finales de abril, como se indicó, el Congreso de la República aprobó el Decreto Número 29-2016 con el objeto de reordenar y viabilizar el presupuesto vigente de 2016. Entre los principales cambios aprobados destacan: i) autorizar al Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) la colocación de la totalidad de los bonos del tesoro según las prioridades del Estado; ii) facultar al MFP el cambio del destino de los bonos del tesoro por un monto de Q2,192.4 millones, del servicio de la deuda pública al financiamiento del presupuesto de distintas instituciones; iii) facultar al MFP la utilización de la asignación presupuestaria para amortizar las deficiencias netas del Banco de Guatemala del ejercicio contable 2014 (Q1,710.6 millones) para el pago del servicio de la deuda pública y el financiamiento del presupuesto; y iv) modificar el artículo 69 del Decreto 14-2015 que amplía el presupuesto vigente por Q700.0 millones<sup>23</sup> para la ejecución de recursos provenientes de donaciones externas, de préstamos que estén en ejecución y no tengan espacio presupuestario y de la aplicación de la Ley de Extinción de Dominio, con lo cual se elevaría el déficit fiscal en la misma magnitud de la ampliación que sea financiada con préstamos.

Cabe resaltar que en caso la asignación presupuestaria para amortizar las deficiencias netas del Banco de Guatemala sea reorientada al gasto público,

<sup>23</sup> Este monto incluye los Q250.0 millones de la ampliación presupuestaria aprobada en Acuerdo Gubernativo Número 57-2016.

como ha sucedido en los últimos tres años, el déficit fiscal se elevaría a 1.9% del PIB. En ese sentido, al cambiar el destino de los bonos del tesoro que cubren las deficiencias netas del Banco de Guatemala hacia el financiamiento de déficit fiscal, automáticamente se está aceptando un mayor déficit fiscal y, por ende, se incrementa la contrapartida correspondiente; es decir, se eleva el gasto público. Como se ha reiterado en los últimos informes de política monetaria, la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, por lo que utilizar las deficiencias netas que corresponden al Banco Central para expandir el gasto, resultaría perjudicial para el mantenimiento de la referida estabilidad.

## 1. Ingresos

Al 30 de junio de 2016, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.5% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 6.5% que registraron los ingresos tributarios (93.9% de los ingresos totales) y de 6.2% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones).

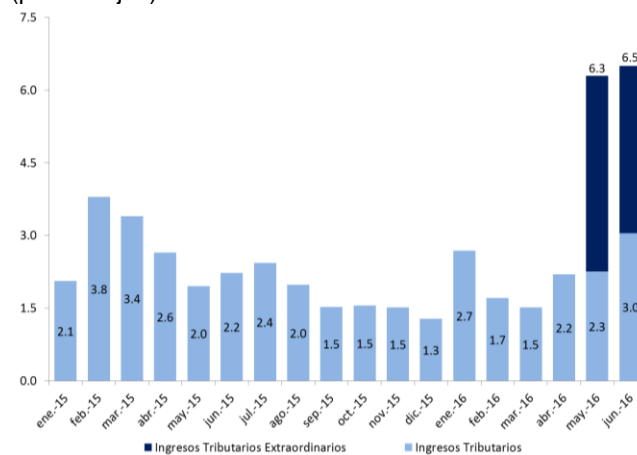
En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 11.5%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual creció 13.2%, asociado a las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 5.6%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 3.7%, destacando el desempeño del IVA doméstico (8.7%), derechos arancelarios (13.8%) y del impuesto sobre la distribución de petróleo (12.0%), en congruencia con el comportamiento del consumo privado; mientras que el IVA sobre las importaciones disminuyó 2.1%, 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 junio de 2016, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q26,087.3 millones, equivalente a 98.9% de la meta para dicho período (Q26,381.7 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q294.4 millones (1.1%).

Cabe destacar que la recaudación tributaria registró, hasta abril, una variación interanual acumulada de 2.2%; no obstante, a partir de mayo evidenció una significativa recuperación (6.5% a junio, gráfica 45), resultado de las acciones legales y administrativas efectuadas por la administración tributaria. Por su parte, el mejor desempeño previsto de la actividad económica para el segundo semestre del año, aunado al afianzamiento de las medidas implementadas por la SAT, estaría induciendo un aumento sostenido de los ingresos tributarios en dicho semestre y propiciando que, al finalizar el año, la brecha de recaudación sea menor que la registrada en años anteriores.

### Gráfica 45

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



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

## 2. Gastos

Al 30 de junio de 2016, el gasto público disminuyó en 8.2%, 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. En efecto, el 15 de febrero del presente año, fueron emitidas la Normas de Control y Contención del Gasto Público<sup>24</sup> que, entre otros aspectos, disponen lo siguiente: i) abstenerse de solicitar la creación de nuevos puestos y contrataciones que conlleven costo adicional de origen tributario; ii) abstenerse de negociar Pactos Colectivos que incrementen los beneficios salariales y económicos a empleados públicos; iii) prohibición de realizar contratos por servicios que excedan el ejercicio fiscal 2016; y iv) suspensión en la adquisición de equipo de transporte, protocolo, nuevos arrendamientos de edificios y remodelación de oficinas.

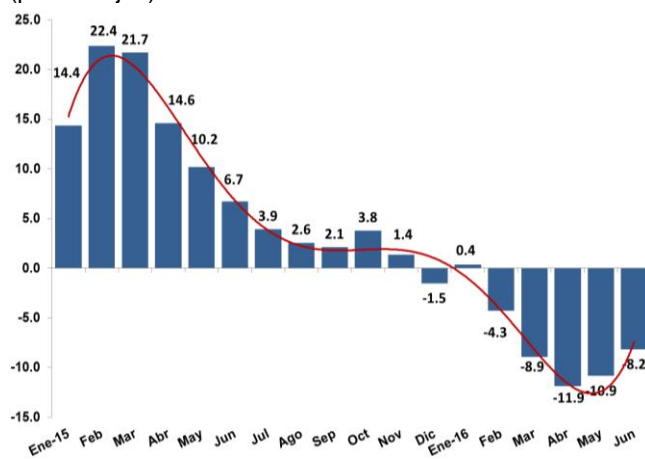
respecta a los gastos de funcionamiento, los bienes y servicios fueron menores en 30.8%, mientras los sueldos y salarios crecieron 1.4%. El gasto de capital refleja una caída en la inversión directa de 88.1%, principalmente, por la reducida ejecución del gasto en infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 40.3%, menor a la registrada en 2015 (43.9%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: Ministerio de Educación (45.7%) y el Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social (42.9%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Desarrollo Social (18.0%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (13.9%).

#### Gráfica 46

##### Gasto Público y Tendencia (1) (2)

Años: 2015-2016  
(porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a junio 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

En ese contexto, al 30 de junio de 2016, se registró una reducción en los gastos de funcionamiento y de capital de 4.9% y 23.3%, respectivamente. En lo que

### 3. Resultado fiscal y financiamiento

En el primer semestre del año, como resultado de la referida contención del gasto público, se generó un superávit fiscal de Q447.8 millones (0.1% del PIB), en tanto que en el mismo período del año anterior se registró un déficit fiscal de Q3,679.4 millones (0.8% del PIB). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto ascendió a Q4,292.6 millones, destacando la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones<sup>25</sup> (equivalente a Q5,407.9 millones), mientras que los desembolsos de préstamos fueron Q191.9 millones y las amortizaciones Q1,307.2 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q1,987.2 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q5,428.5 millones<sup>26</sup>, vencimientos por

<sup>25</sup> 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.

<sup>26</sup> Al 30 de junio se había colocado el 72.4% (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 87.6% fueron al plazo de 15 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.45%.

Q3,448.1 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q6.8 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q6,727.6 millones.

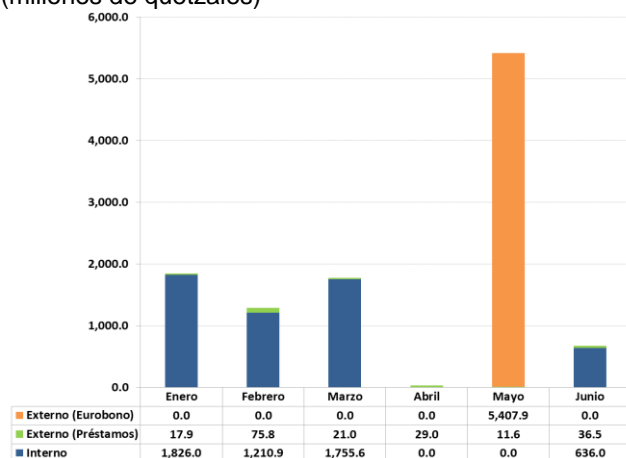
Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q63,603.7 millones, mayor en Q1,980.4 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,064.9 millones, mayor en US\$575.0 millones respecto del registrado a finales de 2015 (US\$7,489.9 millones).

### Gráfica 47

#### Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)

Año: 2016

(millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de junio 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

**Cuadro 3**

Gobierno Central (1)  
Ejecución Presupuestaria a Junio  
Años: 2015-2016  
(millones de quetzales)

Concepto	2015	2016 <sup>pl</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>26,095.3</b>	<b>27,786.9</b>	<b>1,691.6</b>	<b>6.5</b>
A. Ingresos (1+2)	26,054.3	27,757.6	1,703.4	6.5
1. Ingresos Corrientes	26,051.2	27,755.4	1,704.2	6.5
a. Tributarios	24,494.6	26,087.3	1,592.7	6.5
b. No Tributarios	1,556.7	1,668.1	111.5	7.2
2. Ingresos de Capital	3.0	2.2	-0.8	-26.7
B. Donaciones	41.0	29.2	-11.8	-28.7
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>29,774.6</b>	<b>27,339.1</b>	<b>-2,435.6</b>	<b>-8.2</b>
A. De Funcionamiento	24,512.5	23,302.0	-1,210.5	-4.9
B. De Capital	5,262.1	4,037.1	-1,225.0	-23.3
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal (-) Déficit</b>	<b>-3,679.4</b>	<b>447.8</b>	<b>4,127.2</b>	<b>-112.2</b>
<b>IV. Financiamiento Total</b>	<b>3,679.4</b>	<b>-447.8</b>	<b>-4,127.2</b>	<b>-112.2</b>
A. Interno	4,097.1	1,987.2	-2,109.8	-51.5
B. Externo	3,571.4	4,292.6	721.2	20.2
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-3,989.1	-6,727.6	-2,738.6	68.7
<b>Carga tributaria</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>		
<b>Superávit ó Déficit / PIB</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.1</b>		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.



# ANEXOS

## ANEXO 1

### ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

#### I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el primer trimestre de 2016, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras, que muestra una contracción respecto del trimestre anterior<sup>27</sup>), destacando intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; industrias manufactureras; y comercio al por mayor y al por menor. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 81% de dicho resultado.

El comportamiento observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se explica, principalmente, por el aumento de las comisiones efectivas e intereses netos percibidos por los bancos y financieras, así como por el dinamismo en la captación de primas percibidas por las compañías aseguradoras.

En la evolución positiva de los servicios privados, destacó el dinamismo observado en el mantenimiento y reparación de vehículos, debido al incremento en el parque vehicular, particularmente de vehículos usados. Asimismo, las actividades de hoteles y restaurantes evolucionaron positivamente debido al crecimiento en la demanda final de servicios de alimentación fuera del hogar y de entrega a domicilio. Además, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, registraron un incremento, en virtud de una mayor demanda de servicios inmobiliarios, de publicidad y de actividades jurídicas y de contabilidad. Por su parte, el crecimiento reportado por las actividades relacionadas con la enseñanza, salud y servicios sociales, estuvo influenciado por el incremento en la demanda de

servicios de hospitales, de médicos y odontólogos y de servicios diversos relacionados con la salud.

En el desempeño de la industria manufacturera incidió positivamente el incremento registrado en las actividades de alimentos y bebidas, entre las que destacan, la preparación de aceites y grasas de origen vegetal y animal; la elaboración de bebidas malteadas y de malta; y la producción de aguas minerales, como resultado de una mayor demanda interna y externa de dichos productos. Asimismo, las actividades dedicadas a la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, registraron aumentos como resultado, principalmente, de una mayor demanda interna de tejidos y prendas de vestir (la demanda externa de estos productos fue positiva, aunque mostró una desaceleración). Por su parte, el grupo de los otros productos manufacturados estuvo influenciado por el crecimiento registrado en las actividades de edición e impresión; y de fabricación de productos elaborados de metal; de maquinaria y equipo; de productos de madera; de abonos, compuestos de nitrógeno y de plaguicidas; de artículos de hormigón; y de cemento, cal y yeso.

Finalmente, el resultado del comercio al por mayor y al por menor estuvo influenciado por el incremento del volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan alimentos y bebidas; enseres domésticos; prendas de vestir; vehículos automotores y combustibles.

<sup>27</sup> Influenciada por la caída de 14.7% en la extracción de minerales metálicos, particularmente los relacionados con concentrados de plata y níquel, como consecuencia de una menor demanda externa; y por la caída de 10.9% en la extracción de petróleo y gas natural.

### Cuadro A1.1

Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2) (3)  
(porcentajes)

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2015				2016
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.7	3.8	2.6	2.4	4.0	2.9
Explotación de Minas y Canteras	0.6	26.7	-1.5	-0.1	10.1	-12.6
Industria Manufacturera	17.9	4.2	3.3	4.0	2.3	2.7
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	4.3	2.4	4.7	6.4	5.2
Construcción	2.8	3.8	3.6	3.2	3.1	3.0
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	5.9	5.7	6.5	5.0	4.4
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.5	4.1	3.3	2.7	3.1	3.1
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.1	13.2	13.5	13.0	18.1	12.6
Alquiler de Vivienda	10.0	3.1	3.0	3.1	3.1	3.2
Servicios Privados	16.0	4.9	3.3	3.7	2.7	3.2
Administración Pública y Defensa	8.0	4.2	1.0	2.1	3.6	2.1
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		<b>5.0</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>2.8</b>

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

## II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al primer trimestre de 2016, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 4.8%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento en el ingreso de divisas por remesas familiares, los niveles de empleo e ingreso de los trabajadores afiliados al IGSS y el crédito bancario al sector privado, particularmente, el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró una disminución de 8.1%, explicada, fundamentalmente, por la reducción en la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central, como resultado de una política de contención del gasto implementada por el Ministerio de Finanzas Públicas en los primeros meses del año.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 7.7%, principalmente por el

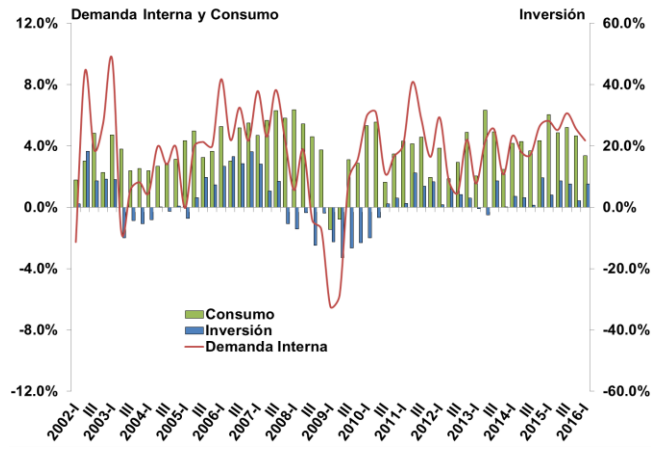
aumento, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de capital, especialmente las destinadas al transporte, la industria y la construcción.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una disminución de 1.8%, explicada, principalmente, por la reducción del volumen exportado de cardamomo, minerales metálicos, productos farmacéuticos, hule natural o látex, hilados e hilos y, fue compensada, en parte, por el incremento en el volumen exportado de aceite vegetal, azúcar de caña, melón, productos básicos de hierro y acero, otros productos básicos de hierro y acero, tejidos de punto o ganchillo y prendas de vestir.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.9%, derivado del incremento en el volumen de importación de bienes de consumo duraderos, de combustibles y lubricantes, de materiales de construcción y de bienes de capital.

### Gráfica A1.1

Demanda Interna, Consumo e Inversión (1) (2)  
(porcentajes)



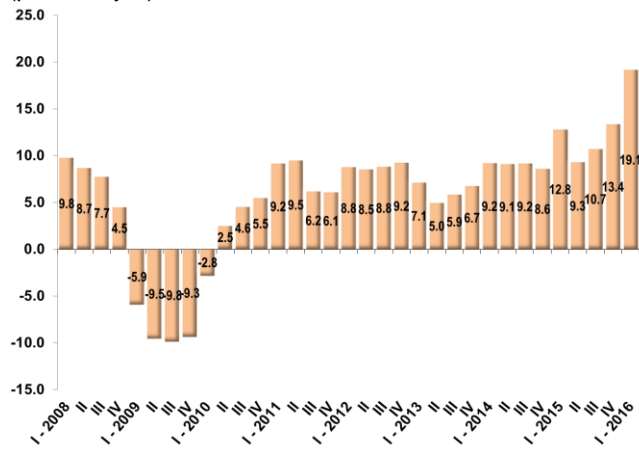
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a marzo de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica A1.2

Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a marzo de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Cuadro A1.2**Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2) (3)  
(porcentajes)

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2015				2016
		I	II	III	IV	I
<b>Demanda Interna</b>		<b>5.6</b>	<b>5.1</b>	<b>6.1</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	<b>84.3</b>	5.9	5.8	6.2	5.6	4.8
Gasto de Gobierno Central	<b>11.6</b>	7.6	-2.0	-2.4	-2.3	-8.1
Formación Bruta de Capital Fijo	<b>14.5</b>	4.0	8.6	7.6	2.2	7.7
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>27.2</b>	6.9	6.8	2.8	-0.1	-1.8
<b>(-) Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>-37.9</b>	8.2	8.9	12.0	6.5	4.9
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		<b>5.0</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>2.8</b>

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

## ANEXO 2

### FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA GUATEMALTECA

#### I. INTRODUCCIÓN

El financiamiento de la expansión de la actividad productiva tiene un rol importante en cualquier país. De acuerdo con Levine (2005), si la intermediación financiera cumple sus funciones básicas: ubicar recursos financieros disponibles y colocarlos en proyectos rentables de inversión y contribuir a normalizar el consumo de las personas en el tiempo, entonces las instituciones financieras y, consecuentemente, el sistema financiero ejercen una influencia relevante en el crecimiento económico.

En ese contexto, es fundamental para cualquier economía contar con acceso a financiamiento para sus actividades económicas privadas y, de esa forma, promover el crecimiento económico interno. Los avances tecnológicos que se han registrado a nivel mundial, especialmente en las comunicaciones, han venido a modificar las condiciones de operación del sector de servicios financieros, reflejado, entre otros aspectos, en la creación de nuevos mecanismos crediticios. Con ello, la obtención de recursos financieros se ha hecho más rápida y eficiente, lo que ha incrementado y diversificado la actividad financiera a nivel global en los últimos años.

La economía guatemalteca, al ser parte integrante de este mundo globalizado, ha registrado cambios considerables, no solo para adaptarse a las condiciones internacionales, sino también para insertarse eficientemente en los mercados internacionales. Uno de los principales factores que ha contribuido a lograr este objetivo es la libre determinación en los mercados de las condiciones económicas, incluyendo las actividades financieras. En efecto, aunque la economía guatemalteca ha contado con un mercado financiero pequeño, este posee la libertad para determinar sus condiciones financieras y, por ende, las empresas, pueden encontrar en el mercado las fuentes y

condiciones que consideren más apropiadas para el financiamiento de sus actividades económicas.

En ese sentido, el análisis contenido en el presente anexo busca obtener una aproximación del nivel de diferentes fuentes de financiamiento disponibles para la economía guatemalteca, concluyendo con la elaboración de un índice de financiamiento total de la economía que permitiría realizar análisis más completos y adecuados al contexto actual.

#### II. FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA GUATEMALTECA

La razón de que el sector privado empresarial se endeude surge de la necesidad de financiar el crecimiento de las empresas, con lo que estas realizan una actividad de inversión para mantener y acrecentar la capacidad productiva de sus activos. Por su parte, las personas utilizan el financiamiento, básicamente, como una forma de inversión y estabilización de su consumo en el tiempo.

En general, las empresas o las personas utilizan dos tipos de financiamiento. El primero, referido al financiamiento propio, entendido como aquellos recursos financieros de que dispone el propietario o el conjunto de propietarios de las empresas y, el segundo, se refiere a los recursos aportados por terceros, pero condicionados a una duración limitada y a un costo determinado.

La actividad normal de una empresa es generar ingresos netos en un período para generar una ganancia, la que se divide en utilidades retenidas y dividendos. Las utilidades retenidas son utilizadas para cubrir parte de la operación de la empresa y constituyen, conjuntamente con otros ingresos esporádicos o extraordinarios, como la venta de activos obsoletos, la primera fuente de financiamiento propio. Sin embargo, este autofinanciamiento, en general, es insuficiente y por ello las empresas deben recurrir a financiamiento de otras fuentes.

Por otra parte, el monto del endeudamiento dependerá de la situación en la que una empresa se encuentre (fase de desarrollo y expansión, fase de consolidación y fase de declive) y de la magnitud, solidez (nivel de riesgo y variabilidad ante los cambios) y temporalidad de los flujos de caja.

Conforme lo anterior, el sector corporativo acude al mercado financiero en busca de recursos adicionales, que sirvan de complemento al autofinanciamiento (como puede ser el aumento del capital propio mediante la emisión de acciones o la reinversión de utilidades). Como se indicó, en la actualidad, los intermediarios financieros pueden ubicarse en el mercado local o en el mercado internacional. Es amplia y variada la gama de fuentes que se pueden encontrar, entre ellas, se pueden mencionar, el endeudamiento mediante la emisión de obligaciones, la obtención de préstamos y créditos bancarios a corto, medio y largo plazos, arrendamiento financiero o *leasing*, créditos comerciales y ventas de derecho de cobro o *factoring*, entre otros.

#### **A. Fuentes internas de financiamiento**

El financiamiento interno es la principal fuente de financiamiento de las actividades económicas en Guatemala, en efecto, este representó en el último año, en promedio, un 40.3% respecto del PIB.

En Guatemala las instituciones bancarias cumplen una doble función al efectuar operaciones de banca comercial y de banca de inversión, dado el bajo nivel de desarrollo del sistema financiero. Dichas instituciones ofrecen también una opción de banca de inversión por medio de otras entidades financieras, vinculadas a estas, denominadas *Offshore* (entidades fuera de plaza); asimismo existe un grupo pequeño de banca de inversión, constituido por las instituciones denominadas “financieras”. Por su parte, también ha cobrado auge en los últimos años la intermediación financiera llevada a cabo por medio de las cooperativas de ahorro y crédito que operan en el país, aunque su participación aún es relativamente baja. Además, existe la posibilidad de financiamiento por medio de la Bolsa de

Valores Nacional, en el mercado primario, mediante la emisión de títulos (generalmente pagarés) y en oferta pública colocados en la bolsa, pero es un segmento de mercado que aún se está desarrollando. Las otras modalidades de financiamiento, como el arrendamiento financiero o *leasing* y ventas de derecho de cobro o *factoring*, se llevan a cabo en el país, en volúmenes bajos. Por otra parte, es importante recordar que derivado de lo estipulado en la Ley de Libre Negociación de Divisas, vigente a partir de mayo de 2001, es libre la negociación en el mercado guatemalteco de divisas, razón por la cual, el financiamiento puede ser obtenido tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En el caso de los bancos del sistema y las sociedades financieras, los préstamos se otorgan en moneda nacional y en moneda extranjera; mientras que las entidades fuera de plaza, únicamente prestan en moneda extranjera. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito otorgan financiamiento sólo en moneda nacional.

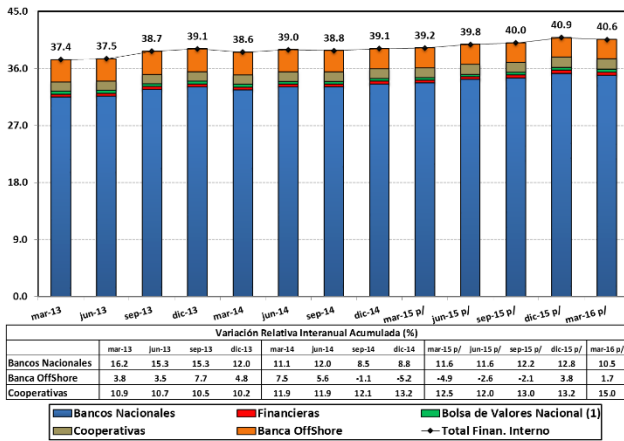
La mayor parte del financiamiento interno al sector privado procede de los bancos del sistema (86.2% del financiamiento interno total y equivale a 34.9% respecto del PIB), seguido del financiamiento procedente de la banca *offshore* (7.5% del financiamiento interno total) y el que procede de las cooperativas de ahorro y crédito (4.0% del financiamiento interno total); en tanto que, las financieras aportaron únicamente 1.2% del total y el restante 1.0% es financiamiento procedente de la emisión de títulos valores, negociados en la Bolsa de Valores Nacional.

En lo respecta al comportamiento del financiamiento interno total en los últimos trimestres (gráfica A2.1), sobresale que la participación de este ha venido incrementándose moderadamente, dado que en 2014 representaba alrededor de 39.0% del PIB; mientras que en el primer trimestre de 2016, representó un 40.6% del PIB, registrando las mayores variaciones interanuales los préstamos concedidos por las cooperativas y los bancos del sistema. No obstante, se

empieza a evidenciar en el primer trimestre de 2016 una moderación del ritmo de crecimiento del otorgamiento de créditos por parte de la banca nacional, como consecuencia, principalmente, tanto de factores de oferta como de factores de demanda, como se destacó en el apartado correspondiente de este informe de política monetaria.

### Gráfica A2.1

Financiamiento Interno al Sector Privado  
Marzo 2013-Marzo 2016  
(porcentaje de PIB)



(1) Títulos de Bolsa: deuda privada emitida en el mercado primario.  
pl/ Cifras preliminares.

## B. Fuentes externas de financiamiento

En lo que respecta a la proporción del financiamiento externo respecto del PIB, este representó en el último año, en promedio, un 21.4%. En ese sentido, la mayor proporción del financiamiento externo total corresponde a la reinversión de utilidades de las empresas de Inversión Extranjera Directa -IED- (59.3% del total del financiamiento externo total), seguido del que otorgan las entidades bancarias (25.2% del total del financiamiento externo total); en tanto que el crédito comercial, la emisión de bonos en el exterior y los préstamos entre filiales de empresas de IED, representaron únicamente el 5.8%, 5.0% y el 4.7% del total del financiamiento externo total, en su orden.

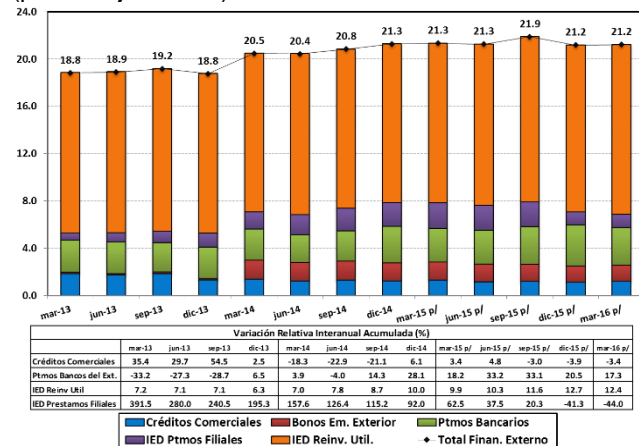
En cuanto al comportamiento reciente del financiamiento externo total por componentes, destaca el crecimiento de la reinversión de utilidades de la IED que

mostró una tasa de crecimiento promedio de 11.1% en 2015, en tanto que en el primer trimestre de 2016 registró un aumento relevante al situarse en 12.4%; el financiamiento de bancos del exterior exhibió un crecimiento promedio de 26.3% en 2015, pero en el primer trimestre de 2016 registró una moderación en el ritmo de crecimiento al crecer 17.3%.

Por otra parte, el crédito comercial, acorde con el comportamiento del comercio exterior guatemalteco, ha registrado tasas de crecimiento negativas en los últimos tres trimestres; similar situación se observa en los préstamos entre empresas filiales de la IED que ha registrado caídas en los últimos dos trimestres. Vale destacar que durante 2015 y el primer trimestre de 2016 no se han registrado nuevas emisiones de bonos en el exterior por parte de empresas guatemaltecas (gráfica A2.2), como ocurriera en 2013 y en 2014, por lo que el saldo acumulado ha permanecido constante.

### Gráfica A2.2

Financiamiento Externo al Sector Privado  
Marzo 2013-Marzo 2016  
(porcentaje de PIB)



pl/ Cifras preliminares.

## C. Índice de financiamiento total de la economía

Considerando la naturaleza propia de las empresas, como se señaló, los avances tecnológicos en comunicaciones y la mayor integración financiera internacional, así como el largo historial de un adecuado manejo macroeconómico del país, actualmente existe la posibilidad de acceder con relativa facilidad a diferentes



tipos de financiamiento, tanto a lo interno del país como en el mercado financiero internacional. En esa línea, con el objeto de contar con una medida aproximada del financiamiento total al sector privado, se elaboró un indicador que incluyó distintas fuentes de financiamiento tanto internas como externas. A continuación se presentan los principales resultados.

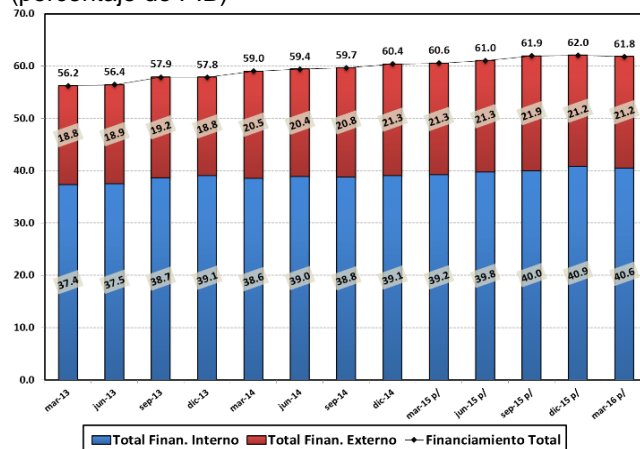
Al analizar el referido indicador, para el período marzo de 2013 a marzo de 2016, sobresalen tres aspectos principales (gráfica A2.3); en primer lugar, a lo largo del período se ha registrado una tendencia creciente, como consecuencia una utilización superior de financiamiento externo, particularmente a partir de 2014.

En segundo lugar, en 2015 se registraron incrementos moderados en la utilización de financiamiento, especialmente el de origen interno, comportamiento acorde a las necesidades de financiamiento de la actividad económica del país, llegando a representar el financiamiento total al sector privado 62.0% del PIB en diciembre de 2015, con una participación de financiamiento interno de 40.9%, en tanto que el restante 21.2% correspondió al financiamiento externo. Vale indicar que dicho comportamiento, en términos generales, está en línea con la experiencia internacional.

En tercer lugar, en el primer trimestre de 2016 se registró una leve caída en el financiamiento total respecto del PIB al pasar de 62.0% en diciembre de 2015 a 61.8% en marzo de 2016. Dicho comportamiento, puede considerarse normal si se toma en cuenta que la actividad económica, durante dicho trimestre, registró una moderación en su ritmo de crecimiento y que los precios internacionales de las materias primas registraron una considerable reducción, que afectaron negativamente las exportaciones del país.

### Gráfica A2.3

Financiamiento Total al Sector Privado  
Marzo 2013-Marzo 2016  
(porcentaje de PIB)



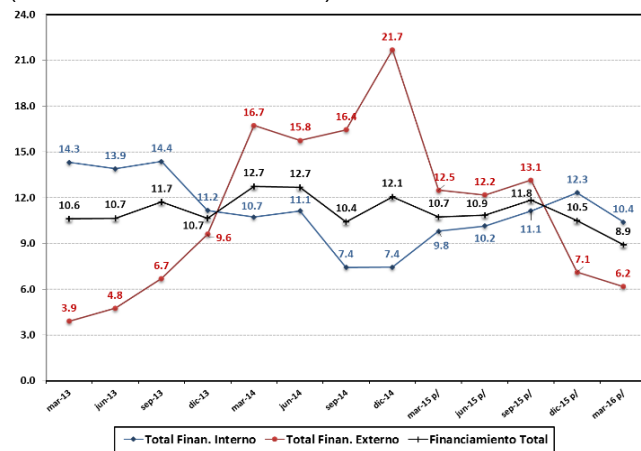
p/ Cifras preliminares.

En lo que respecta al ritmo de crecimiento de los distintos tipos de financiamiento, como se aprecia en la gráfica A2.4, durante los primeros tres trimestres de 2015 se registró, por una parte, una moderación en el dinamismo del financiamiento externo observado en 2014 y, por la otra, una recuperación del ritmo de crecimiento del financiamiento interno, lo cual compensó la caída que se venía registrando en el financiamiento externo.

En los últimos dos trimestres, el financiamiento externo, vuelve a registrar moderaciones considerables del ritmo de crecimiento, las cuales, si bien no anticipan crecimientos negativos, son niveles bastante bajos comparado con el comportamiento histórico; mientras que, el financiamiento interno, en el último trimestre de 2015 continuó con su tendencia alcista, registrando incluso la tasa de crecimiento más alta del año; aunque en el primer trimestre de 2016 dicho comportamiento comenzó a moderarse.

## Gráfica A2.4

Financiamiento Total al Sector Privado  
Años: 2013-2016  
(variación relativa interanual)



p/ Cifras preliminares.

### III. CONCLUSIONES

Al analizar la utilización de las distintas fuentes de financiamiento de la actividad económica del país, se puede concluir que, dada la posibilidad de que el sector privado obtenga crédito en condiciones de mercado y la relativa facilidad de acceder al mercado financiero internacional, existe una complementariedad entre el uso de fuentes de financiamiento de origen interno y externo, lo que permite que, principalmente, el sector empresarial mayor pueda expandir su actividad económica eligiendo la fuente de financiamiento que le resulte más conveniente.

El nivel de utilización de financiamiento del sector privado guatemalteco, a pesar de la moderación del primer trimestre de 2016, continúa mostrando cierto dinamismo congruente con la actividad económica nacional, de conformidad con la fase del ciclo económico.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Bank of England (2016): "Monetary Policy Summary". June.
2. Bank of Japan (2016): "Monetary policy decisions". June.
3. Bendezú, Oscar y Watson, Jean Paul (2016): "Empleos, salarios y productividad en EE.UU". Moneda. Banco Central de Reserva de Perú. Marzo.
4. Bureau of Economic Analysis (2016): "Gross Domestic Product: First Quarter 2016 (Third Estimate)". June.
5. Bureau of Labor Statistics (2016): "Consumer Price Index – May 2016". June.
6. Cabinet Office (2016): "Quarterly Estimates of GDP". Government of Japan. June.
7. Consensus Forecast (2016): "World Economic Activity". June.
8. European Central Bank (2016): "Monetary Policy Decisions". June.
9. Eurostat (2016): "GDP and Main Aggregates Estimate for the First Quarter of 2016". June.
10. Federal Reserve (2016): "Beige Book". June.
11. Federal Reserve (2016): "Monetary Policy Report". June.
12. Federal Reserve Bank of New York (2016): "U.S. Economy in a Snapshot". June.
13. Fondo Monetario Internacional (2016): "Guatemala: Conclusiones Preliminares de la Misión de Consulta del Artículo IV". Mayo.
14. Fondo Monetario Internacional (2016): "Macroeconomic Implications of the United Kingdom Leaving The European Union". Selected Issues on the United Kingdom. IMF Country Report No. 16/169 UK. June.
15. Fondo Monetario Internacional (2016): "Perspectivas económicas Las Américas: Administrando transiciones y riesgos". Abril.
16. Furman, Jason (2016): "Third Estimate of Gross Domestic Product for the First Quarter of 2016". June.
17. 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.
18. IMF Survey (2016): "Uncertainty Clouds the United Kingdom's Economic Prospects". June.
19. Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (2016): "Cuentas nacionales trimestrales". Marzo.
20. Instituto Nacional de Estadística y Geografía (2016): "PIB y cuentas nacionales de México". Marzo.
21. International Monetary Fund (2016): "Article IV Consultation with the United States of America: Concluding Statement of the IMF Mission". June.
22. International Monetary Fund (2016): "Euro Area Policies: 2016 Article IV Consultation". July.
23. International Monetary Fund (2016): "Japan: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission". June.
24. International Monetary Fund (2016): "United Kingdom: 2016 Article IV Consultation ". June.
25. International Monetary Fund (2016): "United Kingdom: Selected Issues". June.
26. International Monetary Fund (2016): "World Economic Outlook: Too Slow for Too Long". April.
27. Levine, Ross (2005): "Finance and Growth: Theory and Evidence". Handbook of Economic Growth, ed. Phillipe Aghion y Steven N. Durlauf. Amsterdam, Netherlands.
28. Moody's Investors Service (2016): "Rating Action". June.
29. National Bureau of Statistics of China (2016): "Quarterly National Accounts". June.
30. Office for National Statistics (2016): "Quarterly National Accounts: Quarter 1 (Jan to March) 2016". June.

31. Perspectivas de la Economía Mundial (2016): “Análisis de la desaceleración del comercio mundial” Fondo Monetario Internacional. Abril.
32. Teodoru, Iulia (2016): “Crecimiento potencial y brecha del producto en América Central”. Perspectivas Económicas: Las Américas. Abril.
33. The Economist (2016): “Global Outlook Summary”. June.