

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2016



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	7
A. COYUNTURA RECIENTE	7
1. Panorama general	7
2. Desempeño de las economías avanzadas	8
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	12
4. Mercados financieros internacionales	15
5. Precios internacionales de algunas materias primas	18
6. Inflación y política monetaria	23
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS.....	25
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	29
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	29
B. SECTOR EXTERNO	30
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	33
1. Evolución reciente de la inflación	33
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	38
3. Variables informativas de la política monetaria	40
D. FINANZAS PÚBLICAS	46
1. Ingresos	47
2. Gastos	47
3. Resultado fiscal y financiamiento	48

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA	51
---------------------------	----

¹ El Informe fue elaborado con información disponible al 15 de abril de 2016.

ANEXO 2

ANÁLISIS DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS58

ANEXO 3

RELACIÓN ENTRE EL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO Y LA INFLACIÓN DE
GUATEMALA65

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....70

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO 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.

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

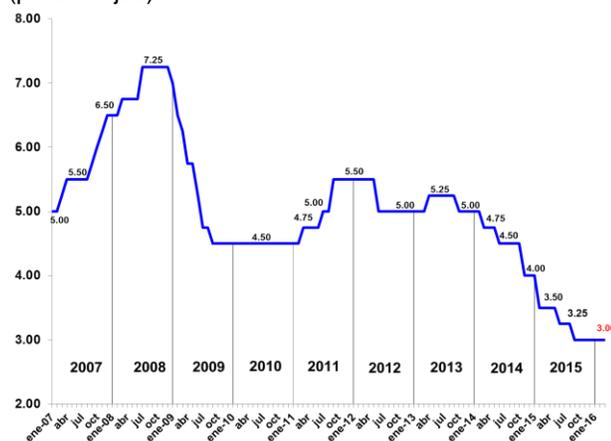
Conforme al calendario previsto, durante el primer trimestre de 2016, la Junta Monetaria se reunió en febrero y marzo para decidir sobre el nivel de la tasa de interés de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder en 3.00%. En ambos casos, dicho cuerpo colegiado tomó como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, consideró que la recuperación de la actividad económica a nivel mundial aún enfrenta riesgos relevantes, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Asimismo, tomó en cuenta que los precios internacionales observados y proyectados de las principales materias primas que afectan la inflación interna permanecen en niveles bajos, aunque recientemente haya habido un incremento en los precios del petróleo y sus derivados. En el ámbito interno, enfatizó que la actividad económica se desempeña conforme lo previsto, lo que se refleja en la evolución del IMAE, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado, entre otras variables. Además, destacó que tanto los pronósticos como las expectativas de inflación para 2016 y para 2017 anticipan que la inflación se mantendría en torno al valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual).

En el contexto descrito, la Junta Monetaria manifestó que continuará dando seguimiento a la evolución de los principales indicadores económicos, tanto externos como internos, que puedan afectar la tendencia del nivel general de precios, así como a los pronósticos y a las expectativas de inflación.

Gráfica 1

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, el proceso de recuperación económica mundial continúa, aunque se ha debilitado desde el último trimestre de 2015, debido a la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, la caída en los precios de los activos financieros y de las materias primas a nivel internacional, lo que ha ampliado los márgenes de incertidumbre.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), aunque el crecimiento económico mundial previsto para el presente año de 3.2% sería prácticamente igual al observado el año previo (3.1%), la recuperación se afianzaría en 2017 cuando crecería 3.5%. Dicha mejora sería impulsada por las economías de mercados emergentes y en desarrollo, que luego de registrar las mayores desaceleraciones económicas empezarían a normalizarse; no obstante, continuarían privando los riesgos a la baja.

El crecimiento de las economías avanzadas continuaría modesto, al crecer 1.9% en 2016 y 2.0% en 2017 (1.9% en 2015). En general, dicho resultado, se asocia a la desfavorable transición demográfica, el bajo crecimiento de la productividad y legados de la crisis global económica y financiera de 2008-2009, factores que impiden un incremento más sólido en el crecimiento económico.

En los Estados Unidos de América, el crecimiento continúa relativamente sólido, marcado por una política monetaria ampliamente acomodaticia y bajos precios del petróleo y sus derivados que siguen apoyando la demanda interna. Los riesgos están concentrados en un mayor debilitamiento de la demanda externa, una mayor apreciación del dólar estadounidense y un gradual endurecimiento de las condiciones financieras internas, resultado del avance gradual de normalización de dicha política monetaria. Como resultado se esperan crecimientos de 2.2% en 2016 y 2.4% en 2017.

En la Zona del Euro, la actividad económica ha sido apoyada por la demanda interna, ante la desaceleración de la demanda externa. Dentro de los

factores que impulsan la demanda interna destacan el efecto ingreso generado por la caída en el precio de la energía, una moderada expansión fiscal y condiciones monetarias y financieras altamente flexibles. Cabe destacar que uno de los factores principales que limita la expansión económica en la región son los altos niveles de desempleo (11.0% en promedio), baja inversión, deuda pública y privada todavía alta y la menor productividad de los factores productivos. Ante dichos resultados, el Banco Central Europeo situó su tasa de política monetaria en 0.0% y elevó sus compras mensuales de activos de €60.0 millardos a €80.0 millardos. La región crecería 1.5% en 2016 y 1.6% en 2017.

En Japón, el desempeño de la actividad económica, en términos generales, reveló una leve mejoría en 2015; sin embargo, a pesar del alto nivel de empleo, el consumo privado se mantiene en niveles bajos. La tendencia de una recuperación moderada podría fortalecerse en 2016 cuando crecería 0.7%, asociada, entre otros factores, al apoyo fiscal, a la reducción en el precio internacional del petróleo, a condiciones financieras acomodaticias y al aumento del ingreso real.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque continuarían explicando una proporción importante del crecimiento económico mundial en 2016, las perspectivas a nivel de países son heterogéneas y, en general, más débiles respecto de la década pasada. Para este conjunto de economías se estima un crecimiento de 4.1% en 2016 y para 2017 de 4.6%. No obstante, economías como Brasil y Rusia enfrentan profundas recesiones; mientras que en los países exportadores de petróleo las condiciones macroeconómicas se han tornado más difíciles, debido al deterioro de sus términos de intercambio y a condiciones financieras más restrictivas. El crecimiento económico en la República Popular China y en India, aunque se encuentra en línea con las proyecciones de

los principales expertos internacionales, no ha provocado un aumento relevante en los volúmenes de comercio mundial. En ese sentido, el estancamiento del comercio mundial es reflejo de la caída de la inversión, que se asocia a la desaceleración de la economía china como resultado del reequilibrio de su crecimiento económico, pero también de la disminución en la inversión en países exportadores de materias primas, sobre todo en aquellos que enfrentan problemas macroeconómicos relevantes, no solo por la caída en los precios internacionales de dichos bienes.

En Centroamérica, en contraste a la mayoría de países de América Latina, el desempeño económico continúa siendo positivo, reflejo de los menores precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo, y de la recuperación de la actividad económica estadounidense, aunado al aumento del consumo de los hogares, ante el incremento del ingreso real y de las remesas familiares.

Los mercados financieros internacionales en el primer trimestre de 2016 evidenciaron un fuerte incremento de la aversión al riesgo, lo que resultó en un aumento significativo de la volatilidad, influenciado, entre otros factores, por la continua reducción en los precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo; la incertidumbre acerca del crecimiento económico de la República Popular China; y la divergencia en las políticas monetarias de los bancos centrales de las principales economías avanzadas.

Durante el primer trimestre de este año, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala registraron un incremento, con excepción del trigo; sin embargo, continúan ubicándose, en promedio, en niveles inferiores a los del año previo. En el caso del petróleo, el excedente en la oferta mundial, en combinación con una baja demanda, explican la tendencia a la baja en su precio; sin embargo, desde finales de febrero se registró un cambio en dicha tendencia, asociado, principalmente, a la reducción en la producción de petróleo en los

Estados Unidos de América. Como una medida para estabilizar el mercado y su precio, Arabia Saudita y Rusia, conjuntamente con Venezuela y Catar, acordaron mantener su producción en los niveles registrados en enero de 2016, medida que aún no ha tenido un efecto notorio. Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo permanecieron en niveles bajos debido a perspectivas favorables de oferta y a elevados niveles de inventarios que han cubierto la demanda mundial.

La inflación a nivel global siguió en niveles bajos, debido a los precios del petróleo y sus derivados y de la energía, así como de las débiles perspectivas de crecimiento mundial; por lo que se espera que los niveles de inflación converjan a los objetivos de los bancos centrales en el mediano plazo. En las economías avanzadas, aunque la inflación muestra una ligera tendencia al alza, excepto la Zona del Euro; los ritmos inflacionarios siguen ubicándose por debajo de las metas establecidas por sus bancos centrales. En contraste, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo la inflación se ha ubicado por arriba de las metas establecidas.

En el ámbito interno, en 2015, la actividad económica real creció 4.1%, levemente menor al crecimiento anual de 2014 y superior al crecimiento del PIB potencial (3.5%), como resultado del comportamiento positivo de la demanda interna y del mejor desempeño económico de los principales socios comerciales del país.

Las expectativas sobre la actividad económica, en 2016, continuaron siendo favorables, lo cual se refleja en el comportamiento de los indicadores de corto plazo. En efecto, a febrero la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica, (IMAE) registró un crecimiento de 3.4%, resultado de tasas de variación positivas en la mayoría de actividades económicas. El comercio exterior de Guatemala, revela que el valor FOB de las exportaciones de bienes se redujo 3.3% respecto a similar período de 2015, resultado de una disminución en el volumen, que contrarrestó el moderado aumento

en el precio medio de exportación. Entre los principales productos que registraron disminuciones en el valor exportado destacan: azúcar, cardamomo, plomo, níquel, café y caucho natural. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 4.2%, 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; no obstante, que el volumen importado continúa mostrando un dinamismo relevante, especialmente en los bienes de consumo y materiales de construcción. La caída en el precio internacional del petróleo, a febrero, habría generado un ahorro de alrededor de US\$84.0 millones en el rubro de combustibles y lubricantes. Al 31 de marzo, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$1,663.0 millones, superior en 19.1%, 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, al incremento del número de guatemaltecos que vive en dicho país y a los temores que suscitaron las recientes medidas migratorias en el referido país.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) continúa reflejando una sólida posición externa del país, ya que al 31 de marzo registró un monto de US\$7,586.1 millones, menor en US\$165.1 millones al registrado en diciembre de 2015.

En lo que respecta al tipo de cambio nominal, en términos generales, siguió mostrando un comportamiento congruente con sus factores estacionales, registrando al 31 de marzo una depreciación acumulada de 1.03%. A la misma fecha, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó compras de divisas por US\$137.3 millones.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) a marzo se ubicó en 4.26%, dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/-1 punto porcentual). La trayectoria del ritmo inflacionario, 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, en los bienes importados petroleros), como también de factores de demanda (dinamismo en el consumo privado, el cual favoreció un incremento en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas). Sin embargo, en la medida en que se ha venido diluyendo el choque de oferta, se ha hecho cada vez más evidente el efecto en la inflación de alimentos, la que a marzo se ubicó en alrededor de 11.0%; 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 relativamente congruente con la previsión de crecimiento económico y con la meta de inflación. En efecto, la tasa de crecimiento interanual de la emisión monetaria se ubicó, en promedio, al 31 de marzo en 12.6%; mientras que los medios de pago registraron un crecimiento interanual de 7.2%. Por su parte, a la misma fecha, el crédito bancario al sector privado creció 10.5%, asociado a un incremento en la demanda, dado el dinamismo de la actividad económica.

Las finanzas públicas iniciaron el ejercicio fiscal 2016 con un presupuesto que equivale a 13.5% del PIB, el nivel más bajo en los últimos veinte años, previéndose que el déficit fiscal se sitúe en 1.6% del PIB a finales de año. Según cifras preliminares a marzo, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 2.4%; mientras que los gastos se redujeron 8.9%, respecto de similar período del año previo, debido entre otros factores, a la profundización del deterioro de la recaudación tributaria,

que ha 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 Q64,492.5 millones, mayor en Q2,869.3 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\$7,410.9 millones, menor en US\$79.0 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2015 (US\$7,489.9 millones). Vale destacar que a marzo el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 32.0% en bonos del tesoro de un monto programado para el ejercicio fiscal 2016 de Q14,960.9 millones.

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial continúa en proceso de recuperación, aunque menos sólido que el previsto y con riesgos a la baja, principalmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, ha aumentado la volatilidad financiera internacional y los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), siguen ubicándose en niveles inferiores a los registrados el año anterior. Aunque el precio del petróleo ha evidenciado una tendencia reciente al alza, se prevé que al finalizar el año siga situándose, en promedio, por debajo del precio medio registrado en 2015. Vale destacar que la materialización de las proyecciones de los precios de estas materias primas, que en un escenario base, ubican los precios en niveles todavía bajos sugeriría el desvanecimiento gradual de los efectos a la baja que estos han ejercido en la inflación interna.

En el entorno interno, la economía creció 4.1% en 2015, levemente menor al resultado del año anterior y por arriba del PIB potencial. Asimismo, a marzo de 2016 el desempeño macroeconómico evoluciona conforme lo estimado, lo que se refleja en el comportamiento del IMAE, las remesas familiares y crédito bancario al sector privado. La disciplina de la política monetaria y una política fiscal contenida ha contribuido a que el comportamiento de los principales precios

macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) permanezca estable.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

El proceso de recuperación económica mundial, aunque se ha debilitado desde el último trimestre de 2015, debido a la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, la caída en los precios de los activos financieros y de las materias primas a nivel internacional, continuaría aunque se han ampliado los márgenes de incertidumbre. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento económico mundial para el presente año de 3.2% sería prácticamente igual al observado en año previo (3.1%), pero la recuperación se afianzaría en 2017 cuando se prevé un crecimiento de 3.5%. Dicha mejora sería impulsada por las economías de mercados emergentes y en desarrollo, cuyas economías a pesar de haber registrado las mayores desaceleraciones económicas empezarán a normalizarse; no obstante, los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

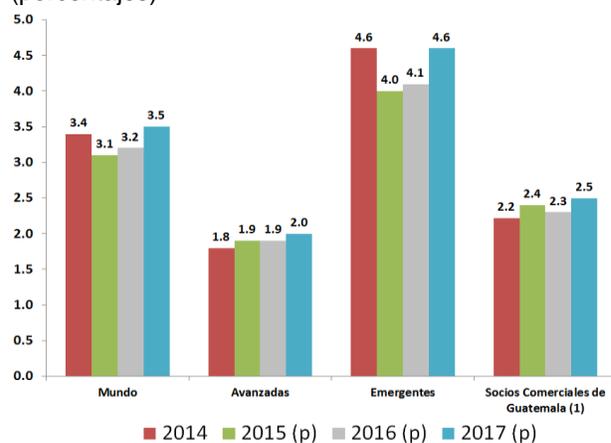
El crecimiento de las economías avanzadas se estima continuaría modesto al crecer 1.9% en 2016 y 2.0% en 2017 (1.9% en 2015). En general, dicho resultado, según el FMI, está asociado a la desfavorable transición demográfica², el bajo crecimiento de la productividad y los legados de la crisis global económica y financiera de 2008-2009, factores que impiden un incremento más sólido en el crecimiento económico.

En los Estados Unidos de América, el crecimiento continúa relativamente sólido, marcado por una política monetaria ampliamente acomodaticia y por los bajos precios del petróleo y sus derivados que siguen apoyando la demanda interna. Los riesgos para la actividad económica estadounidense están concentrados en un mayor debilitamiento de la demanda externa, una mayor apreciación del dólar en los mercados mundiales y un gradual endurecimiento de las condiciones financieras, por el inicio de la normalización de la política monetaria. En ese contexto, se esperan crecimientos de 2.2% en 2016 y de 2.4% en 2017.

En la Zona del Euro, la actividad económica ha sido apoyada por la demanda interna, ante la desaceleración de la demanda externa. Dentro de los factores que impulsan la demanda interna destacan el efecto ingreso generado por la caída en el precio de la energía, una moderada expansión fiscal y condiciones monetarias y financieras flexibles. Cabe destacar que los factores principales que limitan la expansión económica de dicha región son los altos niveles de desempleo (11.0% en promedio), la baja inversión, una deuda pública y privada todavía alta y la menor productividad de los factores productivos. Derivado de ello, el Banco Central Europeo decidió recientemente situar su tasa de política monetaria en 0.0% y elevó sus compras mensuales de activos de €60.0 millardos a €80.0

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*.

² Lo que implica que el envejecimiento de la población está ejerciendo presión sobre la generación joven, particularmente desde el punto de vista previsional.

millardos. La región crecería 1.5% en 2016 y 1.6% en 2017.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque continuarían explicando una proporción importante del crecimiento económico mundial en 2016, sus perspectivas a nivel de países se mantienen heterogéneas y, en general, más débiles respecto de la década pasada. Para 2016 crecerían en conjunto 4.1% y para 2017 4.6%. No obstante, Brasil y Rusia se encuentran enfrentando profundas recesiones económicas; mientras que en los países exportadores de petróleo las condiciones macroeconómicas se han tornado más difíciles, debido al deterioro de sus términos de intercambio y a condiciones financieras más restrictivas. El crecimiento económico en la República Popular China y en India, aunque se encuentra en línea con las proyecciones de los principales expertos internacionales, no ha provocado un aumento relevante en los volúmenes de comercio mundial. En efecto, el estancamiento del comercio mundial es un reflejo de la caída de la inversión, que se asocia a la desaceleración de la economía china resultado del reequilibrio de su modelo de crecimiento, pero también de la disminución en la inversión en países exportadores de materias primas, sobre todo en aquellos que enfrentan problemas macroeconómicos relevantes, ante la caída en los precios internacionales.

Los mercados financieros internacionales evidenciaron un fuerte incremento de la aversión al riesgo a principios de este año, lo que resultó en un aumento significativo de la volatilidad, influenciado, entre otros factores, por la continua reducción en los precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo; la incertidumbre acerca del crecimiento económico de la República Popular China; y la divergencia en las perspectivas de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas.

Durante el primer trimestre de este año, los precios internacionales de las materias primas que

afectan la inflación en Guatemala registraron un incremento, con excepción del trigo; sin embargo, continúan ubicándose, en promedio, en niveles inferiores a los del año previo. En el caso del petróleo, el excedente en la oferta mundial, en combinación con una baja demanda, influyó en la tendencia a la baja en su precio; sin embargo, desde finales de febrero se registró un cambio en la tendencia, asociado, principalmente a la reducción en la producción de petróleo en los Estados Unidos de América. Para estabilizar el mercado y su precio, Arabia Saudita y Rusia, conjuntamente con Venezuela y Catar, acordaron mantener su producción en los niveles registrados en enero de 2016, medida que aún no ha tenido un efecto notorio. Por su parte, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo permanecieron en niveles bajos debido a perspectivas favorables de oferta y a elevados niveles de inventarios que han cubierto la demanda mundial.

La inflación a nivel global siguió en niveles bajos, debido a menores precios del petróleo y sus derivados y de la energía, así como de las débiles perspectivas de crecimiento mundial. Ante dicho escenario, se espera que los niveles de inflación converjan a los objetivos de los bancos centrales en el mediano plazo. En las economías avanzadas, la inflación muestra una ligera tendencia al alza, excepto en la Zona del Euro; no obstante, sigue ubicándose por debajo de las metas establecidas por sus bancos centrales. En contraste, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo la inflación se ha ubicado por arriba de las metas establecidas por sus autoridades monetarias.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, el crecimiento económico se redujo 0.6% en el cuarto trimestre de 2015, respecto del tercer trimestre (2.0%). En dicho resultado, según la Oficina de Análisis Económico (BEA por sus siglas en inglés), influyeron factores transitorios como la marcada desaceleración de las exportaciones, pero también se manifestó una debilidad de la demanda interna mayor a la esperada, la cual fue influenciada por

una caída en la inversión en el sector manufacturero, en particular el relativo a la energía por los bajos precios internacionales del petróleo. A pesar de ello, se observaron mejoras relevantes en el mercado laboral, al punto que la tasa de desempleo disminuyó a 5.0% en marzo de 2016, nivel similar a los observados antes de la crisis global económica y financiera de 2008-2009 y congruente con lo que algunos expertos consideran nivel de pleno empleo. En adición, también se observa el fortalecimiento de algunos indicadores en el mercado de vivienda, asociado a las condiciones monetarias y financieras flexibles.

Por otra parte, aunque inició el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense tras siete años de mantener la tasa de fondos federales en niveles de 0.0%-0.25%, ello no provocó un aumento sustancial de la volatilidad financiera, debido, en parte, al mensaje de gradualidad reiterado por la FED. En efecto, luego del incremento en 25 puntos básicos en dicha tasa en diciembre de 2015, en sus reuniones de enero y marzo de 2016, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), decidió mantener ese nivel (0.25% y 0.50%); considerando que, si bien los indicadores del mercado laboral evidencian resultados positivos, la inflación se mantendría debajo del 2.0% en el corto plazo y podría aumentar en la medida en que se disipen las disminuciones en los precios de la energía, lo cual podría ocurrir en el mediano plazo.

En cuanto a la política fiscal, ésta continuó con la restricción en las cuentas fiscales, aunque con menor intensidad, con lo que el déficit fiscal se ubicó, preliminarmente, en 2.5% del PIB a finales de 2015. El resultado fiscal estuvo asociado al incremento en la recaudación tributaria, en función del aumento del ingreso, y fue menos severa que la observada en los últimos tres años, cuando los cambios en la política impositiva y de gasto fueron los principales instrumentos de ajuste. Cabe recordar que, en noviembre de 2015, el Congreso estadounidense acordó suspender el límite de deuda hasta marzo de 2017 y además aumentó los

límites de gasto discrecional establecidos por la Ley de Control Presupuestario de 2011. Las propuestas actuales de la administración de los Estados Unidos de América, pretenden estabilizar la deuda en 75.0% en 2025.

Para 2016 el crecimiento económico en los Estados Unidos de América continuaría a un ritmo moderado al ubicarse en 2.2%, apoyado por el fortalecimiento patrimonial de los hogares, la menor austeridad fiscal y una mejora adicional en el mercado inmobiliario. Ello contrarrestaría el efecto negativo derivado de la caída de la demanda externa, asociada al fortalecimiento del dólar a nivel mundial, el menor crecimiento de los principales socios comerciales del país, la reducción adicional que se anticipa en la inversión en energía y el endurecimiento gradual de las condiciones financieras. Para 2017 las perspectivas mejoran levemente, proyectándose un crecimiento de 2.4%.

En la Zona del Euro, el crecimiento continúa limitado por los bajos niveles de inversión, el desempleo que aún es alto y las preocupaciones sobre la solvencia de algunos bancos importantes de la Zona. De acuerdo con la agencia de estadísticas *Eurostat*, durante el cuarto trimestre de 2015 el producto interno bruto creció 1.6% en términos interanuales, mismo nivel que se registró en los dos trimestres previos. La moderada recuperación económica se asocia al mayor ingreso real, derivado de los bajos precios internacionales del petróleo y a la debilidad del euro, lo que se reflejó en el comportamiento positivo de algunos indicadores de la actividad económica en ese trimestre. En efecto, el consumo privado ha evolucionado positivamente, apoyado por los menores precios de la energía y la mejora en el empleo registrada en algunos países del área. Asimismo, las ventas minoristas, la producción industrial y las exportaciones, evidenciaron un comportamiento similar al observado en trimestres anteriores. Aun cuando los niveles de producción aumentaron en casi todos los países de la Zona, la baja

inversión interna y la débil demanda externa continúan limitando el crecimiento, dado que la inversión como porcentaje del PIB se mantiene baja en algunos países del centro (Alemania) y de la periferia (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España). En adición, en varios países se observaron altos niveles de endeudamiento gubernamental, incrementos en la tasa de morosidad en las hojas de balance de los bancos, lo que restringe el financiamiento para la inversión; los altos niveles de desempleo; y la incertidumbre sobre la situación de Grecia, que aún no muestra signos de recuperación económica ni de sostenibilidad de su deuda en el mediano plazo. Asimismo, los conflictos geopolíticos, la crisis migratoria y los recientes ataques terroristas en Bélgica podrían acentuar los riesgos a la baja para el crecimiento de la región.

A efecto de contener esos riesgos y contribuir a consolidar el proceso de recuperación económica, el Banco Central Europeo (BCE) decidió reducir en 5 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria para situarla en 0.00% y amplió su programa de compras mensuales de activos a €80.0 millardos a partir de abril de este año, tomando en consideración que la inflación podría ubicarse en niveles negativos en los próximos meses.

En Japón, no obstante la contracción económica registrada en el cuarto trimestre del año anterior, el desempeño de la actividad económica, en términos generales, reveló una leve mejoría en 2015 al crecer cerca de 0.7%, apoyada por el consumo de gobierno, el aumento en la inversión privada residencial y no residencial y las exportaciones netas, como resultado de la fuerte contracción de las importaciones. En el mercado laboral, las negociaciones de los contratos de trabajo condujeron al mayor incremento salarial desde 1998, dando como resultado un incremento en los salarios reales; sin embargo, el consumo privado se mantiene en niveles bajos. Aun cuando se ha registrado una reducción en las exportaciones y en la producción, debido, principalmente, a una menor demanda por parte

de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la economía japonesa mantiene una tendencia de recuperación moderada y podría fortalecerse en 2016 cuando crecería 0.7%, asociada, entre otros factores, al apoyo fiscal, a la reducción en el precio internacional del petróleo, a condiciones financieras acomodaticias y al aumento del ingreso real. Sin embargo, preocupa la debilidad de la demanda interna y la desaceleración de la actividad económica de China, que es uno de sus principales socios comerciales, en un entorno en que el fortalecimiento del yen y los menores precios internacionales del petróleo inciden negativamente el cumplimiento de la meta de inflación. De hecho, la inflación aún se mantiene por debajo del objetivo del Banco de Japón, que para proveer un mayor estímulo a la demanda interna, expandió su estímulo monetario a un ritmo anual de ¥80.0 mil millardos y redujo la tasa sobre las reservas que los bancos mantienen en el Banco Central a -0.10%. Las autoridades monetarias esperan que con la medida de tasas negativas se estimule la inversión en el sector inmobiliario y se contribuya a recuperar la confianza del consumidor.

RECUADRO 1

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS AVANZADAS: IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Desde la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009 (denominada la Gran Recesión), el producto interno bruto (PIB) de Estados Unidos de América y de Europa, permanece por debajo de la tendencia observada previo a dicha crisis.



Un estudio del Fondo Monetario Internacional elaborado por Blanchard *et al.* (2015) señala que esto podría evidenciar la presencia del fenómeno conocido como “histéresis”, es decir, la hipótesis de que las recesiones podrían tener efectos permanentes y provocar más adelante un descenso del producto. En otras palabras, si sucediera una recesión, el desempleo aumentaría, pero cuando los tiempos adversos desaparecieran, los empleos perdidos habrían de recuperarse, lo cual en presencia de histéresis no ocurriría. Los autores evalúan 122 recesiones de 23 economías avanzadas ocurridas desde los años sesenta para comprobar la hipótesis de la histéresis y con ello analizar los impactos que podría tener para la política monetaria el hecho de que los efectos de la Gran Recesión fueran más permanentes sobre el nivel del producto potencial.

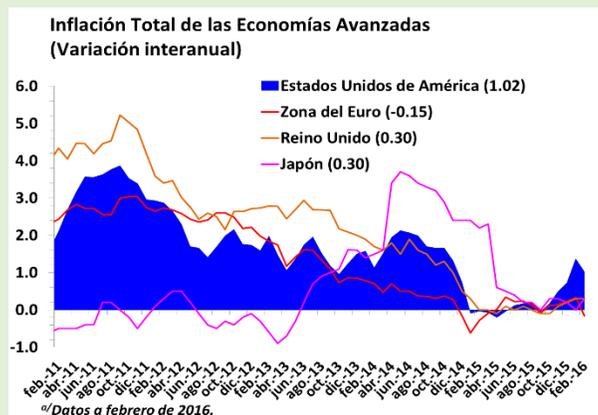
Los resultados obtenidos revelan que una gran proporción de las recesiones, cerca de dos tercios, son seguidas de una reducción del nivel del producto potencial. Posiblemente, de acuerdo a los autores, lo más sorprendente es que en la mitad de los casos, la recesión no solo afecta el nivel sino la tasa de crecimiento, lo cual confirma la presencia de histéresis. Sin embargo, añaden que ésta se complementa con la existencia de fuertes choques de oferta que afectan la relación entre las variables durante las recesiones, por ejemplo, la fuerte oscilación de los precios internacionales del petróleo. Otra explicación que extraen los autores es que la correlación observada entre las variables durante las recesiones en realidad esté indicando una causalidad inversa: una disminución exógena del crecimiento del producto potencial conllevaría a que los hogares redujeran su consumo, las empresas disminuyeran su inversión y, por tanto, se generaría una recesión.

Fuente:

Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti y Lawrence Summers. “Recuadro 1.1. ¿Qué efecto tienen las recesiones?”. En *Perspectivas de la Economía Mundial: Ajustándose a precios más bajos para las materias primas*. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2015.

Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti y Lawrence Summers. “Inflation and Activity: Two Explorations and their Monetary Policy Implications”. IMF Working Paper WP/15/230. Fondo Monetario Internacional. Noviembre de 2015.

En términos de inflación, es evidente que esta ha disminuido desde la crisis económica y financiera, sin embargo, no se ha reducido como se esperaba, lo cual es un fenómeno conocido como “ausencia de desinflación”.



El estudio evalúa la relación entre actividad económica e inflación, es decir, la comprobación empírica de la Curva de Phillips. Los resultados revelan que la pendiente de la curva ha disminuido y que el coeficiente de expectativas de inflación de largo plazo se ha incrementado en el tiempo. Según los autores, esta sería la razón por la que no se observó una espiral deflacionaria luego de la Gran Recesión, pese a la existencia de sustanciales brechas de desempleo. Asimismo, encuentran clara evidencia de que el efecto de la brecha de desempleo sobre la inflación ha disminuido desde 1970, aunque gran parte de esta reducción tuvo lugar antes de 1990. Desde entonces, el coeficiente parece ser estable y, en la mayoría de casos, significativo.

Los autores concluyen indicando las posibles implicaciones que estos resultados tendrían para la formulación de la política monetaria en el grupo de países analizados. En general, si la histéresis está presente en las recientes recesiones, las desviaciones del producto con respecto a su potencial podrían considerarse permanentes, lo que significa que serían más costosas, por lo que la política monetaria debería reaccionar con más fuerza ante dichos movimientos y, posiblemente, priorizarlos sobre la inflación. No obstante, existe el riesgo de sobrestimar el producto potencial durante y después de una recesión e, implícitamente, de sobrestimar la brecha del producto, por lo que las políticas basadas en una sobrestimación de la brecha del producto, podrían resultar demasiado agresivas. De ahí que la combinación de políticas macroeconómicas no deba ser solo específica de cada país, sino también de cada recesión.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo todavía representan una proporción importante del crecimiento mundial en 2016, pero las perspectivas en todos los países se mantienen heterogéneas y débiles. Algunas economías grandes como Brasil y Rusia, se encuentran enfrentando profundas recesiones económicas; mientras que los países exportadores netos, están paliando difíciles condiciones macroeconómicas con débiles términos de intercambio y condiciones financieras externas más restrictivas. De acuerdo con el FMI, en este grupo de economías, que han contribuido a la mayor parte del crecimiento mundial desde la crisis económica y financiera de 2008-2009, la actividad económica continua desacelerándose, debido a la débil recuperación en las economías avanzadas, el efecto derrame derivado del reequilibrio del modelo de crecimiento en la República Popular China, que ha incidido en menores niveles de inversión en casi todas las economías de mercados emergentes y en desarrollo y en condiciones financieras más restrictivas.

En la República Popular China, la actividad económica siguió evidenciando una moderación gradual durante el cuarto trimestre de 2015, al registrar una variación de 6.8%, su limitada expansión desde inicios de 2009, asociado a un menor dinamismo en el sector industrial, el cual no ha sido apoyado por el mayor crecimiento del sector servicios. En adición, los niveles de incertidumbre han aumentado debido a que las perspectivas de crecimiento se han debilitado, dada la continua caída en los precios internacionales de las materias primas y de la moderación del comercio mundial, en un entorno en el que predomina la falta de solidez de su sistema financiero. Si bien el crecimiento en términos interanuales fue de 6.9% en 2015, este se ubicó por debajo de la meta establecida por el gobierno chino (7.0%), y fue el reflejo de la transición hacia un modelo de desarrollo más sostenible en el mediano

plazo que dependa más del consumo privado y menos de la demanda externa e inversión. De hecho, aun cuando en los primeros meses del año la evolución positiva del sector de servicios, reflejo de la mejora en la creación de nuevos empleos, ha ayudado a moderar la caída del sector manufacturero, los indicadores económicos recientes no sugieren una fuerte desaceleración en su crecimiento, dado que la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible implica efectos negativos que podrían afectar no solo a las economías de mercados emergentes con vínculos importantes con la economía china, sino también a varias economías avanzadas, lo que podría perjudicar fuertemente el comercio mundial, los precios internacionales de las materias primas y la confianza global. De hecho, el efecto derrame mediante el comercio puede ser directo, disminuyendo la demanda de productos de sus socios comerciales, e indirecto, vía el impacto sobre los precios internacionales de las materias primas, efecto que ya se ha estado reflejando en los tipos de cambio nominales y en el mercado de activos.

En Rusia, la actividad económica continuó registrando fuertes vulnerabilidades, debido a la continuada caída en los precios internacionales de las materias primas, principalmente del petróleo, y al estancamiento del comercio internacional, lo que influyó en la pérdida de dinamismo de su producción industrial. Asimismo, la fuerte depreciación del rublo respecto al dólar estadounidense y la incertidumbre geopolítica derivada de las tensiones con Ucrania, Siria y Turquía, son algunos factores que estarían prolongando en 2016 la recesión económica en dicho país.

En América Latina, las perspectivas de un débil desempeño económico para 2016 estarían asociadas a la desaceleración que registró en 2015 el consumo privado y la inversión en la mayoría de estos países, especialmente en Brasil; acentuado además por la caída en los precios internacionales de las materias primas, la moderación de la demanda de sus socios comerciales y

la incertidumbre política. En adición, la caída en la confianza del consumidor y de los empresarios también ha afectado la inversión y el consumo, en momentos en que persisten las presiones inflacionarias, con excepción de México. Sin embargo, a pesar de dicho panorama, algunos países continuaron en la senda de un crecimiento modesto, apoyado por fuertes marcos de política que se han ajustado a los choques externos, en tanto que los países con fundamentos más débiles, siguieron experimentando ajustes más fuertes.

En Brasil, los efectos de un entorno externo menos favorable continúan imposibilitando una recuperación económica, la cual se agravó por el deterioro fiscal y el debilitamiento tanto de la confianza del consumidor como del sector empresarial, en un ambiente en que persiste una difícil situación política, que ha incidido en la reducción de la calificación de su deuda soberana por parte de algunas empresas calificadoras de riesgo. 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, lo que también ha impactado negativamente a países vecinos (Argentina, Paraguay y Uruguay).

En México, la actividad económica continuó creciendo moderadamente, debido a una mayor caída de los precios internacionales del petróleo, desde el segundo semestre de 2015, que han restringido las condiciones financieras, al menor dinamismo de las exportaciones, ante la desaceleración de la demanda externa y la reducción en los niveles de producción manufacturera, la que está estrechamente vinculada al desempeño de la actividad industrial en los Estados Unidos de América, especialmente en el sector energético. No obstante, la demanda se ha visto apoyada por el comportamiento positivo del consumo privado, ante el aumento del empleo y la incipiente mejora de los salarios reales. Asimismo, la depreciación del peso mexicano y los bajos precios de la energía

eléctrica podrían impulsar las exportaciones y la producción manufacturera, aunado a los importantes recortes que en materia de gasto público han sido anunciados para tratar de compensar la drástica caída en ingresos provenientes del petróleo.

En el resto de países de América Latina, en términos generales, la demanda interna en 2016 continúa ajustándose a menores niveles de ingreso como resultado del choque externo en los términos de intercambio; mientras que las exportaciones se han mantenido débiles, debido a los bajos precios internacionales de las materias primas (incluidos los metales) y a la menor demanda de sus socios comerciales.

En Centroamérica, en contraste a la mayoría de países de América Latina, el desempeño económico, medido por algunos indicadores de corto plazo, continúa siendo positivo, asociado al aumento del consumo de los hogares, ante el incremento del ingreso real y de las remesas familiares, mientras que la inversión continúa creciendo moderadamente.

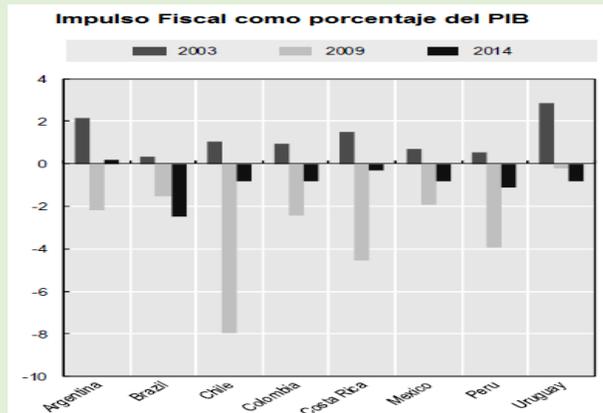
RECUADRO 2

LA POLÍTICA FISCAL Y EL CICLO ECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA: EL PAPEL DE LAS CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO Y DE LAS REGLAS FISCALES

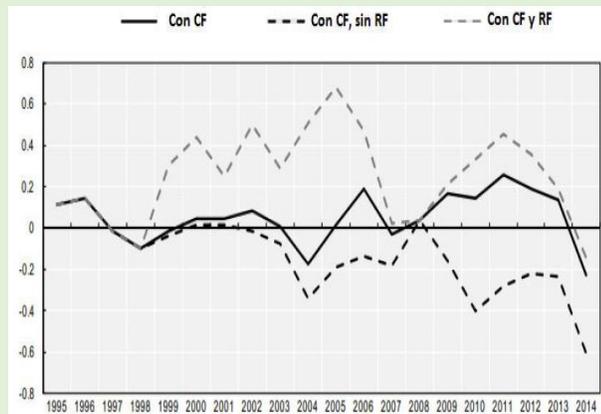
Diferentes estudios documentan que la política fiscal en América Latina ha sido tradicionalmente procíclica (Gavin y Perotti, 1991; Talvi y Vegh, 2005). Entre las posibles explicaciones destacan la dependencia de las fuentes de financiamiento externo, los recurrentes episodios de paradas súbitas de capitales y la importancia que las exportaciones de materias primas tienen en la mayoría de países. No obstante, un nuevo estudio del Banco de Pagos Internacionales (BIS) elaborado por Alberola *et al* (2016), señala que esta situación cambió durante de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009 y ha disminuido desde entonces.

Los autores señalan que el comportamiento anticíclico de la política fiscal que se observó después de la crisis ha disminuido gradualmente, ya que, por una parte, se observan brechas del producto positivas acompañado de expansiones fiscales y, por la otra, los países buscaron una consolidación fiscal luego de la crisis, incluso con un crecimiento económico débil.

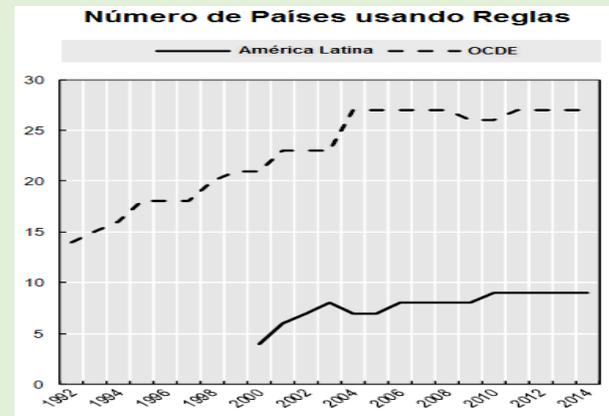
Los resultados apuntan a que las condiciones financieras (CF) pueden ayudar a determinar de mejor manera la posición de la política fiscal en la región. En ese sentido, condiciones financieras poco favorables, que usualmente tienden a coincidir con caídas de crecimiento económico, conllevan una política fiscal restrictiva. En contraste, condiciones financieras menos restrictivas, las cuales tienden a ser prominentes en los auges del ciclo económico, favorecen las políticas fiscales expansivas. Al realizar la estimación de la posición fiscal durante los últimos veinte años, monitoreado por las reglas fiscales y por las condiciones financieras, los autores señalan que, en promedio, la política fiscal en la región ha sido procíclica.



Ciertamente, América Latina resistió los impactos de dicha crisis, gracias al uso de políticas monetaria y fiscal expansivas, acompañado de un mejor manejo macroeconómico que incluyó la adopción de reglas fiscales (RF) por varios países de la región.



Finalmente, los autores indican que, a nivel institucional, la mayoría de países de América Latina han fortalecido sus marcos fiscales, aunque sólo algunos han avanzado en la implementación de las reglas fiscales. Cabe recordar que las reglas fiscales, además de facilitar el papel estabilizador de las políticas fiscales al asegurar la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo, coadyuvan a evitar el incremento del gasto público durante el auge del ciclo económico o el incremento de los impuestos durante la caída del mismo.



Fuente: Alberola, Iván Kataryniuk, Ángel Melguizo y René Orozco. "Fiscal Policy and the Cycle in Latin America: The Role of Financing Conditions and Fiscal Rules". BIS Working Paper No. 543. Bank for International Settlements. Enero de 2016.

4. Mercados financieros internacionales

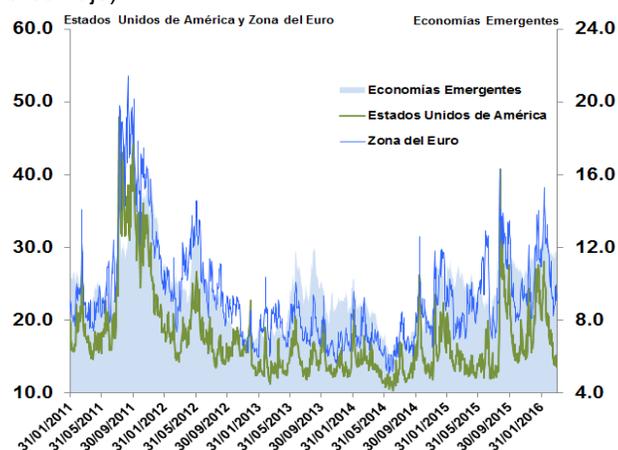
Durante el último trimestre de 2015, los mercados financieros internacionales evidenciaron algunas reducciones en la volatilidad respecto al incremento que se observó en septiembre de ese año, ante la incertidumbre sobre el primer incremento en la tasa de fondos federales en los Estados Unidos de América. Aun cuando el aumento en la tasa de fondos federales fue prácticamente imperceptible en los activos financieros, a principios de 2016 se registró un fuerte incremento de la aversión al riesgo mundial, el cual resultó en un significativo aumento de la volatilidad en dichos mercados. Dicho comportamiento estuvo influenciado por la nueva caída en los precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo, la incertidumbre acerca del crecimiento económico de la República Popular China, dado el deterioro de algunos de sus indicadores económicos y la salida de capitales de dicho país, la preocupación de los inversionistas sobre el desempeño de la actividad económica mundial y la divergencia en las perspectivas de las políticas monetarias de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. En China, los mercados financieros registraron una importante volatilidad a inicios de año, la cual afectó a otras economías, debido a las pérdidas en los índices accionarios de las bolsas chinas, lo que intensificó la salida de capitales y contribuyó a que el tipo de cambio registrara una depreciación importante respecto al dólar estadounidense.

En las economías avanzadas, los índices bursátiles y los precios de los activos con mayor riesgo registraron una disminución, lo que asociado a la apreciación del dólar de los Estados Unidos América respecto a las monedas de otras economías avanzadas y de mercados emergentes y 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. Por su parte, desde finales de 2014, las economías de

mercados emergentes y en desarrollo, en general, observaron una importante depreciación en sus monedas, un deterioro en los índices accionarios e indicadores de riesgo soberano, así como una salida de capitales. En el caso de América Latina, la mayor volatilidad financiera mundial derivó en incrementos en las primas de riesgo, registrando los mayores niveles desde 2009, asociado a la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda en algunos países que son más vulnerables a los desequilibrios financieros, en especial, aquellos 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.

Gráfica 3

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



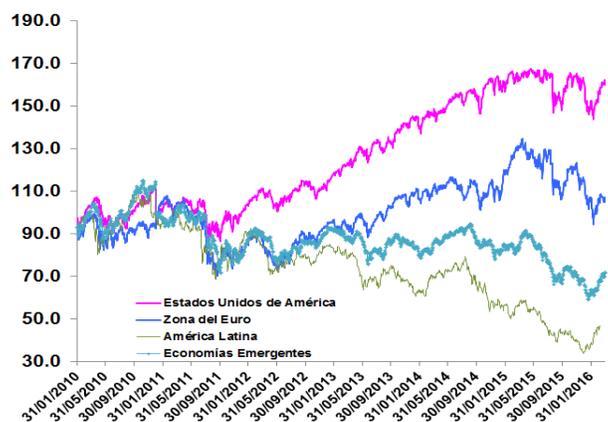
(1) Al 31 de marzo de 2016.

(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 31 de marzo de 2016.

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

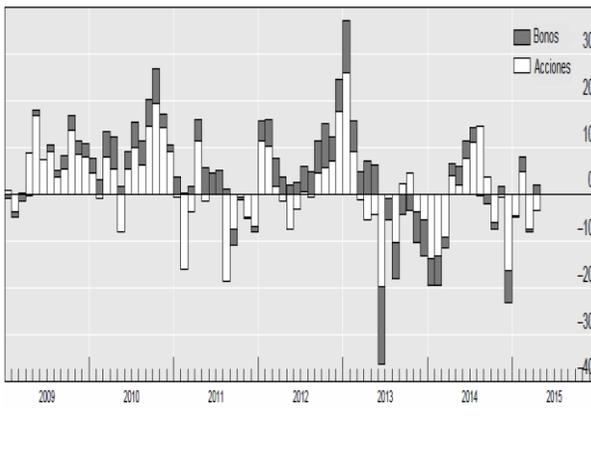
Fuente: Bloomberg.

RECUADRO 3

POLÍTICA MONETARIA INDEPENDIENTE, MERCADOS FINANCIEROS GLOBALES Y LA EXCESIVA VOLATILIDAD DEL FLUJO DE CAPITALES

En los últimos años, la economía mundial ha sido testigo de una excesiva volatilidad del flujo de capitales hacia las economías emergentes. Ciertamente, luego de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009 y de la subsecuente flexibilización cuantitativa por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos de América (FED), hubo un influjo importante de capitales hacia las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo (República Popular China, India y Brasil).

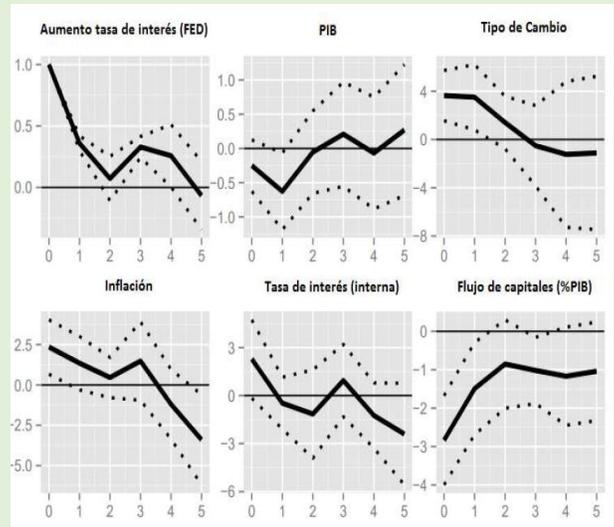
Flujos de Capitales hacia los Países Emergentes



En ese contexto, una de las interrogantes que ha surgido ante estos eventos, es si la política monetaria de la FED genera una externalidad global, mediante un efecto derrame (*spillover effect*), sobre el flujo de capitales, el crecimiento del crédito y el precio de los activos de las economías de mercados emergentes. De hecho, algunos bancos centrales han argumentado que la FED debería ajustar sus decisiones de política monetaria tomando en cuenta la excesiva sensibilidad de los flujos de capitales ante movimientos de su tasa de interés. Al respecto, un estudio de Banerjee *et al* (2015), brinda evidencia empírica y teórica, sobre las consecuencias que tiene para el diseño de la política monetaria los efectos derrame de las decisiones de la FED. Se examina, en un grupo de 16 países con economías emergentes, la respuesta de las tasas de interés de política, el tipo de cambio nominal, el crecimiento económico, la inflación y el flujo de capitales ante choques en la tasa de interés de política monetaria de la FED.

Los resultados para este grupo de países señalan que una contracción monetaria por parte de la FED conlleva, entre otros efectos, disminución de la actividad económica, reducción de sus niveles de inflación, aumento en las tasas de interés de política monetaria, depreciación del tipo de cambio nominal y caída en los flujos de capitales. Asimismo, indican que el efecto derrame de los flujos de capital internacional se exagera en presencia de fricciones financieras. En este contexto, evalúan la capacidad que tiene la política monetaria de estos países para mitigar las externalidades negativas de estos choques. Los resultados obtenidos apuntan a que dichas externalidades disminuyen en ausencia de fricciones financieras cuando los países operan con un régimen de metas explícitas de inflación (EMEI). No obstante, cuando existen fricciones en la intermediación financiera, los efectos derrame se magnifican en todos los países y el EMEI deja de ser efectivo para mitigar las externalidades del choque.

Los autores concluyen que, teóricamente, es posible mejorar estos resultados mediante la cooperación entre la FED y el resto de bancos centrales de las economías de mercados emergentes. No obstante, subrayan que sin la necesidad de cooperación entre países, también es posible una política monetaria independiente, para ello es necesario que el banco central reaccione oportunamente ante las acciones de política de la FED a efecto de suavizar los choques externos y basar su estrategia en términos de su inflación interna.



Fuente: Banerjee, Ryan, Michael Devereux y Giovanni Lombardo. "Self-oriented Monetary Policy, Global Financial Markets and Excess Volatility of International Capital Flows". NBER Working Paper 21737. National Bureau of Economic Research. Noviembre de 2015.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer trimestre de 2016, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala registraron un incremento, con excepción del trigo. En efecto, al 31 de marzo, el precio del petróleo, del maíz amarillo y del trigo, muestran variaciones acumuladas de 3.51%, -2.03% y 0.77%, respectivamente. No obstante dicho comportamiento, estos continúan ubicándose, en promedio, en niveles inferiores a los del año previo.

a) Petróleo y gasolinas

El precio internacional del petróleo durante el primer trimestre de 2016 registró un comportamiento mixto. Hasta mediados de febrero, el precio del crudo continuó con la tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2014, debido, entre otros aspectos, a las expectativas de una mayor oferta de petróleo por parte de los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), a la debilidad de la demanda agregada de las economías emergentes y al levantamiento de las restricciones a la exportación de crudo de Irán. Adicionalmente, el debilitamiento de las perspectivas económicas mundiales y la divergencia de las políticas monetarias en las economías desarrolladas, que a su vez han fortalecido el dólar estadounidense frente a las principales monedas mundiales, también influyeron en la volatilidad (reflejo de los acontecimientos geopolíticos) y posterior moderación del precio internacional del crudo.

Sin embargo, desde finales de febrero se registró un cambio en la tendencia del precio, que se asocia, principalmente, al incremento en la demanda de refinados en los Estados Unidos de América, en combinación con una moderada reducción en la producción de petróleo en dicho país. En adición, como medida para estabilizar el mercado internacional de petróleo y su precio, Arabia Saudita y Rusia, conjuntamente con Venezuela y Catar, acordaron mantener su producción en los niveles registrados en enero de 2016, lo cual aún no ha tenido un efecto

notorio. De acuerdo con *IHS Energy*³ y la Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés), aún es prematuro considerar que dicha tendencia sea sostenida, debido a que los fundamentales del mercado no han tenido cambios significativos (excedente en la oferta en combinación con una baja demanda). En efecto, el comportamiento del precio del crudo refleja la preocupación del mercado por el exceso de oferta, dado que la OPEP no revela un posible recorte en la producción, lo que podría explicarse, por una parte, a que el costo marginal por barril en Arabia Saudita y otros miembros de la OPEP se ubica por debajo de US\$20.0 por barril; y por otra, a que Arabia Saudita ha podido absorber el impacto de menores precios en su economía mediante un efecto combinado de medidas de austeridad y venta de reservas monetarias, por lo que dispone de un amplio margen para absorber los menores precios del petróleo por un periodo adicional de tiempo. Asimismo, otro factor que podría incidir en precios bajos del crudo se relaciona con la capacidad de Irán para exportar crudo luego del levantamiento de las sanciones por su programa nuclear.

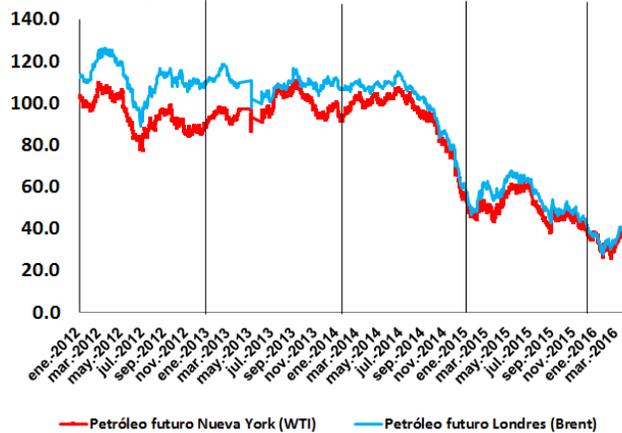
Por el lado de la demanda, las perspectivas de crecimiento mundial han disminuido a causa de la debilidad en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, especialmente de la República Popular China, y del modesto crecimiento de las economías avanzadas. No obstante, el efecto combinado de un aumento de la producción y el moderado crecimiento de la demanda han contribuido a una acumulación importante de inventarios, por lo que el excedente en el volumen de producción continúa provocando que los niveles de inventarios permanezcan en niveles altos, principalmente en las economías avanzadas. De acuerdo con *IHS Energy*, la producción mundial de petróleo en 2016 se situaría en 96.3 millones de barriles diarios (mbd), superior en 0.2% respecto a la

³ *Information Handling Services Energy*, empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energético a nivel mundial y regional.

producción estimada del año anterior; mientras que la demanda mundial de petróleo se ubicaría en 95.4 mbd, mayor en 1.2 mbd respecto de lo observado en 2015. De esa cuenta, el balance entre la oferta y la demanda seguiría siendo positivo, aunque menor al superávit de 2015.

Gráfica 5

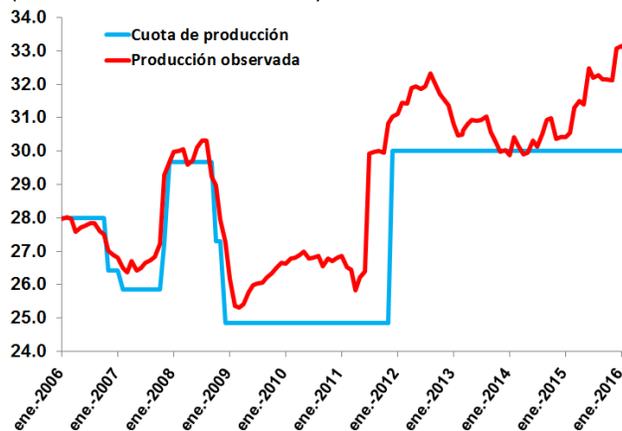
Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



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

Gráfica 6

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



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

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de marzo de 2016		
	2015(a)	2016(b)	Variación 2016/2015
Oferta	96.1	96.3	0.2
Demanda	94.2	95.4	1.2
Balance (oferta - demanda)	1.5	0.5	-----

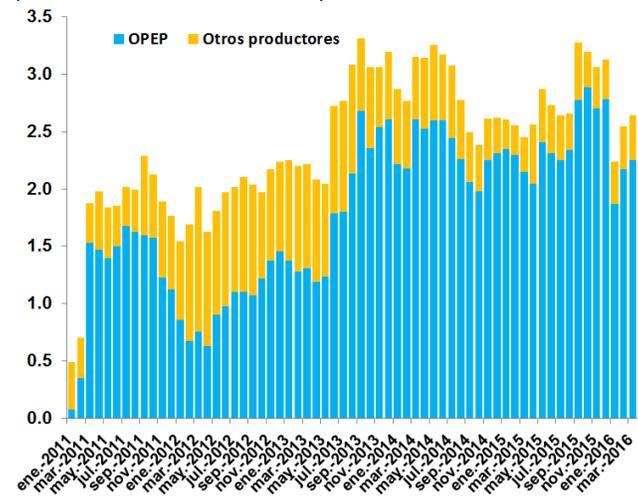
(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS Energy.

Gráfica 7

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



(1) Con información preliminar a marzo de 2016.

Fuente: Agencia de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

Con relación al precio internacional de la gasolina, hasta febrero de este año, continuó con la tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2015, asociada a la disminución en el precio internacional del petróleo y a una mayor producción de los derivados del crudo, lo que se reflejó en el aumento en los inventarios de la gasolina, que registró niveles récord. Dicha tendencia a la baja en el precio se revirtió a finales de febrero, debido al aumento en la demanda tanto interna como externa en el mercado estadounidense, que se tradujo en una disminución en el nivel de los inventarios, y a la entrada en mantenimiento por el cambio de estación (invierno a primavera) en algunas refinerías, principalmente el no planificado. De acuerdo con la Agencia de Información de Energía, con

el próximo inicio de la temporada de vacaciones en los Estados Unidos de América, conocido como *driving season*, la demanda de gasolina evidenciaría un aumento moderado por el consumo; sin embargo, ello no necesariamente reflejaría una fortaleza en la demanda, ya que el severo clima invernal observado en el primer trimestre contribuyó al moderado consumo de gasolina en ese periodo. Según dicha agencia, las presiones sobre el precio de la gasolina estarían equilibradas dado que, por una parte, se registra un moderado incremento en el consumo y, por otra, existe un elevado nivel de inventarios y una adecuada producción.

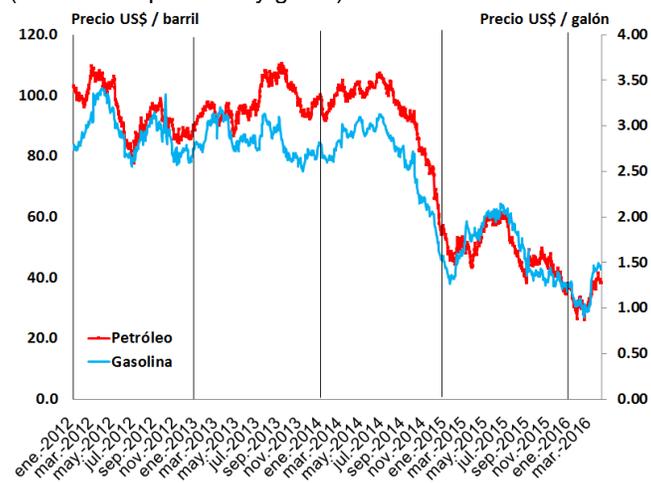
anticipa que la producción mundial para la presente cosecha será levemente mayor a la demanda mundial (1.9 millones de toneladas métricas -mtm-); mientras que el nivel de inventarios sería ligeramente superior al registrado en la cosecha anterior.

Por su parte, el precio internacional del trigo continuó con una ligera tendencia a la baja, explicada, principalmente, por el adecuado nivel de producción previsto para la presente cosecha, el cual es histórico, según el USDA, y responde al aumento de las áreas de siembra en importantes regiones productoras, por lo que se prevé un superávit de 22.9 mtm para dicha cosecha.

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 (como se indicó, niveles record en el caso del trigo), una débil demanda mundial por la ralentización de la actividad económica y una mayor apreciación del dólar estadounidense. Sin embargo, 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 mayor sustitución de áreas de siembra por otros cultivos más rentables.

Gráfica 8

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



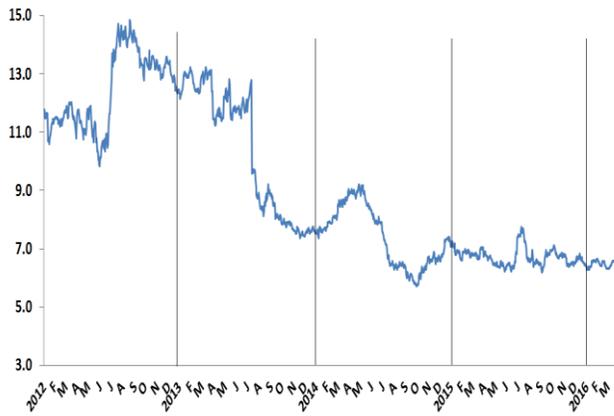
(1) Con información al 31 de marzo de 2016.
Fuente: Bloomberg.

b) Maíz amarillo y trigo

Durante el primer trimestre del año, los precios de los granos permanecieron en niveles bajos debido a perspectivas favorables de oferta y a elevados niveles de inventarios que han cubierto la demanda mundial. En cuanto al precio internacional del maíz amarillo, este tendió a estabilizarse luego de algunos episodios de volatilidad, como resultado de un adecuado nivel de producción para la presente cosecha y los posibles daños a la misma no se materializaron. De acuerdo al Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA por su siglas en inglés), se

Gráfica 9

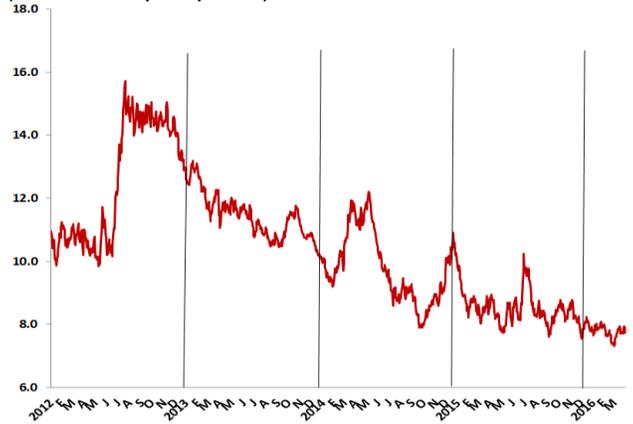
Precio Internacional del Maíz (1)
(US dólares por quintal)



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

Gráfica 10

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

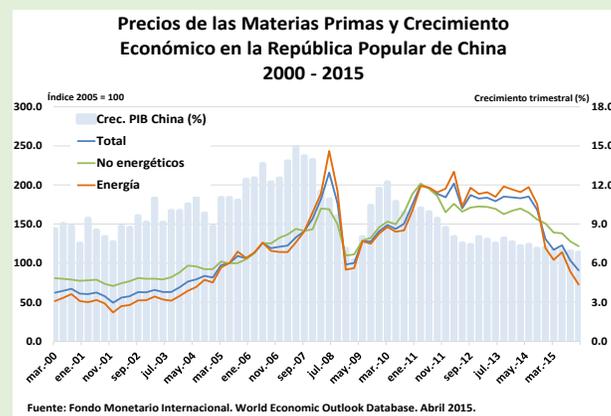


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2016.
Fuente: Bloomberg.

RECUADRO 4 PRINCIPALES EFECTOS MACROECONÓMICOS PARA AMÉRICA LATINA DE LA CAÍDA DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LAS MATERIAS PRIMAS

Los precios internacionales de las materias primas registraron un notable aumento desde inicios de la década de 2000, comportamiento asociado a la fortaleza económica que mostró la República Popular China, debido a que su modelo económico industrial-exportador era intensivo en materias primas, especialmente metales y energía. Durante ese período, la demanda mundial de materias primas aumentó considerablemente, contribuyendo a dinamizar a los países exportadores de dichos productos, entre ellos los de la región latinoamericana. Sin embargo, el modelo económico chino empezó a dar señales de agotamiento después de la Gran Recesión de 2007-2008, lo que derivó en la búsqueda de un nuevo enfoque de crecimiento que priorizó el desarrollo de los servicios y el consumo interno. Este cambio de modelo en la economía china propició que los precios de las materias primas empezaran a registrar una tendencia decreciente desde mediados de 2011, aspecto que fue evidente en el precio del petróleo hasta mediados de 2014, debido tanto a factores de oferta como de demanda.

La caída de los precios de las materias primas ocasionó un importante desequilibrio en los términos de intercambio, lo que impactó negativamente el desempeño económico de los países exportadores de América Latina, especialmente los exportadores de petróleo. Por su parte, la baja en los precios internacionales de las materias primas fue positiva para los países importadores netos de petróleo, Centroamérica y el Caribe y en menor medida México, beneficiándose a la vez del fortalecimiento de la economía estadounidense.



Las economías dependientes de las exportaciones de materias primas, con fundamentos económicos más sólidos, lograron ajustarse a los choques externos de una mejor forma. La inflación en estos países tendió al alza como resultado del efecto traspaso del tipo de cambio; en adición, la reducción en la actividad minera y extractiva, así como los menores ingresos fiscales por explotación de los recursos naturales, ocasionó un impacto negativo considerable en las cuentas fiscales.

De acuerdo con Werner (2016) y De Gregorio (2015), en las economías exportadoras de materias primas el tipo de

Fuente: De Gregorio, José (2015). "From Rapid Recovery to Slowdown: Why Recent Economic Growth in Latin America Has Been Slow". Policy Brief Number PB15-6. Peterson Institute for International Economics. Abril. Werner, Alejandro (2016). "América Latina y el Caribe en 2016: Ajustándose a una realidad más dura". Blog Diálogo a Fondo. Fondo Monetario Internacional. Enero.

cambio sirvió como variable de ajuste ante el menor flujo de capitales, causado por la baja de los precios de las materias primas, la expectativa de una normalización gradual de la política monetaria de Estados Unidos de América y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

Ciertamente, la cotización de las monedas sufrió una pronunciada depreciación en 2015, que alcanzó niveles de 49.0% en Brasil, 34.0% en Colombia, 17.0% en Chile y México y 15.0% en Perú. Dicha depreciación ha empezado a revertirse desde febrero de este año.

La persistente pérdida de valor de las monedas trajo consigo un efecto traspaso a los precios internos. A pesar de que este efecto fue compensado por el descenso de los precios de los combustibles y la desaceleración económica interna, en la mayoría de estos países la inflación ha permanecido por arriba de los objetivos de inflación de los bancos centrales, con excepción de México.

La conjunción de algunos factores como la caída de los precios de las materias primas, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento, la desaceleración de los flujos de capital y una menor actividad económica interna incidieron en el deterioro de las cuentas fiscales de algunos países. De hecho, los ingresos fiscales disminuyeron en aquellos países donde el financiamiento del sector público depende fuertemente de la producción de crudo (Venezuela, Ecuador y Trinidad y Tobago), con el agravante que el tipo de cambio no se ajustó. Mientras que en los países productores de petróleo, donde el tipo de cambio fue lo suficientemente flexible para mitigar los choques externos (México y Colombia), el efecto no fue tan pronunciado. Como resultado, en América Latina el déficit fiscal pasó de un promedio de 3.1% del PIB entre 2009 y 2013, a 5.0% en 2014 y 7.2% en 2015.



En resumen, los desbalances macroeconómicos producidos por la caída de los precios de las materias primas subrayan la importancia de las instituciones sólidas y los marcos de política macro-prudenciales para mitigar los efectos negativos de los choques externos.

6. Inflación y política monetaria

Durante el primer trimestre de 2016, la inflación a nivel global continuó mostrando un sesgo a la baja asociada al menor nivel del precio internacional del petróleo y sus derivados, así como de la energía y las débiles perspectivas de crecimiento mundial. Ante dicho escenario, se espera que los niveles de inflación converjan a los objetivos de los bancos centrales en el mediano plazo, aunque la misma podría ser más lenta de lo previsto. En las economías avanzadas, los niveles de inflación muestran una ligera tendencia al alza, excepto en la Zona del Euro; no obstante, los ritmos inflacionarios siguen ubicándose por debajo de las metas establecidas por sus bancos centrales. En contraste, en algunas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo la inflación se ha ubicado por arriba de las metas establecidas por sus autoridades monetarias, con excepción de la República Popular China y México.

En los Estados Unidos de América, a diferencia de la mayoría de economías avanzadas, la inflación repuntó a inicios de 2016, alcanzando en marzo un nivel de 0.85%, aún por debajo del objetivo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%. Este bajo nivel de inflación ha estado influenciado por la disminución en los precios de la energía y de otros bienes importados no energéticos y del fortalecimiento del dólar respecto de las principales monedas mundiales. La FED estima que la tendencia a la baja de los precios sea transitoria y se desvanezca en el corto plazo, lo que aunado a una mayor fortaleza del mercado laboral permitirá que la inflación se incremente en el mediano plazo. En cuanto a la política monetaria, luego de siete años de mantener la tasa de fondos federales en niveles históricamente bajos (0.0%-0.25%), en diciembre de 2015 el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió aumentar en 25 puntos básicos dicha tasa, ubicándola entre 0.25% y 0.50% (nivel que se mantuvo en el primer trimestre), esperando que, con ajustes graduales en la orientación de la política monetaria, la

actividad económica continúe creciendo a un ritmo moderado, en tanto los indicadores del mercado laboral sigan fortaleciéndose.

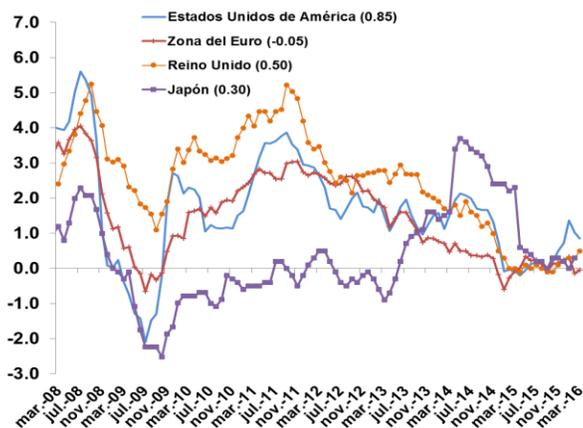
En la Zona del Euro, se continuaron observando bajos niveles de inflación, asociados a la reducción en el precio internacional del crudo y la energía y a las débiles presiones de demanda. De acuerdo con el Banco Central Europeo (BCE), la trayectoria esperada para la inflación es significativamente más baja que lo anticipado en diciembre, incluso podrían registrarse inflaciones negativas en los próximos meses. Ante dicho escenario, confirmó la necesidad de implementar estímulos monetarios adicionales para facilitar el retorno de la inflación a niveles cercanos a 2.0%. En ese sentido, el BCE ha adoptado un conjunto de medidas, entre las que destacan: la disminución de la tasa de interés de política monetaria en 5 puntos básicos, ubicándola en 0.00%, y el incremento en las compras mensuales de activos de €60.0 millardos a €80.0 millardos, medida que prevé continúe hasta el tercer trimestre de 2017. De esa cuenta, el BCE seguirá con una política altamente expansiva, lo que favorecería la recuperación de la confianza (tanto del consumidor como de los empresarios) y el restablecimiento del canal del crédito, impulsando así el consumo privado y la inversión.

En Japón, el fortalecimiento del yen frente al dólar estadounidense y el bajo precio internacional del petróleo, han incidido en un menor nivel de inflación, impidiendo el cumplimiento de la meta de inflación. La continua presión desinflacionaria, propició que el Banco Central de Japón (BCJ) mantuviera su postura de política monetaria y continuara aplicando la segunda fase del programa de expansión cuantitativa y cualitativa (QQE2, por sus siglas en inglés), con el propósito de estimular la actividad económica y alcanzar el objetivo de inflación de 2.0%. En efecto, a finales de enero el BCJ decidió reducir la tasa de interés de referencia por debajo de cero ubicándola en -0.10%, al mismo tiempo que continuaría con las operaciones destinadas al aumento de la base monetaria en montos anuales de

alrededor de ¥80.0 mil millardos mediante la compra de activos, especialmente de bonos del gobierno japonés.

Gráfica 11

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



(1) Datos a marzo de 2016. Japón a febrero de 2016.
Fuente: Bancos centrales.

Como se indicó, la inflación en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo ha registrado niveles superiores a la meta establecida por las autoridades monetarias, asociados al posible efecto traspaso de la depreciación de sus monedas a los precios internos y al hecho de que al ser, la mayoría, exportadores netos de materias primas, no se beneficiaron de la caída de los precios internacionales de dichos bienes.

En la República Popular de China, el nivel de precios se ha tornado estable, aunque por debajo del objetivo de mediano plazo de 3.0%. En términos de política monetaria, el Banco Central ha mantenido los estímulos monetarios iniciados en 2015, debido a los riesgos asociados al aumento en la salida de capitales, ante las expectativas de una menor actividad económica y una mayor inestabilidad de los mercados financieros.

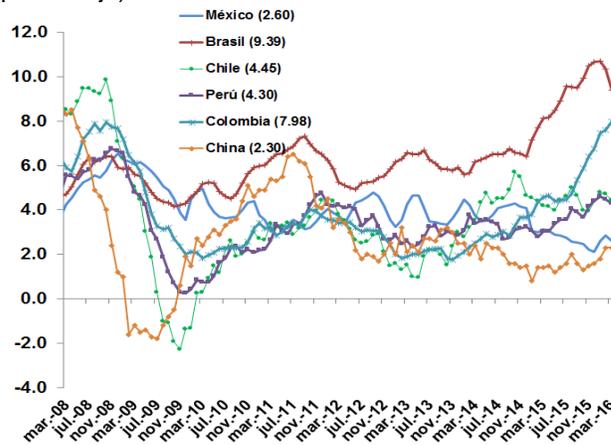
En América Latina, la inflación en las principales economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación se ha mantenido en niveles elevados y por arriba de las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de México.

En Brasil, la tendencia al alza en la inflación alcanzó, en febrero, su nivel más alto desde noviembre de 2003. El aumento de la tasa de inflación ha estado influenciado, entre otros factores, por ajustes de política fiscal (menores subsidios a los combustibles y a la energía eléctrica e incremento del impuesto de ventas a algunos productos de consumo); factores climáticos (tanto sequías como inundaciones) que han reducido la oferta de alimentos; y por la depreciación del tipo de cambio respecto al dólar estadounidense, la cual se acentuó en 2015. Ante ese contexto, el Banco Central de Brasil ha impulsado desde 2013 un incremento gradual de la tasa de interés de referencia (Selic), llevándola desde 7.25% a 14.25%, tasa que se ha mantenido estable desde julio de 2015.

En México, la inflación se ubica cerca de la meta establecida por el Banco de México (3.0% +/- 1 p.p.), influenciada por la reducción en el precio de las comunicaciones, ante la mayor competencia observada en dicho sector a raíz de la Reforma Constitucional de Telecomunicaciones, así como por la moderación en los precios internacionales del petróleo y sus derivados. Sin embargo, recientemente hubo un alza en la inflación asociada al repunte en los precios de los alimentos y la depreciación de la moneda respecto al dólar estadounidense, lo que motivó a que el Banco Central incrementara en 50 puntos básicos la tasa de interés objetivo, situándola en 3.75%, su nivel más alto desde septiembre de 2013.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de las Economías Emergentes (1)
2008-2016
(porcentaje)



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

En Centroamérica y la República Dominicana la tendencia a la baja en la inflación durante 2015 se ha revertido en la mayoría de países, en un contexto en que el efecto del choque de oferta externo relativo a los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados, aunque continúa, se ha venido diluyendo. No obstante, en la mayoría de países de la región, la inflación aún se encuentra por debajo del límite inferior de la meta establecida por los bancos centrales. En términos de tasa de política monetaria, únicamente Costa Rica la redujo, en enero.

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 del 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 3.2%, levemente superior a lo observado en 2015 (3.1%), en tanto que para 2017 se prevé una tasa de 3.5%. La modesta recuperación de las economías avanzadas, debido a una combinación de una menor demanda y bajo crecimiento potencial, luego de la crisis económica y financiera de 2008 y 2009, se estaría consolidando gradualmente en el transcurso de 2016 (1.9%) y de 2017 (2.0%); 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 2.2% en 2016 y 2.4% 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 de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC), reflejan la expectativa de que la economía continuará fortaleciéndose 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 FOMC 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 1.5% en 2016 y en 1.6% en 2017, 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).

En el Reino Unido, el crecimiento económico estaría ubicándose en torno a 2.0% en 2016 y 2.2% en 2017; sin embargo, persiste la incertidumbre sobre su eventual salida de la Unión Europea, situación que se resolvería luego del referéndum del 23 de junio próximo. Se anticipa que la inflación se ubique en 1.3% en 2016 y en 1.9% en 2017.

En Japón, luego del débil crecimiento en 2015 (0.5%), se considera que el estímulo fiscal y monetario, los bajos precios internacionales del petróleo y un mayor ingreso real contribuyan a una leve mejora en la actividad económica en 2016 (0.7%), para luego moderarse en 2017 (0.3%), cuando se implementaría el aumento de 2.0% en el impuesto al consumo, el cual se ha venido postergando. 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 6.5% en 2016 a 6.1% 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% para 2016 y en 2.0% para 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, las perspectivas de crecimiento se contraerán en 2016 (-0.5%), mientras que para 2017 se prevé una mejora (1.5%). El mejor desempeño de algunos países que continúan creciendo modestamente, ha estado apoyado por fuertes 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 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 esa senda de contracción en 2016 (-3.8%); mientras que se estancaría en 2017 (0.0%). 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 (2.6% en 2016 y 2.9% 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 deberían impulsar 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 el 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, destacan: a) la persistente turbulencia en los mercados financieros que, aunado a la caída en los precios de los activos, incide en las primas de riesgo y en las tasas de interés; b) el efecto riqueza, asociado a la baja en los precios de los activos que podría impactar en el consumo y, consecuentemente, en el crecimiento de las economías avanzadas, debilitando aún más la inversión en el sector energético, especialmente en los Estados Unidos de América; c) la cartera en mora en la Zona del Euro; d) el incremento de la aversión al riesgo a nivel mundial que provoca una importante reversión del flujo de capitales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, que podría generar condiciones financieras aún más restrictivas para estas economías y una mayor depreciación en sus monedas; e) una desaceleración económica mayor a la esperada en la República Popular China, con fuertes impactos en el comercio mundial, en los precios de las materias primas y en la volatilidad de los mercados financieros; f) una caída persistente en los precios internacionales del petróleo que podría erosionar los ahorros fiscales; y g) la intensificación de las tensiones geopolíticas, relacionadas con el terrorismo, la crisis migratoria en Europa y las epidemias mundiales que podrían tener efectos derrame negativos. 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)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Principales socios						
Estados Unidos	2.4	2.2	2.4	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	1.6	1.5	1.6	0.2	0.9	1.2
México	2.5	2.6	2.9	2.1	3.3	3.0
Otros socios						
Colombia	3.1	2.5	3.0	6.8	5.3	3.3
Japón	0.5	0.7	0.3	0.3	-0.2	1.6
Brasil	-3.8	-3.8	0.0	10.7	7.1	6.0
Chile	2.1	1.5	2.1	4.4	3.5	3.0
Perú	3.3	3.7	4.1	4.2	3.4	2.5
Reino Unido	2.2	2.0	2.2	0.1	1.3	1.9
China	6.9	6.5	6.1	1.6	1.8	2.0
Mundial	3.1	3.2	3.5	2.9	2.9	3.1
-Economías avanzadas	1.9	1.9	2.0	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)	-0.1	-0.5	1.5	6.2	5.0	4.2
-América Central	3.7	3.7	3.7	1.7	3.8	4.2
Principales socios (2)	2.4	2.3	2.5	1.1	1.5	2.4

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, abril de 2016. *Consensus Forecasts* a marzo de 2016 y reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a marzo 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 cuarto trimestre de 2015 registró una tasa de crecimiento interanual de 4.1% (ver detalle en Anexo 1). 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; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; industrias manufactureras; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que en conjunto explican alrededor de 80% 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.

Con base en dichos resultados la economía guatemalteca creció 4.1% en 2015, similar al crecimiento registrado en 2014 y superior al PIB potencial (3.5%).

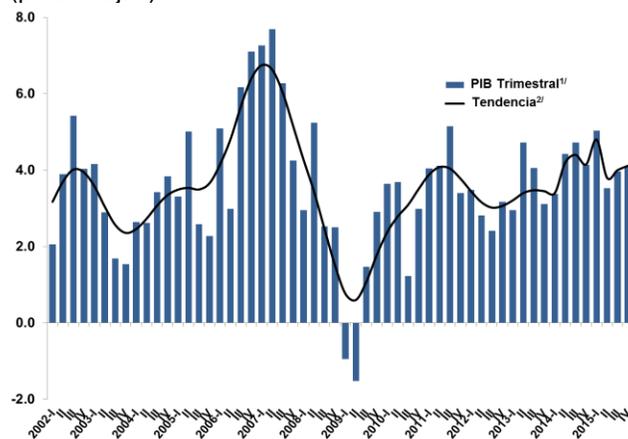
Las expectativas sobre la actividad económica continúan siendo favorables; en efecto, a febrero el IMAE registró un crecimiento de 3.4%⁴ y sustenta la estimación de crecimiento del PIB para 2016, revisada en abril (de entre 3.1% y 3.9%). El comportamiento del IMAE es resultado de la incidencia positiva de los sectores industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; transporte, almacenamiento y comunicaciones; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Adicionalmente, el crecimiento interanual de la serie original de dicho indicador fue de 2.6% (gráfica 14).

En marzo, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) se situó en 61.54 puntos, por arriba del nivel observado el mismo mes del año anterior (57.82 puntos). Vale subrayar que desde agosto del año anterior, cuando dicho indicador registró su menor nivel, este ha aumentado 39.87 puntos, lo que denota una

importante recuperación en la confianza de los agentes económicos y en las expectativas de estos sobre la actividad económica.

Gráfica 13

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)

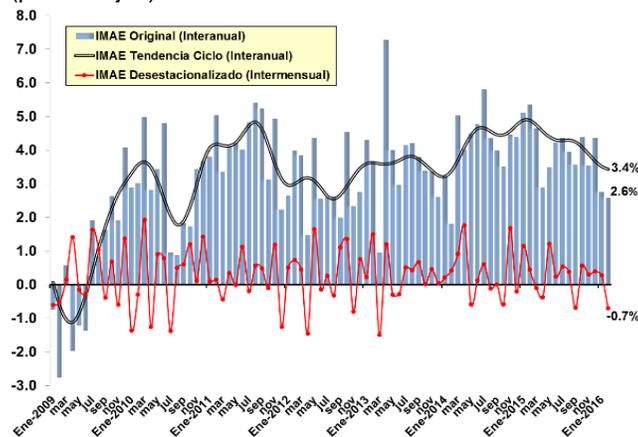


(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a diciembre de 2015.
(2) Proyectada a diciembre de 2015, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 14

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



(1) Base 2001 = 100.

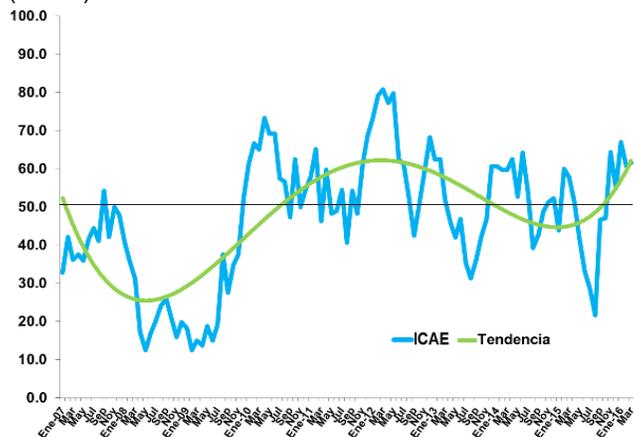
(2) Con información a febrero de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁴ Variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE.

Gráfica 15

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



(1) Con información a marzo de 2016.

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

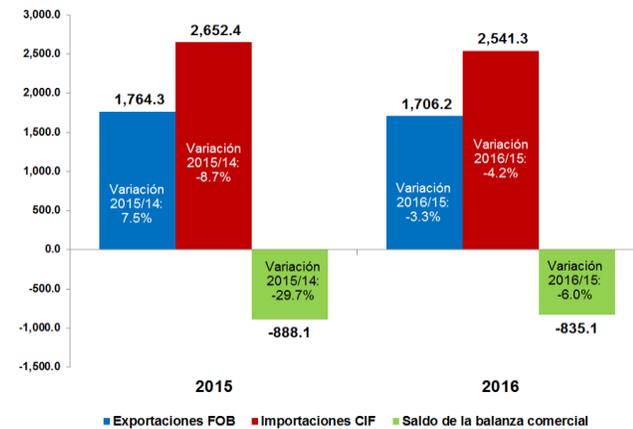
B. SECTOR EXTERNO

A febrero, 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 3.3% respecto a similar período de 2015, resultado de una disminución en el volumen, que contrarrestó el moderado aumento en el precio medio de exportación. El valor CIF de las importaciones de bienes disminuyó 4.2%, 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; no obstante, el volumen importado continua mostrando un dinamismo relevante.

La balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$835.1 millones, inferior en US\$53.0 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$888.1 millones). Con relación a los términos de intercambio, estos mejoraron respecto del año anterior, como se ilustra en el Anexo 2, debido a la persistencia de los bajos precios internacionales de los combustibles y lubricantes.

Gráfica 16

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



(1) Con información a febrero 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 (4.5%) ante la contracción de la demanda externa, contrarrestado, parcialmente, por el moderado aumento en el precio medio. Entre los principales productos que registraron disminuciones en el valor exportado destacan: azúcar, cardamomo, plomo, níquel, café y caucho natural. Por su parte, los productos que reflejaron los mayores aumentos fueron: artículos de vestuario, banano, frutas frescas, secas o congeladas y productos farmacéuticos.

El valor de las ventas al exterior del azúcar registró una caída de US\$38.8 millones (19.6%), derivado de la reducción tanto en el volumen exportado (17.1%), como en el precio medio de exportación (3.1%), al pasar de US\$18.08 a US\$17.52 por quintal. Según *The Public Ledger*⁵, la reducción del precio medio está asociada, por el lado de la oferta, a las perspectivas de incremento en la producción de Brasil, principal productor y exportador mundial, como resultado de condiciones climáticas favorables y de una menor utilización de caña para la producción de etanol; mientras que, por el lado de la demanda, se asocia a

⁵ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

una reducción en el consumo, principalmente, de Rusia y China. De acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (Asazgua), la reducción en el volumen exportado se explica por el retraso en el inicio de la zafra 2015-2016, debido a condiciones climáticas adversas (falta de lluvias) que disminuyeron los rendimientos del cultivo de la caña de azúcar.

El valor exportado de cardamomo disminuyó US\$19.4 millones respecto del mismo período de 2015 (34.7%), debido a la reducción en el volumen exportado (21.5%), asociada a la menor demanda, principalmente de Arabia Saudita; así como de la disminución en el precio medio por quintal (16.7%), el cual pasó de US\$360.74 a US\$300.18, debido a expectativas de una mayor producción en India.

En cuanto al valor exportado de plomo, este registró una disminución de 25.8% (US\$17.1 millones), debido a la reducción tanto en el volumen exportado (19.0%), como en el precio medio (8.3%). El comportamiento a la baja en el precio medio de exportación estuvo influenciado, entre otros factores, por la disminución en su cotización con otros metales y materias primas (distintas al petróleo y sus derivados) que han sido afectados por la débil demanda mundial; mientras que la disminución del volumen, es consecuencia de una menor exportación por parte de la Minera San Rafael, debido a la tendencia a la baja del precio internacional del plomo.

El valor de las exportaciones de níquel mostró una disminución de US\$12.8 millones (69.3%), asociado a la reducción registrada en el volumen exportado (51.0%) y en el precio medio (50.0%). El menor volumen responde a la disminución de las exportaciones de la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN), Minera Guaxilan y Minera Mayamérica, como resultado de la disminución del precio internacional.

El valor de las exportaciones de café mostró a febrero una disminución de US\$11.2 millones (9.8%), asociado fundamentalmente, a la disminución en el precio medio de exportación (17.3%), al pasar de

US\$182.09 a US\$150.50 por quintal, compensado, parcialmente, por el aumento de 9.1% en el volumen exportado. De acuerdo con *The Public Ledger*, la reducción en el precio medio se explica, en gran medida, por la mayor oferta mundial del aromático y por condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras de Brasil; mientras que el aumento en el volumen exportado responde, según la Asociación Nacional del Café (ANACAFÉ), a la implementación de los programas de fungicidas y cultivo de variedades resistentes a la roya.

Respecto al valor exportado de caucho natural, se registró una disminución de 42.5%, debido a la reducción tanto en el precio medio (24.5%), como en el volumen exportado (23.7%). Según el Banco Mundial, el comportamiento a la baja del precio medio de exportación se atribuye a la sobre oferta de dicho producto en algunos países asiáticos, así como a la caída en la demanda de la República Popular China (el principal país comprador), incidiendo a su vez, en la reducción del volumen, dado el menor incentivo para exportar.

Las ventas al exterior de artículos de vestuario aumentaron US\$20.1 millones (10.5%), resultado, principalmente, del incremento en el volumen exportado (10.5%), dado que el precio medio no registró una variación significativa. Dicho aumento en el volumen se asocia a una mayor demanda por parte de Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 90.0% de estos bienes.

El valor de las exportaciones de banano aumentó US\$16.2 millones (16.2%), explicado, por el incremento en el volumen exportado (18.1%), moderado por la disminución en el precio medio por quintal (1.6%), al pasar de US\$15.43 a US\$15.19. El alza en las ventas de la fruta se asocia a una mejora en la productividad, así como por un incremento en las áreas de cultivo, debido a la mayor demanda externa. Por su parte, la disminución en el precio internacional obedece, fundamentalmente, a condiciones climáticas favorables

en algunos de los principales países productores, como Filipinas, Costa Rica y Colombia. Cabe indicar que alrededor de 91.0% de las exportaciones de dicho producto se destinaron a los Estados Unidos de América.

Por su parte, el valor de las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas aumentó US\$9.5 millones (17.6%), respecto al valor acumulado en similar período del año anterior, explicado, por el aumento tanto del volumen exportado (13.4%), ante la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América, como por el incremento del precio medio (2.4%). Destacó la exportación de sandía, papaya y mango.

El valor de las ventas al exterior de productos farmacéuticos se incrementó en US\$9.0 millones (21.2%), reflejo del aumento en el precio medio (16.2%) y en el volumen exportado (4.3%). El aumento en el valor exportado es consecuencia de mayores ventas a Panamá, Nicaragua, Costa Rica, Honduras y El Salvador, países que compran más del 80.0% de estos productos.

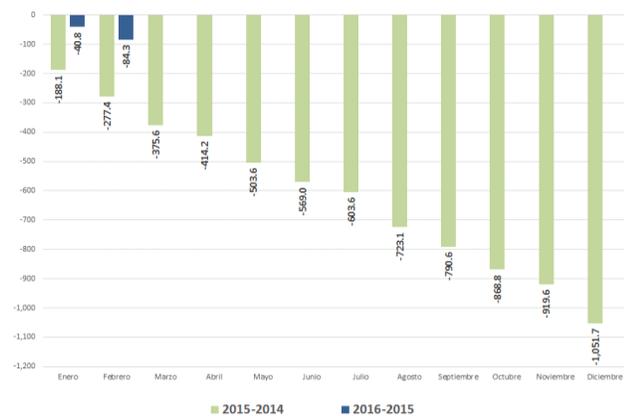
Por su parte, la disminución del valor CIF de las importaciones (4.2%), estuvo determinado por la reducción en el precio medio (14.0%), efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen importado (11.6%). El referido comportamiento se explica por la reducción del valor importado del rubro combustibles y lubricantes (21.7%), asociado a la caída de 33.1% en el precio medio y compensado, parcialmente, por el incremento en el volumen de 18.6%; de materias primas y productos intermedios (8.1%); y de bienes de capital (3.1%). Por su parte, los rubros de bienes de consumo y de materiales de construcción registraron incrementos de 7.5% y 5.8%, respectivamente.

Dado que sigue evidenciándose una caída moderada en el precio internacional del crudo, se continúa generado un ahorro, aunque en menor medida, en el rubro de combustibles y lubricantes, ya que con cifras acumuladas a febrero, se registró una reducción

de US\$84.3 millones, al pasar de US\$387.7 millones en 2015 a US\$303.4 millones en 2016. El incremento en el volumen importado responde a la mayor demanda, producto del menor precio de los combustibles y al aumento del parque vehicular. Vale la pena indicar que, derivado del comportamiento que mantuvo el precio medio y el volumen de los combustibles y lubricantes a lo largo del año anterior, se espera que el ahorro proveniente de este rubro se vaya disipando a lo largo del año.

Gráfica 17

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



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

Por su parte, el ingreso de divisas por remesas familiares a marzo de 2016 alcanzó un monto de US\$1,663.0 millones, superior en US\$267.1 millones (19.1%), respecto del monto observado en 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 los Estados Unidos de América; al incremento del número de guatemaltecos que viven en dicho país, que de acuerdo con estimaciones del banco estadounidense *Wells Fargo*⁶, el 70% de guatemaltecos envían remesas al país, siendo el promedio de envío

⁶ Corporación financiera estadounidense. Una de las principales entidades que intermedia el envío de remesas de la comunidad latina.

superior al de los otros países del área; el temor de los migrantes guatemaltecos respecto al endurecimiento de las políticas migratorias en Estados Unidos de América, condicionado por las deportaciones selectivas desde finales de 2015 y principios de este año; y el efecto aritmético asociado a que el ingreso de divisas acumulado en los primeros tres meses del año es mayor al promedio registrado en otros años, particularmente en 2015, que estuvo ligeramente por debajo del valor histórico.

Al 31 de marzo de 2016, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$7,586.1 millones, menor en US\$165.1 millones al registrado en diciembre de 2015, y equivalente a cinco meses de importación de bienes que, 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 su ancla nominal. Adicionalmente, la flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente evitando que los ajustes se trasladen al empleo y a la producción. En ese contexto, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y plenamente conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas únicamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia. 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 factores estacionales. Al 31 de marzo de 2016, se registra una depreciación acumulada de 1.03% (0.87% en términos interanuales). A la misma fecha, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó compras de divisas por US\$137.3 millones,

equivalente a 1.39% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

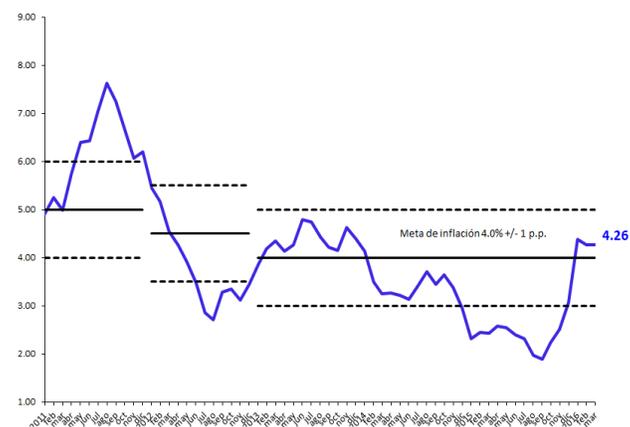
A marzo de 2016, el ritmo inflacionario se ubicó en 4.26%, dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1.0 punto porcentual). La trayectoria descendente del ritmo inflacionario, desde el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, 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 disminución

en el precio de los energéticos⁷ 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).

Gráfica 18

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Con información a marzo 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 significativamente entre septiembre de 2015 (8.00% y 8.23%, en su orden) y marzo de 2016 (3.36% y 0.31%⁸,

⁷ Incluye las gasolinas superior y regular, el diésel, el gas propano y el servicio de electricidad.

⁸ En marzo se registró un aumento importante en el rubro de agua potable, como resultado del incremento en la tarifa de dicho servicio en

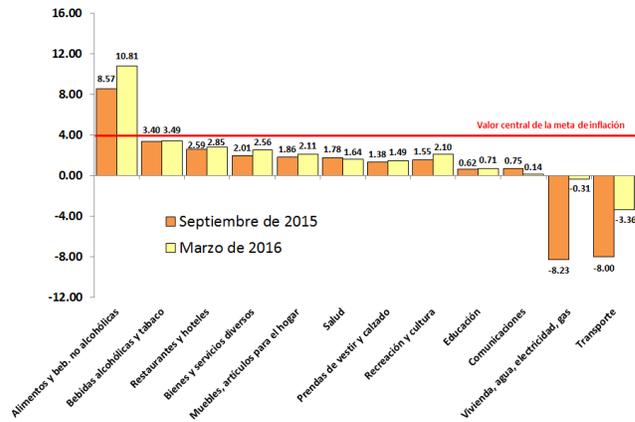
respectivamente) y aun cuando los precios de los energéticos continuaron en niveles históricamente bajos, estos no fueron significativamente inferiores a los observados el año previo, con lo cual se redujo la incidencia negativa de estas divisiones en el comportamiento del ritmo inflacionario, lo que permite inferir que este choque de oferta ha comenzado a desvanecerse. En segundo lugar, nueve⁹ de las doce divisiones de gasto del IPC no han ejercido una influencia significativa en el comportamiento de la inflación, dado que las variaciones de precios en estas divisiones son bajas (todas por debajo del valor central de la meta de inflación) y no presentan cambios relevantes en los meses recientes. Ello puede asociarse al hecho de que algunas de ellas siguen siendo influenciadas 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 comportamiento bastante dinámico (9.00% en promedio entre agosto de 2014 y septiembre de 2015) y en los últimos meses dicho comportamiento se exacerbó, registrando una variación de 10.81% a marzo de 2016.

la Región I (Metropolitana), lo cual redujo significativamente el efecto negativo que venía registrando esta división de gasto.

⁹ 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.

Gráfica 19

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



(1) Con información a septiembre de 2015 y marzo 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 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 salarios¹⁰, 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 alimentos¹¹. 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

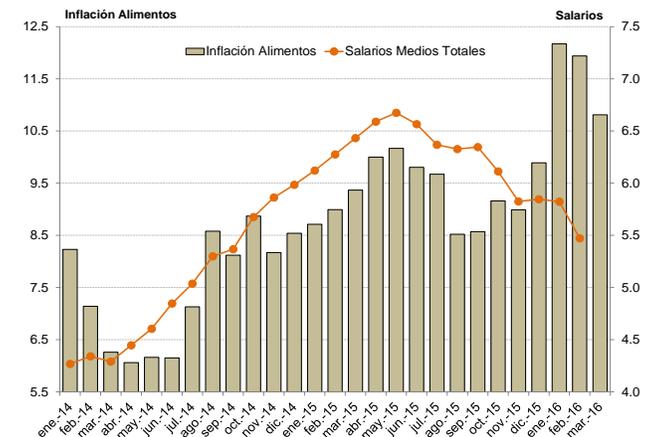
¹⁰ Se refiere a los salarios medios de los afiliados cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS).

¹¹ 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.

de alimentos también reflejó este 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 en los últimos meses 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 de 2016 y se prevé que se desvanezca durante el primer semestre del presente año¹².

Gráfica 20

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



(1) Con información a febrero de 2016.

(2) Con información a marzo 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.

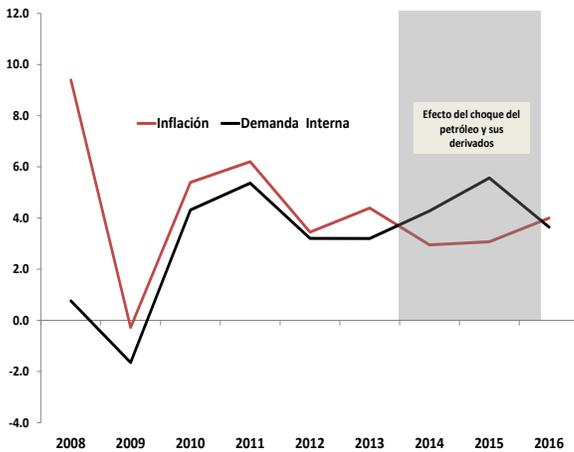
A manera de resumen, en la gráfica 21 se pueden inferir los efectos comentados anteriormente y de alguna manera anticipar el comportamiento que podría esperarse en la inflación, en ausencia de choques de

¹² 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.

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.

Gráfica 21

Inflación y Demanda Interna (1)
(porcentajes)



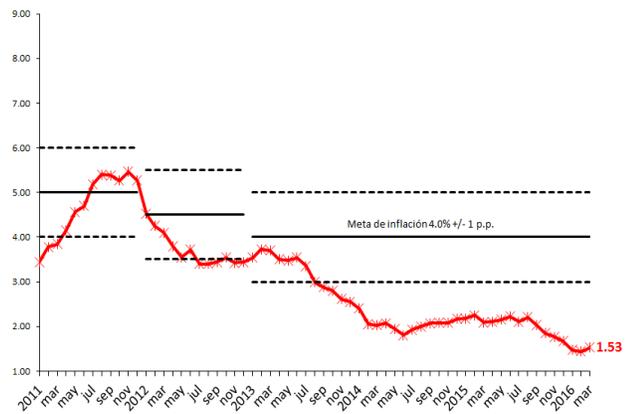
(1) Con información a 2015 y estimaciones para 2016.
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente, a marzo de 2016 fue de 1.53%, continuando con la tendencia a la baja que inició en el segundo semestre de 2015 (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 gasolineras 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)

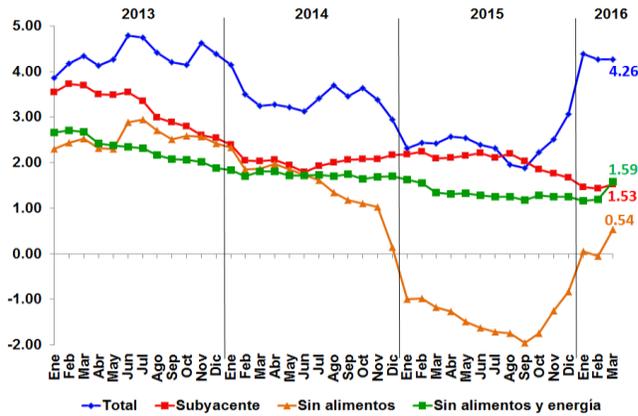


(1) Con información a marzo de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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

Gráfica 23

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



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

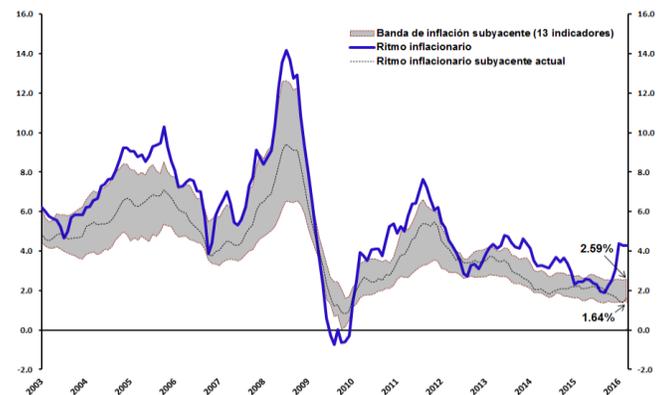
El Banco Central elabora 13 diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial¹³, es un indicador que, por lo general, 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 marzo de 2016, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.64% y 2.59%, 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.

¹³ Excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de toda la canasta para el mes en estudio.

Gráfica 24

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)

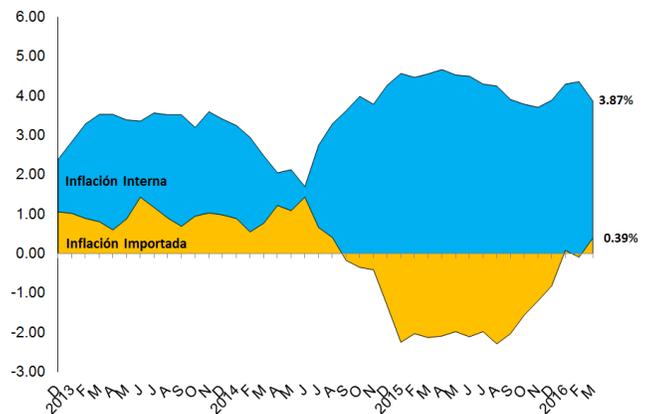


(1) Con información a marzo de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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 a medida que el impacto del precio internacional del petróleo y sus derivados, comenzó a disiparse (gráfica 25). A marzo de 2016, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.87% y 0.39%, respectivamente.

Gráfica 25

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



(1) Con información a marzo 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

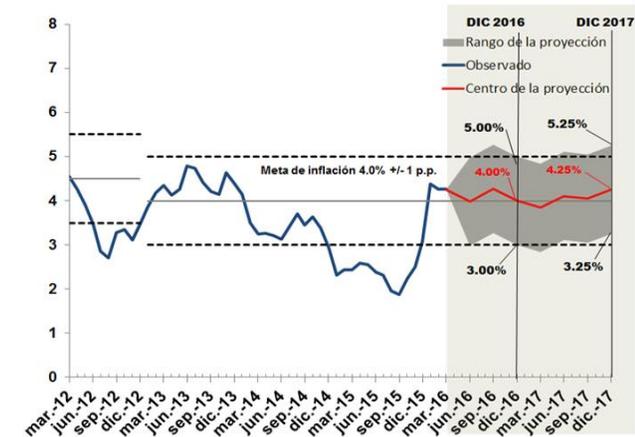
Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en valores entre 3.00% y 5.00% y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2016 y diciembre de 2017, respectivamente. Para 2016, el pronóstico se encuentra dentro de los límites inferior y superior de la meta de inflación (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 1.75% y 3.75% 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 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) estabilidad en el precio del servicio de electricidad durante 2016 y alzas en 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) comportamiento de la actividad económica de acuerdo al ciclo económico; ii) brecha del producto prácticamente cerrada, tanto en este año como para el siguiente; iii) menor dinamismo en el consumo privado en 2016 y estabilidad en 2017; iv) leve recuperación en el gasto de gobierno a partir de 2016; v) crédito bancario 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)



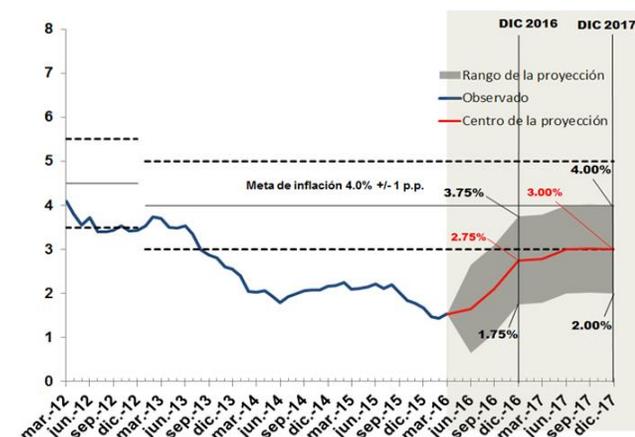
(1) Información observada a marzo de 2016 y proyectada a diciembre 2017.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Con relación a la proyección de inflación subyacente, se estima una ligera tendencia al alza, previéndose que se ubique entre 1.75% y 3.75% para 2016 y entre 2.00% y 4.00% para 2017.

Gráfica 27

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

b) Pronósticos de mediano plazo

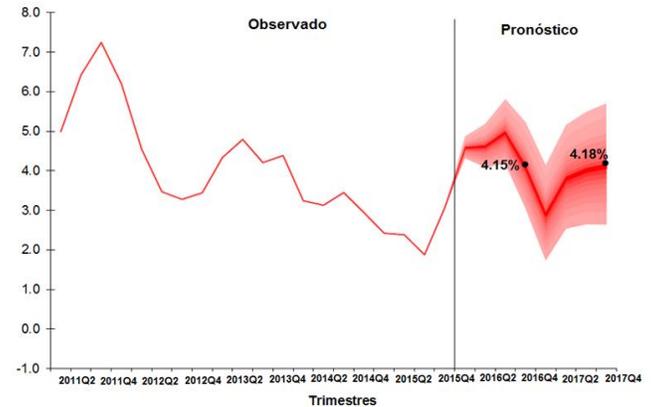
Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y del Modelo Macroeconómico Estructural (MME). Dichos modelos, en el escenario base, incorporan medidas futuras de política monetaria 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 febrero), 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 4.15% y en 4.18%, 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 y tercer trimestres de ese año y en 3.50% en el último trimestre de 2017.

Gráfica 28

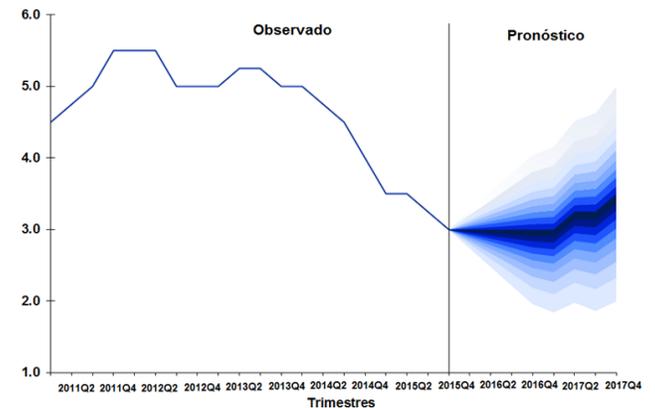
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)



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

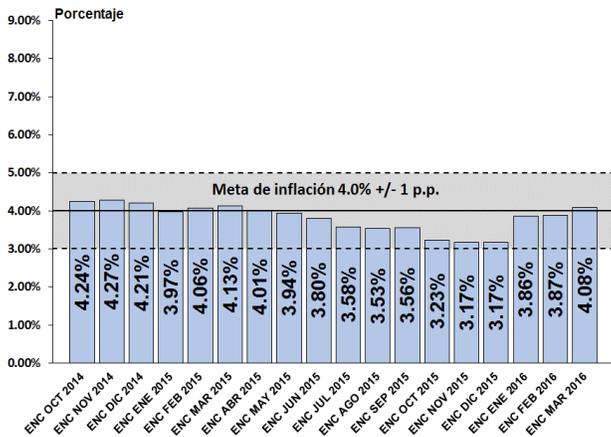
c) Expectativas de inflación

En marzo, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, revelan que las expectativas de inflación anticipan un incremento en la inflación, tanto para finales de este año como para el siguiente, aunque dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, para diciembre de 2016 se situaron en 4.08%, mientras que para diciembre de 2017 se situaron en 4.21%; en ambos casos con un margen de tolerancia de +/- 1 punto

porcentual. Según dichos analistas, los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria, el comportamiento del tipo de cambio nominal y la evolución de los precios internacionales de las materias primas.

Gráfica 30

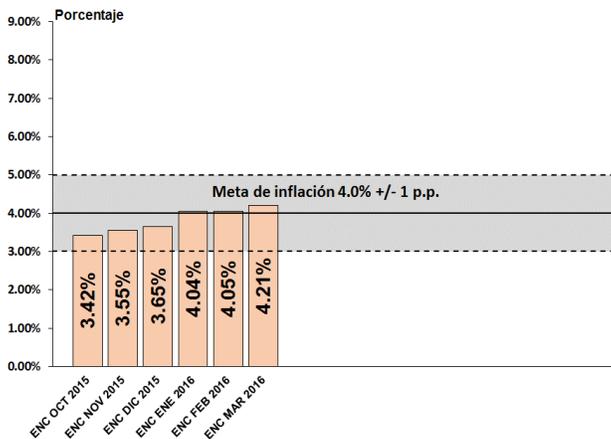
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2016 (1) (porcentajes)



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

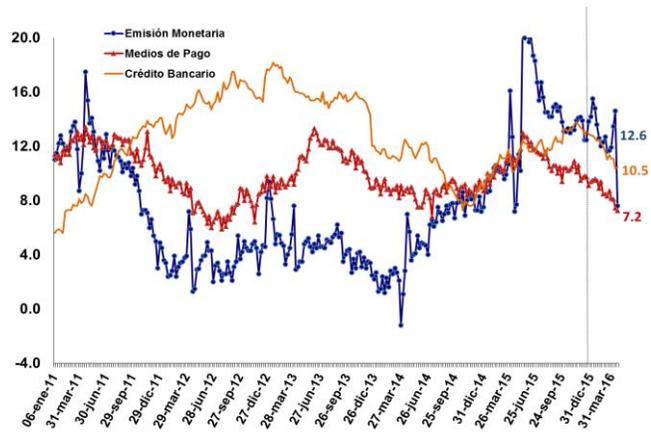
3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

Al 31 de marzo 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 31 de marzo de 2016. Fuente: Banco de Guatemala.

i) Emisión monetaria

Durante el primer trimestre del año, el ritmo de la emisión monetaria ha evidenciado una moderada tendencia a la baja, a pesar de registrar un crecimiento de dos dígitos (12.6%, en promedio, al 31 de marzo). 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 estimaciones de la emisión monetaria anticipan 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, respecto de 2015. En cuanto al componente cíclico vale destacar que, derivado que la semana santa en este año ocurrió con una semana de anticipación con relación al año previo, se estaría registrando un nivel muy superior en el saldo de la emisión monetaria, aunque temporal, estimándose que dicho efecto se disipe en el transcurso de las semanas siguientes. En línea con el retorno de la emisión monetaria a niveles tendenciales, se estaría previendo una reducción en su nivel, explicado por el efecto aritmético de la demanda adicional de efectivo (componente aleatorio) ocurrido en 2015, debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema.

Adicionalmente, la moderación reciente de la emisión monetaria se puede asociar a dos factores principales. El primero, relacionado con el coeficiente de preferencia de liquidez¹⁴, el que ha evidenciado una tendencia a la baja durante el primer trimestre del año, luego de registrar un incremento inusual en 2015, asociado, como se indicó, a rumores negativos acerca de un banco del sistema. En efecto, al 31 de marzo el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó en 0.1497 (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 contención del gasto público. De hecho, al 31 de marzo uno de los principales factores desmonetizantes que explican el comportamiento de la emisión monetaria es el aumento de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

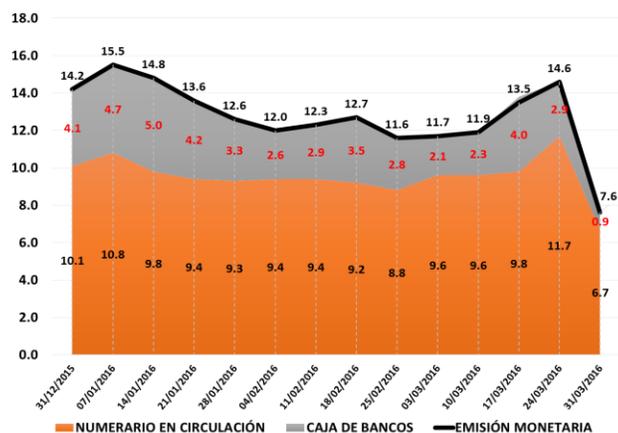
¹⁴ Corresponde a la razón del numerario en circulación y los depósitos totales y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación¹⁵ y caja de bancos¹⁶), se observa que al 31 de marzo el numerario en circulación registró un crecimiento interanual promedio de 11.8%, similar a los valores promedio observados en el primer trimestre del año anterior, con una incidencia de 6.7 puntos porcentuales (10.1 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2015); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual promedio de 17.5%, ritmo que, aunque continúa siendo relativamente alto, denota una normalización respecto de los valores cercanos al 36.0% que alcanzó en mayo de 2015. En términos de incidencia, la caja de bancos pasó de 4.1 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.9 puntos porcentuales el 31 de marzo (gráfica 33).

En ese contexto, se estima que la variación interanual de la emisión monetaria se ubicaría al finalizar el año en un rango entre 8.0% y 11.0%.

Gráfica 33

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



(1) Al 31 de marzo de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

¹⁵ Se refiere a los billetes y monedas en poder del público.

¹⁶ Corresponde a billetes y monedas, principalmente, en bóvedas de los bancos y dispensadores de efectivo.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 31 de marzo, registraron un crecimiento interanual de 7.2% (9.4% en diciembre de 2015), asociado al dinamismo del numerario en circulación y de las captaciones bancarias, especialmente en moneda nacional, lo que refleja la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en alrededor de 40.0%.

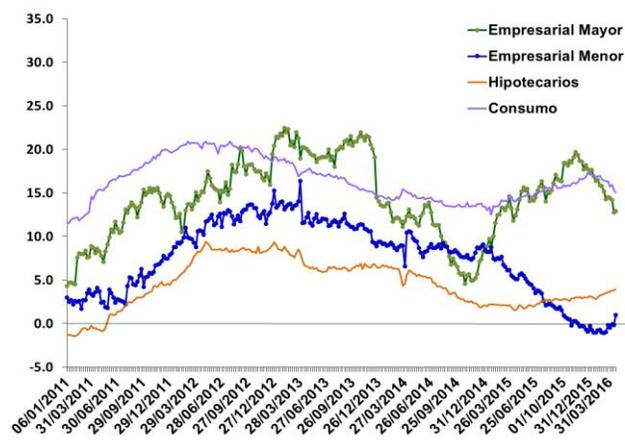
iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 31 de marzo registró un crecimiento interanual de 10.5%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (11.0%) como en moneda nacional (10.2%). Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo, aunque por encima del crecimiento del PIB nominal (7.2%) y de las captaciones bancarias (7.1%).

En el transcurso del primer trimestre el crédito bancario, conforme lo esperado, ha registrado una tendencia a la baja, asociada, principalmente, a la desaceleración observada en el crédito en moneda extranjera, resultado de una 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 una aceleración gradual en su ritmo de crecimiento, iniciada desde el segundo trimestre de 2015, resultado del aumento del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor (que representan el 45.0% y 33.0%, respectivamente, del crédito en moneda nacional). Al 31 de marzo, el crédito al consumo en moneda nacional registró un ritmo de crecimiento de 15.0%, en tanto que el crédito al sector empresarial creció 15.5%.

Gráfica 34

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



(1) Con información al 31 de marzo 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 por las captaciones bancarias y, en menor medida, con líneas de crédito del exterior.

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 (40.0%), consumo (15.4%) e industria manufacturera (8.5%).

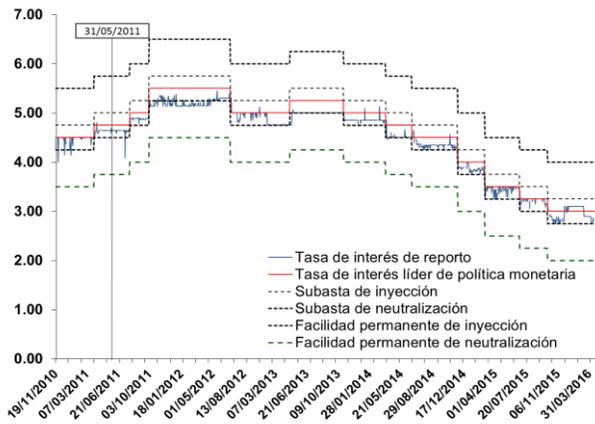
b) Tasas de interés

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, en el transcurso del primer trimestre de 2016 se ha ubicado, en promedio, 9 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria, pero dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de condiciones flexibles de liquidez en el mercado de dinero. Los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 35

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



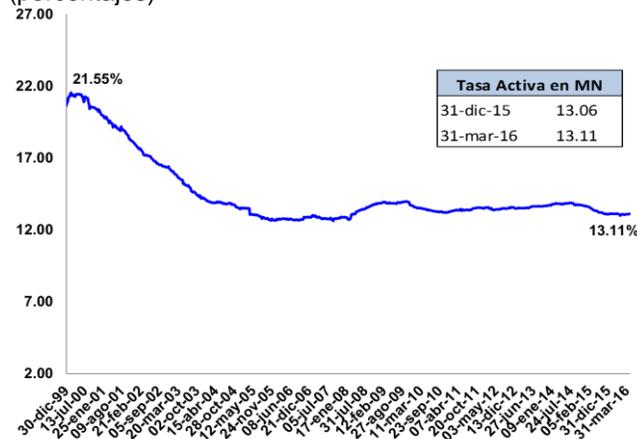
(1) Con información al 31 de marzo de 2016.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

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 13.49%, significativamente inferior a los niveles registrados en el lustro anterior.

Gráfica 36

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)

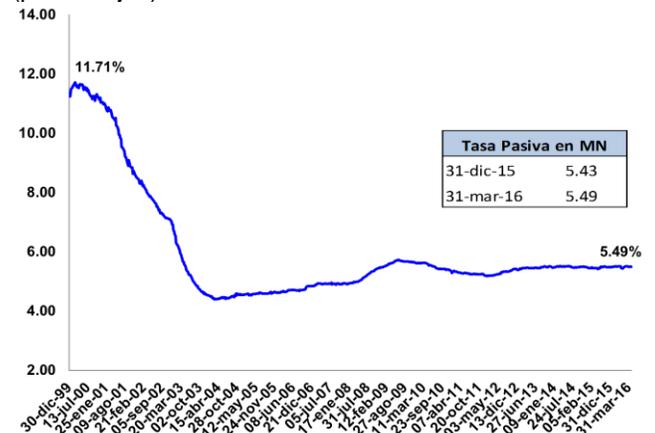


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de marzo de 2016.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Al 31 de marzo, la tasa de interés activa en moneda nacional aumentó 5 puntos respecto de diciembre de 2015, pasando de 13.06% a 13.11%; lo que se explica, principalmente, por el aumento de la tasa de interés destinado al microcrédito. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.49% (gráfica 37), 6 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 31 de marzo de 2016.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Tipo de cambio real de Equilibrio

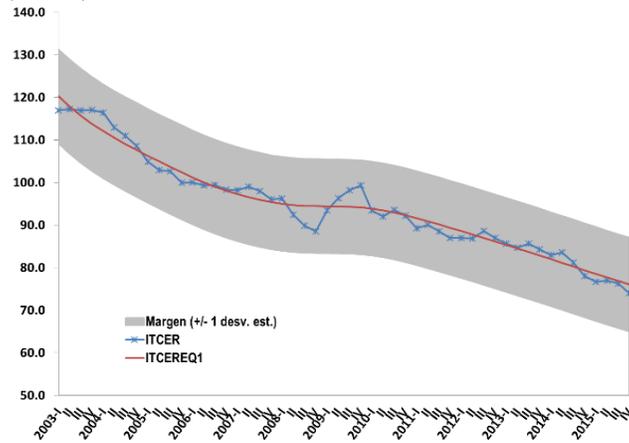
La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al cuarto trimestre de 2015, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio.

Los modelos 1 y 2¹⁷ estiman una leve sobreapreciación de entre 2.22% y 2.72% (gráfica 40), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar;

mientras que el modelo 3 registra un leve sobredepreciación de 0.47% (gráfica 41).

Gráfica 38

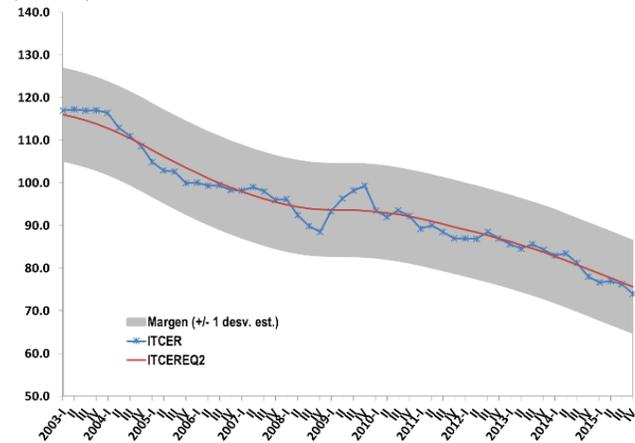
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(índice)



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

Gráfica 39

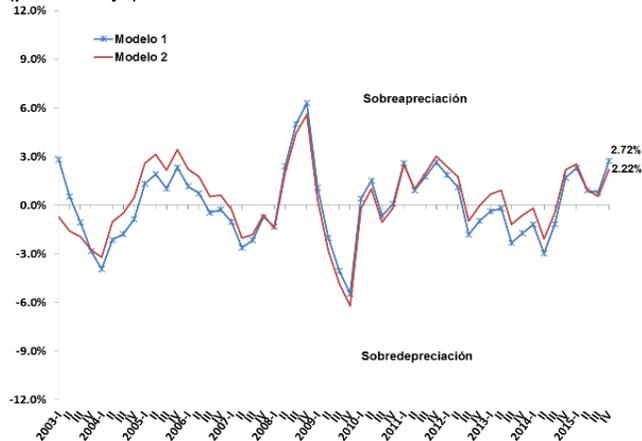
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)
(índice)



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

Gráfica 40

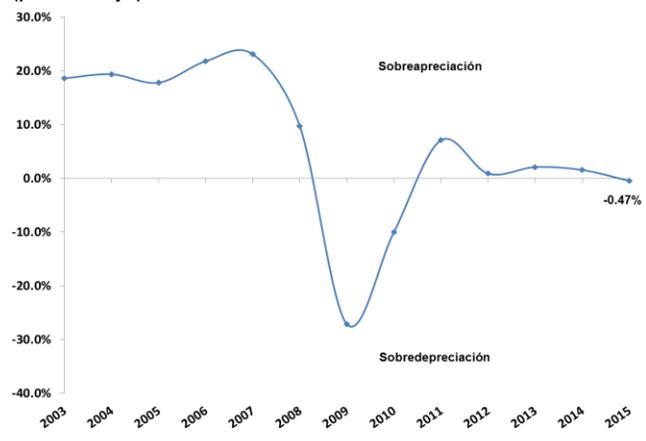
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(porcentaje)



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

Gráfica 41

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



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

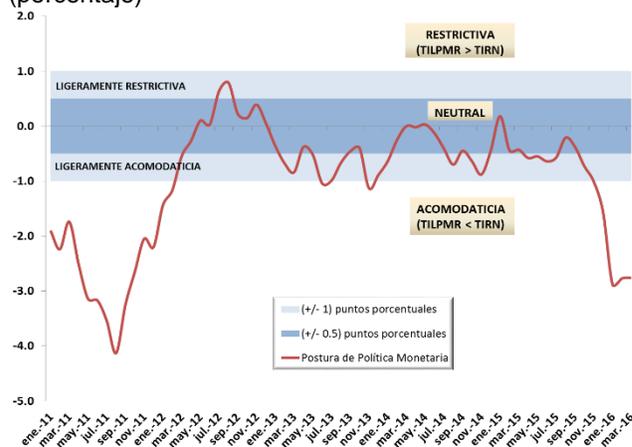
¹⁷ El modelo 1 se basa en la metodología de Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y 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.

d) Tasa de interés real neutral¹⁸

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)¹⁹. 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 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 marzo de 2016, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.

Gráfica 42

Postura de la Política Monetaria (1)
(porcentaje)



(1) Con información a marzo 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.

¹⁸ 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.

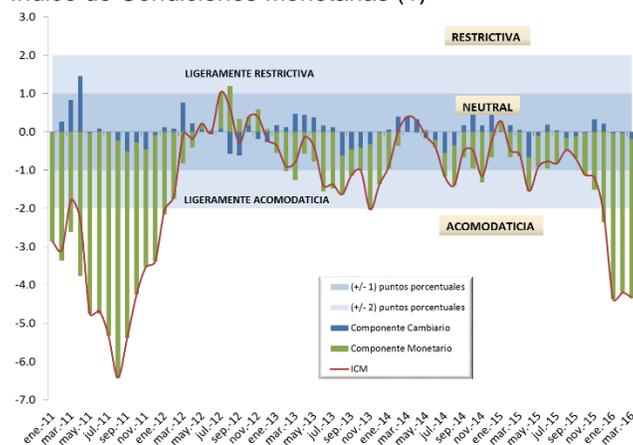
¹⁹ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

e) Índice de condiciones monetarias¹⁸

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 marzo de 2016, el indicador se ubica en la región acomodaticia.

Gráfica 43

Índice de Condiciones Monetarias (1)



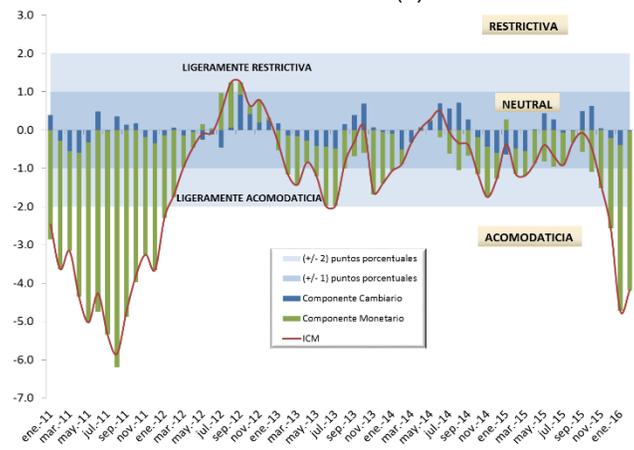
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a marzo de 2016.

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 febrero 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 millones²⁰, que equivale a 13.5% del PIB, el cual es el más bajo en los últimos veinte años, previéndose un déficit fiscal de Q8,379.6 millones (1.6% del PIB), el que será cubierto, principalmente, mediante la colocación de bonos del tesoro.

En dicho presupuesto, los ingresos tributarios alcanzarían 10.4% del PIB, lo que supondría un crecimiento interanual de 9.7% respecto de 2015, meta que a la luz del desempeño reciente de la recaudación tributaria y en ausencia de medidas que contribuyan al fortalecimiento de la administración tributaria será difícil de lograr, poniendo en riesgo el financiamiento del gasto

²⁰ 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.

público. Ante dicho panorama, el Organismo Ejecutivo emitió las Normas de Control y Contención del 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.

Por otra parte, en febrero, el Organismo Ejecutivo presentó ante el Organismo Legislativo la iniciativa de ley 5023, la cual, entre otros aspectos, pretende ampliar la emisión de bonos del tesoro por Q1,633.6 millones, cuyo destino sería el financiamiento de importantes rubros de gasto, los cuales dadas las condiciones de deterioro en la recaudación fiscal, no podrían ser financiados con fuentes tributarias. De acuerdo con dicha iniciativa, la ampliación de bonos del tesoro se realizaría mediante la sustitución de fuentes de financiamiento externo, en cuyo caso no modificaría el presupuesto de ingresos ni el déficit fiscal previsto de 1.6% del PIB.²¹

Por otra parte, el presupuesto aprobado para este año incluye la asignación presupuestaria para restituir las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2014, por Q1,710.6 millones. Sin embargo, en el caso de que dichos recursos sean reorientados al gasto público, como sucedió el año anterior, el déficit fiscal se ubicaría en 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

²¹ El 31 de marzo de 2016, la Comisión de Finanzas Públicas y Moneda del Congreso de la República de Guatemala emitió dictamen favorable a la iniciativa de ley 5023. Entre los principales cambios propuestos destacan: i) autoriza al Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) la colocación de la totalidad de los bonos del tesoro según las prioridades del Estado; ii) faculta al MFP para que pueda cambiar el destino de los bonos del tesoro por un monto de Q2,157.4 millones; iii) faculta al MFP utilizar la asignación presupuestaria para amortizar las deficiencias netas del Banco de Guatemala para el pago del servicio de la deuda pública y financiamiento del presupuesto; y iv) modifica el artículo 69 del Decreto 14-2015 (que amplía el presupuesto de 2016 por Q700.0 millones) para incluir préstamos que estén en ejecución y no tengan espacio presupuestario.

contrapartida correspondiente; es decir, se eleva el gasto público. Como se indicó en el documento de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia de noviembre de 2015, 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, la cual se considera un activo valioso para el país, no solo por la sociedad guatemalteca, sino también por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo.

1. Ingresos

Al 31 de marzo de 2016, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 2.4% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 1.5% que registraron los ingresos tributarios (93.2% de los ingresos totales) y de 15.7% 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 2.3%, sustentados en el dinamismo del Impuesto de Solidaridad, el cual aumentó 10.2%; en tanto que el Impuesto Sobre la Renta creció 0.2%, desempeño que según la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), fue afectado por el cambio de régimen en las actividades lucrativas, así como por la baja en la recaudación en las rentas de capital. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 1.1%, destacando el desempeño del IVA doméstico (4.1%), derechos arancelarios (11.2%) y del impuesto sobre la distribución de petróleo (10.9%), en congruencia con el dinamismo en el consumo privado; mientras que el IVA sobre las importaciones disminuyó 5.8%, 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 Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), al 31 de marzo de 2016, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q12,517.4 millones, equivalente a 96.7% de la meta para dicho período (Q12,943.5 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q426.1 millones (3.3%).

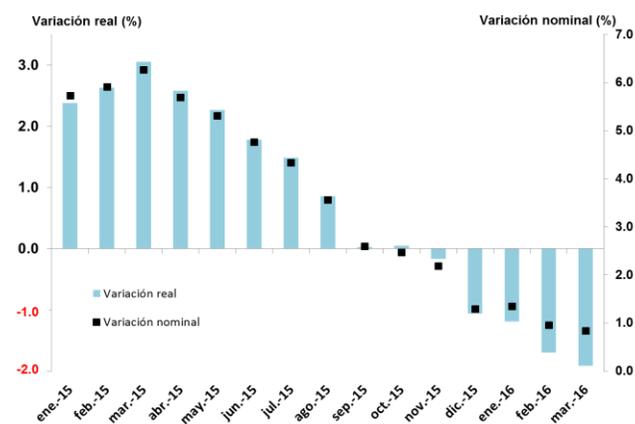
Cabe destacar que la recaudación tributaria ha tenido un constante deterioro desde abril de 2015, incluso ha registrado en los últimos cinco meses tasas de crecimiento interanual negativas en términos reales, lo que hace prever que difícilmente se alcance la meta de recaudación prevista en el presupuesto aprobado (carga tributaria de 10.4%), como se aprecia en la gráfica 45.

Gráfica 45

Recaudación Tributaria (1) (2)

Años: 2015-2016

(porcentajes)



(1) Variación interanual, media móvil de 12 meses.

(2) Cifras preliminares a marzo de 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

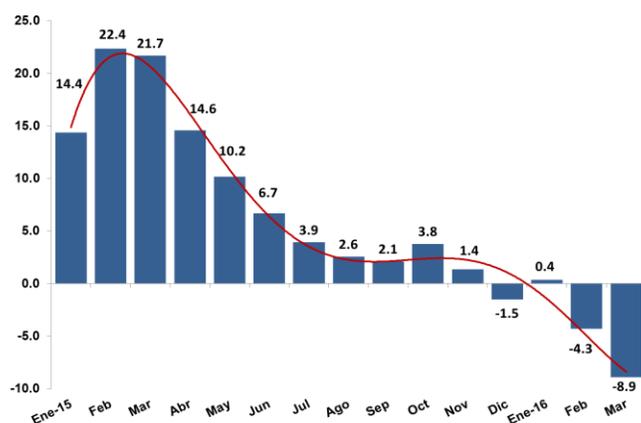
2. Gastos

Al 31 de marzo de 2016, el gasto público disminuyó en 8.9%, respecto de similar período del año anterior, debido entre otros factores, a la profundización del deterioro de la recaudación tributaria y al limitado acceso al financiamiento con los organismos financieros internacionales, lo que ha obligado al gobierno a continuar con la contención del gasto público. En efecto, el 15 de febrero del presente año, fueron emitidas la Normas de Control y Contención del Gasto Público 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) la prohibición de realizar contratos por servicios que excedan el ejercicio fiscal 2016; y iv) la suspensión en la adquisición de equipo de transporte, protocolo, nuevos arrendamientos de edificios y remodelación de oficinas.

Gráfica 46

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



(1) Cifras preliminares a marzo 2016.

(2) Variación interanual acumulada y tendencia.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

En el contexto anterior, al 31 de marzo de 2016, se registró una reducción en los gastos de funcionamiento y de capital de 5.8% y 25.8%, respectivamente. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, los bienes y servicios fueron menores en 36.5%, en contraste con los sueldos y salarios que crecieron 3.7%. El gasto de capital refleja la caída en la inversión directa (96.2%), principalmente, por la baja ejecución del gasto de infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 19.7%, menor a la registrada en 2015 (21.6%). Entre

las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (23.8%) y el Ministerio de Salud (22.8%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (4.0%) y el Ministerio de Desarrollo Social (2.8%).

3. Resultado fiscal y financiamiento

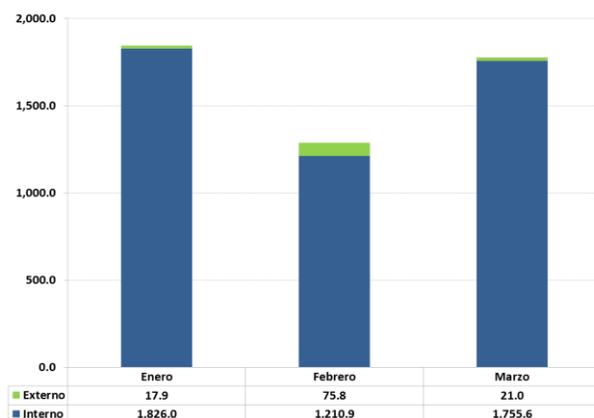
Como resultado de la referida contención del gasto público se generó un superávit fiscal de Q241.4 millones (0.0% del PIB), en tanto que en el mismo período del año anterior se registró un déficit fiscal de Q1,360.8 millones (0.3% del PIB). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento interno neto fue positivo en Q2,877.6 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q4,792.6 millones²², vencimientos por Q1,923.3 millones y primas por colocación de deuda interna por Q8.4 millones. En lo que respecta al financiamiento externo neto, este fue negativo en Q712.7 millones, derivado de desembolsos por Q114.8 millones y amortizaciones por Q827.5 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q2,406.3 millones.

Al 31 de marzo, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q64,492.5 millones, mayor en Q2,869.2 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\$7,410.9 millones, menor en US\$79.0 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2015 (US\$7,489.9 millones).

²² Al 31 de marzo se había colocado el 32.0% 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 lo colocado a la fecha, 99.2% se adjudicó en moneda nacional, al plazo de 15 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.45%.

Gráfica 47

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



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

Cuadro 3

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

Concepto	2015	2016	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	13,116.3	13,427.0	310.8	2.4
A. Ingresos (1+2)	13,100.5	13,413.1	312.6	2.4
1. Ingresos Corrientes	13,098.8	13,412.1	313.4	2.4
a. Tributarios	12,330.2	12,517.4	187.2	1.5
b. No Tributarios	768.6	894.8	126.2	16.4
2. Ingresos de Capital	1.8	1.0	-0.8	-44.8
B. Donaciones	15.7	13.9	-1.8	-11.5
II. Total de Gastos	14,477.1	13,185.7	-1,291.4	-8.9
A. De Funcionamiento	12,237.9	11,524.2	-713.6	-5.8
B. De Capital	2,239.2	1,661.5	-577.8	-25.8
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-1,360.8	241.4	1,602.2	-117.7
(-) Déficit				
IV. Financiamiento Total	1,360.8	-241.4	-1,602.2	-117.7
A. Interno	5,052.1	2,877.6	-2,174.5	-43.0
B. Externo	2,737.8	-712.7	-3,450.5	-126.0
C. Variación de Caja	-6,429.0	-2,406.3	4,022.8	-62.6
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	2.5	2.4		
Superávit ó Déficit / PIB	-0.3	0.0		

(1) Cifras preliminares.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA

I. MEDICIÓN TRIMESTRAL

A. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el cuarto trimestre de 2015, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; industrias manufactureras; y transporte, almacenamiento y comunicaciones. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 80% de dicho resultado.

El comportamiento observado en la Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se explica, principalmente, por el crecimiento de la actividad de bancos y financieras, como consecuencia del aumento en las comisiones efectivas y de los intereses netos percibidos, por la recuperación en las actividades auxiliares de intermediación financiera, especialmente, las relacionadas con tarjetas de crédito, así como por el incremento en las actividades de seguros.

El crecimiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo influenciado por un mayor volumen de producción de los cultivos tradicionales, en particular, de banano y de café, debido al incremento en la demanda externa, especialmente de banano, y a la renovación del parque cafetero, luego de los efectos negativos provocados por la plaga de la roya que afectó la producción en los últimos años. En el caso de los cultivos no tradicionales, su comportamiento se relaciona con el incremento de los cultivos de frutas (melón, plátano y sandía); tubérculos, raíces y hortalizas (papa, repollo, tomate y hortalizas de vaina), como consecuencia de una mayor demanda en el mercado externo.

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, bebidas y tabaco; enseres domésticos; artículos y aparatos para el hogar; muebles; vehículos automotores; y combustibles y lubricantes.

En la evolución positiva de los servicios privados, destacó el dinamismo de la actividad de mantenimiento y reparación de vehículos, debido, principalmente, al incremento observado en el parque vehicular y a una mayor demanda de este tipo de servicios. Por su parte, se evidenció un crecimiento en las actividades de hoteles y restaurantes, asociado al dinamismo observado en la actividad hotelera y en la demanda final de servicios de alimentación fuera del hogar y entrega a domicilio. Las otras actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, registraron un incremento, en virtud de una mayor demanda de servicios inmobiliarios, publicidad y actividades jurídicas y de contabilidad, así como de empresas de telecomunicaciones y de la intermediación financiera.

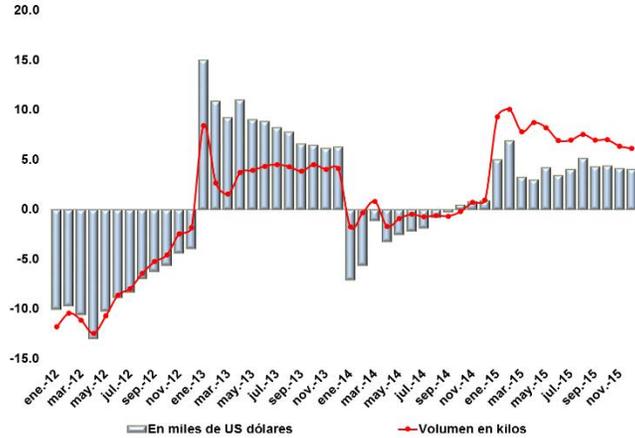
En el desempeño de la industria manufacturera incidió positivamente el incremento registrado en las actividades de alimentos, bebidas y tabaco; entre las que destacan: elaboración de alimentos preparados para animales; elaboración de bebidas malteadas y de malta; y producción de aguas minerales, como 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 de una mayor demanda externa de tejidos y prendas de vestir, principalmente por parte de Estados Unidos de América.

Finalmente, en el comportamiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, incidió el crecimiento de la actividad de correo y comunicaciones, vinculado al desempeño que evidenciaron las telecomunicaciones, ante la expansión

de los servicios de datos móviles y fijos, así como de los servicios de programación de televisión por cable o satelital y accesos de banda ancha. Asimismo, destaca el aumento de las actividades de transporte vía terrestre, relacionadas con las actividades agrícolas e industriales, y las de transporte complementarias y auxiliares, como resultado del incremento en el volumen de mercadería desembarcada en los puertos nacionales, debido al mayor volumen de importaciones de bienes.

Gráfica A1.1

Exportación de Textiles (1) (2) (3)
(porcentajes)



- (1) Incluye prendas de vestir y artículos de cuero.
 - (2) Variación interanual acumulada de las exportaciones de productos textiles en kilogramos y en US dólares.
 - (3) Con cifras a diciembre de 2015.
- Fuente: Banco de Guatemala.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2014	2015			
		IV	I	II	III	IV
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.7	2.3	3.8	2.6	2.4	4.0
Explotación de Minas y Canteras	0.6	27.1	26.7	-1.5	-0.1	10.1
Industria Manufacturera	17.9	3.8	4.2	3.3	4.0	2.3
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	4.5	4.3	2.4	4.7	6.4
Construcción	2.8	4.3	3.8	3.6	3.2	3.1
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	4.2	5.9	5.7	6.5	5.0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.5	3.8	4.1	3.3	2.7	3.1
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.1	14.4	13.2	13.5	13.0	18.1
Alquiler de Vivienda	10.0	3.1	3.1	3.0	3.1	3.1
Servicios Privados	16.0	3.8	4.9	3.3	3.7	2.7
Administración Pública y Defensa	8.0	1.2	4.2	1.0	2.1	3.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.1	5.0	3.5	4.0	4.1

(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.

B. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al cuarto trimestre de 2015, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 5.6%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento continuó siendo apoyado por el aumento del número de trabajadores afiliados al IGSS, de los salarios medios, de las remesas familiares y del crédito bancario al sector privado, principalmente, el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró una disminución de 2.3%, explicada, fundamentalmente, por la reducción en la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 2.2%, principalmente por la mayor inversión en construcción de edificaciones residenciales y no residenciales privadas y por el

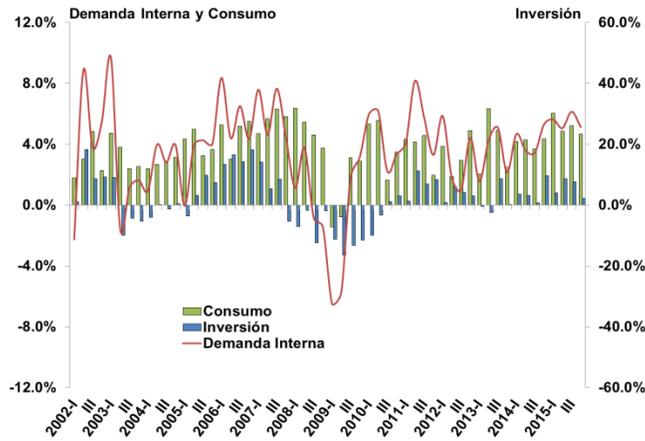
aumento, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de capital, especialmente las destinadas al transporte, la industria, las telecomunicaciones y la construcción.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una disminución de 0.1%, explicada, principalmente, por la reducción del volumen exportado de azúcar de caña, de cardamomo y de hilos e hilados; compensada, en parte, por el incremento en el volumen exportado de prendas de vestir, melón, banano y productos de plástico.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 6.5%, derivado del incremento en el volumen de importación de bienes de consumo duraderos; de materiales de construcción, de bienes de capital y de combustibles y lubricantes.

Gráfica A1.2

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



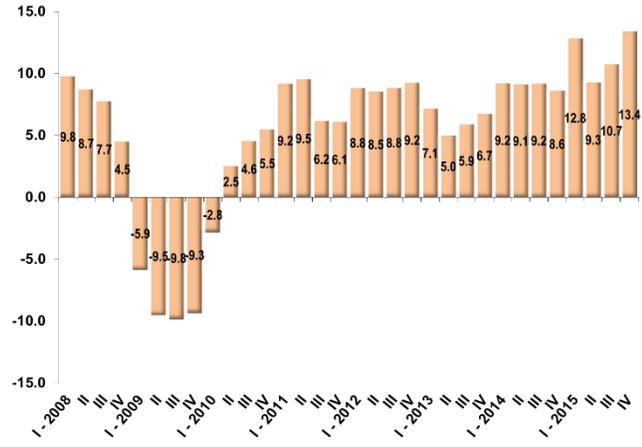
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a diciembre de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

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



(1) Variación interanual, con información a diciembre de 2015.

Fuente: Banco de Guatemala.

Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2014	2015			
		IV	I	II	III	IV
Demanda Interna		5.3	5.6	5.1	6.1	5.1
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	84.3	4.1	5.9	5.8	6.2	5.6
Gasto del Gobierno General	11.6	6.1	7.6	-2.0	-2.4	-2.3
Formación Bruta de Capital Fijo	14.5	9.6	4.0	8.6	7.6	2.2
Exportaciones de bienes y servicios	27.2	8.4	6.9	6.8	2.8	-0.1
(-) Importaciones de bienes y servicios	-37.9	6.8	8.2	8.9	12.0	6.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.1	5.0	3.5	4.0	4.1

(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.

II. MEDICIÓN ANUAL

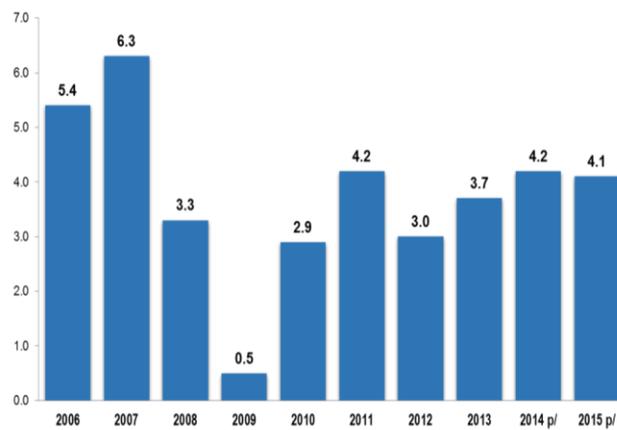
La actividad económica en 2015, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), registró un crecimiento de 4.1%, similar al del año previo (4.2%) y superior al PIB potencial (3.5%). Dicho crecimiento se explica, por el lado del gasto, por el mayor dinamismo de la demanda interna, en particular, del consumo privado; mientras que por el origen de la producción, destaca el desempeño positivo de las ramas de actividad económica siguientes: comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Dichas actividades económicas, en conjunto representaron alrededor de 75% de la tasa de crecimiento del PIB para 2015.

A. DESTINO DEL GASTO

En lo que corresponde a la demanda interna, resalta el comportamiento dinámico del gasto en consumo privado, asociado al aumento en el ingreso de los hogares, debido a una mejora en el salario medio; al incremento del ingreso de divisas por remesas familiares; al crecimiento del crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo; al efecto ingreso proveniente de la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados; y a la disminución en la inflación. Con relación a la demanda externa, destaca el dinamismo en el volumen de las exportaciones de banano; concentrados de níquel; grasas y aceites comestibles; hierro y acero; frutas frescas, secas o congeladas y azúcar, lo que denota la recuperación de la demanda de los principales socios comerciales del país.

Gráfica A1.4

Producto Interno Bruto Anual
Años: 2006 - 2015
(tasas de crecimiento anual)



p/ Preliminar.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2014	2015	2014	2015
1. DEMANDA INTERNA			4.3	5.6
GASTO DE CONSUMO FINAL	95.7	96.7	4.1	5.2
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	84.3	85.7	3.9	5.8
Gastos del Gobierno General	11.6	11.1	5.9	-0.1
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.5	14.7	4.4	5.5
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	27.2	27.1	7.9	4.0
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	37.9	39.6	7.0	8.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)			4.2	4.1

(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.

B. ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

En cuanto al origen de la producción, por su incidencia en la tasa de crecimiento del PIB, destaca la actividad de comercio al por mayor y al por menor, que registró un crecimiento de 5.8% (3.8% en 2014), como resultado del mayor flujo de bienes comercializados en la economía, reflejo del crecimiento observado en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno, debido a la mayor demanda de alimentos, bebidas y productos de uso doméstico; así como al mayor dinamismo en el volumen de bienes importados, entre los que destacan: la importación de vehículos, partes y accesorios de vehículos, combustibles y lubricantes.

El crecimiento de 3.5% registrado por las industrias manufactureras se explicó principalmente, por el incremento mostrado en las actividades de textiles y

prendas de vestir, asociado a una mayor demanda externa de dichos bienes por parte de los Estados Unidos de América, principal destino de estos productos. Asimismo, las actividades de otros productos manufacturados presentaron un mayor dinamismo, explicado por el crecimiento en las actividades de aserrado y productos de madera; papel, edición e impresión; productos químicos; y fabricación de materiales de construcción. Por su parte, el desempeño positivo de la actividad de productos metálicos, maquinaria y equipo se asoció al incremento observado en la producción de ferróníquel por parte de la compañía PRONICO, la cual inició operaciones en el segundo trimestre de 2014.

En cuanto a la Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares, el crecimiento de 14.5% en 2015 (9.2% el año previo), fue resultado del desempeño de la actividad de bancos y financieras, vinculado al

crecimiento del crédito bancario al sector privado y de las comisiones efectivas e intereses netos percibidos por este tipo de entidades, así como por el incremento en las actividades de seguros.

En cuanto a la actividad de servicios privados, esta mostró un crecimiento de 3.7% (3.3% en 2014), explicado, principalmente, por el incremento en los servicios de hoteles y restaurantes, que reflejó el dinamismo de la demanda por parte de los hogares, debido a la mejora en los ingresos reales; así como por parte de las instituciones políticas, durante el proceso electoral desarrollado en 2015. En adición, los servicios de reparación y mantenimiento de vehículos

evidenciaron un desempeño positivo, derivado del incremento en la importación de vehículos usados.

Finalmente, la actividad Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca registró un crecimiento de 3.3% (3.2% en 2014), debido al incremento en los cultivos de banano, hortalizas, frutas y ajonjolí, ante una mayor demanda externa de los principales socios comerciales del país. En 2015, parte de la actividad agrícola se vio afectada por la canícula extendida que incidió principalmente en la disminución de la productividad de los cultivos de café, cardamomo, maíz, arroz y frijol.

Cuadro A1.4

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

Ramas de actividad	Participación	2014	2015	Incidencias	
				2014	2015
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	3.2	3.3	0.34	0.34
Explotación de minas y canteras	0.9	46.7	8.4	1.02	0.22
Industrias manufactureras	17.6	3.2	3.5	0.60	0.65
Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	5.0	4.5	0.11	0.10
Construcción	2.8	4.4	3.4	0.18	0.14
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	3.8	5.8	0.70	1.12
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.3	3.0	3.3	0.23	0.24
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.9	9.2	14.5	0.32	0.51
Alquiler de vivienda	9.8	3.1	3.1	0.24	0.24
Servicios privados	15.7	3.3	3.7	0.44	0.49
Administración pública y defensa	7.8	2.8	2.7	0.21	0.20
PRODUCTO INTERNO BRUTO		4.2	4.1		

(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.

ANEXO 2

ANÁLISIS DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

I. INTRODUCCIÓN

El contexto económico internacional ha registrado en los últimos años considerable volatilidad, afectando, por ende, las relaciones comerciales y financieras a nivel mundial. Dado que Guatemala es un país relativamente abierto al comercio mundial, de acuerdo con la Organización Mundial de Comercio (OMC), interconectado moderadamente al mercado financiero internacional y que registra un flujo de migrantes constante, implica que el saldo de la cuenta corriente refleje estos fenómenos.

En efecto, el saldo de la cuenta corriente en Guatemala ha sido deficitario en los últimos años, pero con una tendencia a mejorar (reducir el déficit) asociada a factores estructurales y coyunturales, que han inducido, entre otros, a una reducción del déficit comercial (exportaciones menos importaciones), a un incremento en las transferencias corrientes netas (particularmente asociado al creciente flujo de remesas familiares), así como a un menor rendimiento de las inversiones extranjeras.

En 2015, con datos preliminares, se registraría un déficit de cuenta corriente de 0.3% del PIB, resultado significativamente inferior respecto de los datos históricos, razón por la que, en este anexo se desarrollan algunas consideraciones sobre los principales componentes de la cuenta corriente que están causando dicho comportamiento.

II. COMPONENTES PRINCIPALES DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS EN GUATEMALA

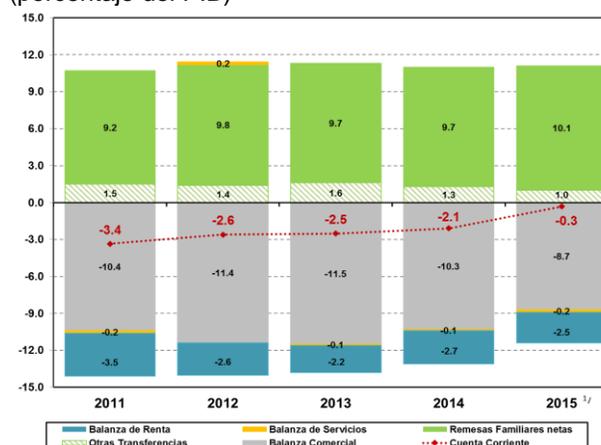
La cuenta corriente de la balanza de pagos está integrada por i) Balanza de Bienes, que registra el comportamiento de las exportaciones e importaciones de bienes, medidas a valores FOB; ii) Balanza de Servicios, donde se compilan las transacciones que se realizan por ventas de servicios al exterior y servicios comparados

del exterior; iii) Renta (denominado Ingreso Primario en la versión VI del Manual de Balanza de Pagos -VIMBP-), que se refiere a los montos por pagar y por cobrar a cambio de facilitar el uso temporal de mano de obra, recursos financieros o activos no financieros; y, iv) Transferencias Corrientes (Ingreso Secundario, según el VIMBP), que son recursos reales y financieros recibidos y otorgados sin compensación del o hacia el exterior por los residentes del país, y que por su naturaleza no tienen una contrapartida implícita.

El comportamiento del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos de los últimos cinco años, desglosado por sus principales componentes, refleja que normalmente se registran déficits en la balanza comercial y de servicios, así como en la renta, compensados parcialmente por el constante ingreso de divisas por remesas familiares y otras transferencias corrientes (donaciones).

Gráfica A2.1

Composición del Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (1)
(porcentaje del PIB)



(1) Cifras Preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Asimismo, refleja una reducción del saldo deficitario de la cuenta corriente, particularmente en 2015, lo cual se asocia, principalmente, a una

disminución del déficit de la balanza comercial, a un incremento en la participación de las remesas familiares, compensados parcialmente, por un moderado incremento en el déficit de la balanza de servicios, así como por una reducción en el déficit de la renta y en las otras transferencias corrientes, aunque estos últimos componentes con una incidencia considerablemente menor.

III. COMPORTAMIENTO DE LA BALANZA COMERCIAL DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS.

La economía guatemalteca es pequeña, abierta y en desarrollo²³; que es totalmente dependiente de la importación de combustibles y lubricantes, altamente dependiente de la importación de maquinaria y equipo (tecnología) y de productos de industria de alta transformación. Adicionalmente, existe un elevado grado de libertad de competencia en el país. Todo ello, implica que se registren considerables importaciones de bienes de consumo.

Por otra parte, el sector exportador es considerado básicamente de materias primas y de productos industrializados de transformación baja y media, en donde también, buena parte de la referida industria es dependiente de la importación de materias primas. No obstante, en los últimos años se ha registrado una considerable diversificación de producción de bienes y de destinos comerciales, que ha ayudado al crecimiento de las ventas realizadas al exterior.

En síntesis, las características productivas de Guatemala hacen al país altamente dependiente de las importaciones de bienes y servicios; en tanto que las exportaciones, por ser basadas en materias primas e industria de poca transformación, implican que la balanza comercial normalmente sea deficitaria, registrando niveles que superaron el 11% del PIB en

2012 y 2013, pero que se redujeron a niveles de 10.3% y 8.7%, en 2014 y 2015, respectivamente.

En la reducción del déficit de balanza comercial registrada en los últimos años, es fundamental el comportamiento de los precios internacionales de la mayoría de materias primas, en especial del petróleo y sus derivados.

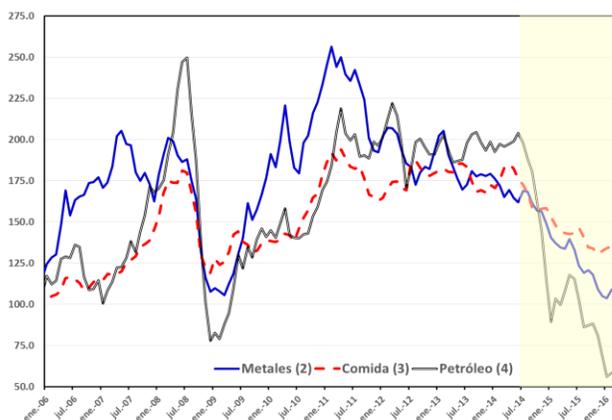
En efecto, de acuerdo con el FMI (2015), el precio internacional de las materias primas registró un considerable impulso desde principios de 2003, asociado, entre otros, al incremento en la demanda mundial, apoyado, particularmente, por el elevado ritmo de crecimiento económico de la República Popular China, aumento que se encontraba fundamentado considerablemente en la inversión y alta demanda de materias primas (China representó alrededor del 50% de la demanda mundial de metales y una buena proporción de la demanda de alimentos). Sin embargo, el incremento en los precios se vio también apoyado por algunos problemas de oferta (tanto por factores geopolíticos como por condiciones climáticas adversas); aspectos que fueron interrumpidos temporalmente por los efectos negativos de la crisis global económica y financiera de 2008-2009.

Dicho retroceso en los precios internacionales de las materias primas duro poco tiempo, por lo que para 2010, la mayoría de precios ya habían recuperado los niveles mostrados previos a la crisis; no obstante, a partir de 2011, las materias primas, con excepción del petróleo y sus derivados, empezaron a registrar una tendencia moderada a la baja, derivado, en buena medida, de la incertidumbre y lento crecimiento económico mundial (por los problemas en algunas economías avanzadas y la ralentización del ritmo de crecimiento de algunas economías de mercados emergentes y países en desarrollo), así como de condiciones climáticas favorables en los principales países productores de alimentos.

²³ Se refiere básicamente a una economía que es suficientemente pequeña, comparada a los mercados mundiales, que éste es un tomador de precios en mercados mundiales.

Gráfica A2.2

Índices de los Precios Internacionales de las Materias Primas (1)
(índice)



(1) Base 2005=100.

(2) Incluye los precios de cobre, aluminio, mineral de hierro, estaño, níquel, zinc, plomo y uranio.

(3) Incluye los precios de cereales, aceites vegetales, carne, mariscos, azúcar, plátanos y naranjas.

(4) Incluye el promedio simple de los tres precios al contado del Petróleo Brent, West Texas Intermediate (WTI) y el Dubai Fateh.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

Por su parte, el precio internacional del petróleo se mantuvo elevado, contrario a las otras materias primas, hasta que en el cuarto trimestre de 2014, a consecuencia de una combinación de factores de oferta y de demanda registró una considerable reducción. En efecto, la mayoría de analistas económicos coincide en que la referida reducción observada en el precio del crudo se explica más por factores de oferta que de demanda. En efecto, la oferta de crudo en el mercado se incrementó, principalmente, por el aumento en la producción de los Estados Unidos de América, asociado al uso de nueva tecnología (técnicas de fracturación hidráulica y perforación horizontal), que hizo que dicho país dejara de ser el principal importador de crudo a nivel mundial; así como por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener su nivel de producción, y el incremento de la producción de otros países no miembros de la OPEP, como Rusia y Brasil. En tanto que los factores de demanda, se asocian, principalmente, a la pérdida de dinamismo de los países de mercados emergentes y en desarrollo (especialmente

asociado a la reducción del ritmo de crecimiento de la economía china), así como por el moderado crecimiento de algunos países avanzados como la Unión Europea y Japón.

Es importante destacar que la caída del precio del petróleo en combinación con una apreciación significativa del dólar estadounidense y el mantenimiento de las condiciones descritas de incertidumbre sobre el crecimiento económico, provocaron que en 2015 y los primeros dos meses de 2016 se agudizara la reducción de los precios de todas las materias primas (Gráfica A2.2).

En términos generales, dicha reducción tiene un impacto significativo en la balanza comercial guatemalteca, dada la característica de tomador de precios del país, porque reduce el costo de una proporción de los bienes importados, pero también disminuye el precio negociado de buena parte de las exportaciones del país.

En ese sentido, el FMI (2015) señala que a nivel agregado los países importadores netos de derivados del petróleo podrían verse beneficiados por la reducción de estos precios internacionales y corregir, en parte, los desbalances comerciales, afectando positivamente el saldo de la cuenta corriente. En efecto, eso es lo que ocurrió con la balanza comercial guatemalteca, dado que en 2015 registró un déficit en relación al PIB de 8.7%, comparado con niveles de 10.3% y 11.5% en 2014 y 2013, respectivamente (Gráfica A2.1); apoyando, junto con otros factores, la reducción del saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En términos nominales, la baja en los precios internacionales de las materias primas afectó el valor de las exportaciones de bienes en 2015, ya que este registró una reducción equivalente a 1.6%, como resultado de una reducción de 9.0% en los precios medios de las exportaciones, que contrarrestó el incremento de 8.1% que se observó en el volumen exportado. Donde sobresalen las caídas de los precios del rubro de las exportaciones de las industrias

Extractivas (18.9%), que incluye, entre otros, plomo, zinc, níquel, hierro y acero; las Tradicionales (10.5%) que incluye las registradas por el petróleo, el café y el azúcar; en tanto que las reducciones en otros rubros fue de menor cuantía.

Es importante hacer notar que, todos los rubros registraron una mayor cantidad exportada. Dicho comportamiento refleja, en parte, el cambio que se ha registrado en los últimos años en la capacidad productiva del país, porque a pesar de la reducción de precios, las ventas al exterior se siguen incrementando.

Cuadro A2.1

Exportación de Bienes FOB (1)

Rubro	2014			2015		
	Valor Millones de US\$	Volumen Millones de Unidades	Precio Medio	Valor Millones de US\$	Volumen Millones de Unidades	Precio Medio
Exportaciones FOB	10,991.1	287.7	38.21	10,815.9	310.9	34.79
Extractivas (sin petróleo)	1,583.1	73.7	21.47	1,414.7	81.3	17.40
Agrícolas (sin café, banano y cardamomo)	957.7	30.5	31.36	956.3	32.9	29.07
Manufacturas (sin azúcar)	5,474.2	77.7	70.47	5,708.8	86.6	65.93
Tradicionales (café, banano, cardamomo, azúcar y petróleo)	2,788.5	105.7	26.38	2,599.9	110.1	23.61
Bienes Adquiridos en puerto por medios de transporte	187.6			136.2		
	Variaciones Absolutas			Variaciones Relativas		
Exportaciones FOB	-175.2	23.3	-3.4	-1.6%	8.1%	-9.0%
Extractivas (sin petróleo)	-168.4	7.6	-4.1	-10.6%	10.2%	-18.9%
Agrícolas (sin café, banano y cardamomo)	-1.4	2.4	-2.3	-0.1%	7.7%	-7.3%
Manufacturas (sin azúcar)	234.6	8.9	-4.5	4.3%	11.5%	-6.4%
Tradicionales (café, banano, cardamomo, azúcar y petróleo)	-188.6	4.4	-2.8	-6.8%	4.2%	-10.5%
Bienes Adquiridos en puerto por medios de transporte	-51.4			-27.4%		

(1) Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y Formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación.

Por su parte, el valor de las importaciones registró igualmente una reducción de 3.5%, como consecuencia de una caída en los precios medios de importación equivalente a 15.1%, compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen importado de 13.1%. En esta reducción, el impacto de la reducción en el precio del rubro de combustibles y lubricantes es significativo (39.9%), dado que las otras importaciones en su conjunto registraron un aumento en el valor, por la combinación de crecimiento del volumen importado y de los precios (cuadro A2.2).

Cuadro A2.2

Importación de Bienes FOB (1)

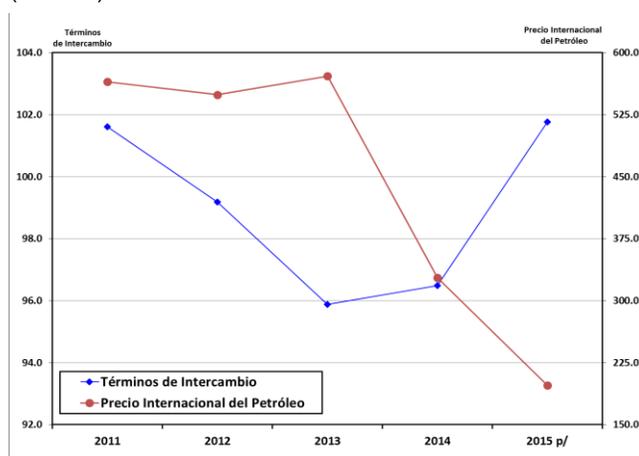
Rubro	2014			2015		
	Valor Millones de US\$	Volumen Millones de Unidades	Precio Medio	Valor Millones de US\$	Volumen Millones de Unidades	Precio Medio
Importaciones FOB	17,055.9	316.8	53.83	16,379.4	358.2	45.73
Combustibles y Lubricantes	3,354.3	126.6	26.49	2,298.7	144.3	15.93
Otras Importaciones	13,693.1	190.2	71.99	14,073.5	213.9	65.80
Bienes Adquiridos en puerto por medios de transporte	8.5			7.1		
	Variaciones Absolutas			Variaciones Relativas		
Importaciones FOB	-676.6	41.4	-8.1	-4.0%	13.1%	-15.1%
Combustibles y Lubricantes	-1,055.6	17.7	-10.6	-31.5%	14.0%	-39.9%
Otras Importaciones	380.4	23.7	-6.2	2.8%	12.4%	-8.6%
Bienes Adquiridos en puerto por medios de transporte	-1.4			-16.5%		

(1) Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y Formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

Para países como Guatemala, importadores netos de combustibles, la reducción que se registró de los precios internacionales de las materias primas, a pesar de que afectó el desempeño de las exportaciones, implica una ganancia de términos de intercambio. En efecto, para el caso de Guatemala se registró una mejora de los términos de intercambio que comenzó en 2014, pero que se consolidó a lo largo de 2015; mejora que es asociada, en buena medida a la reducción del precio internacional del petróleo.

Gráfica A2.3

Términos de Intercambio de Guatemala (1) y Precios Internacionales del Petróleo (2) (índices)



(1) Términos de intercambio con datos estimados de cierre preliminares, Base 2001=100.

(2) Datos del FMI, Base 2001=100.

Vale la pena recordar que la actividad económica guatemalteca se ha visto beneficiada no solamente por el dinamismo de la actividad de los agentes económicos privados locales, sino también de la incorporación de empresas de Inversión Extranjera Directa (IED), las cuales han incursionado en distintas ramas de actividad, como en electricidad, incorporando cambios sustanciales a la matriz energética nacional; minas y canteras, donde han puesto a funcionar minas de extracción de metales (preciosos y no preciosos); actividades agroindustriales; industria manufacturera; telecomunicaciones y la banca comercial, entre otros. Dichos cambios, impactaran igualmente el desempeño futuro de la balanza comercial, porque la diversificación de la producción nacional puede ser un parámetro adecuado de una incorporación más eficiente de Guatemala al contexto económico internacional.

IV. COMPORTAMIENTO DE LAS TRANSFERENCIAS CORRIENTES NETAS.

Las características económicas y sociales de Guatemala, han condicionado que el país sea un receptor neto de transferencias corrientes netas, especialmente la recepción de remesas familiares, pero también la recepción de otro tipo de donaciones, en su mayor parte privadas. En efecto, como se aprecia en la gráfica A2.1, la importancia de las remesas familiares respecto al PIB registró un aumento en 2015 después de haber permanecido constante en los años anteriores, mientras que las otras donaciones, registran una tendencia moderada a la baja.

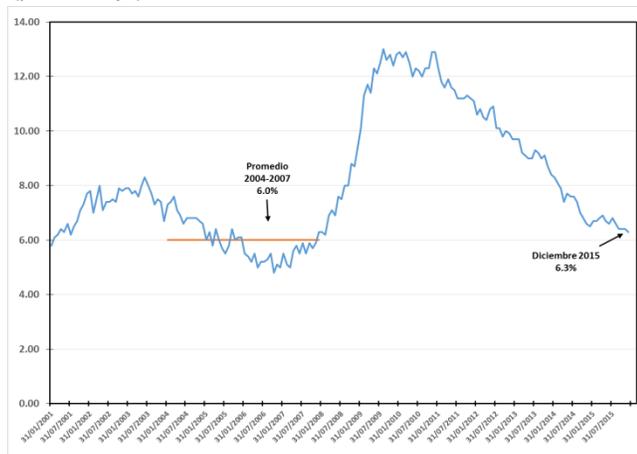
En lo que se refiere a las remesas familiares observadas en 2015, estas registraron un crecimiento, en términos nominales, de 13.4% respecto a 2014. Dicho comportamiento fue superior, tanto al desempeño inicialmente esperado, como al que registraron otros países del área; razón por la cual, es importante hacer un análisis detallado de los principales factores que coadyuvaron en el referido comportamiento.

Es importante recordar que alrededor del 98% de las remesas familiares proviene de los Estados Unidos

de América, razón por la cual se considera que uno de los principales factores que ha incidido en el referido comportamiento se asocia a la recuperación económica que registró dicho país en 2015, y que fundamentalmente se reflejó en una mejora del mercado laboral, el cual impacta también al nivel de desempleo hispano que alcanzó niveles similares a los que privaban previo a la crisis global de 2008-2009.

Gráfica A2.4

Estados Unidos de América
Tasas de Desempleo Hispano
(porcentaje)



Fuente: Departamento de Trabajo de los Estados Unidos de América.

Asimismo, otro de los factores que explican el comportamiento alcista de las remesas, es el constante crecimiento de la cantidad de guatemaltecos en el referido país; el cual, de conformidad a análisis realizados por PEW Research Center, *Hispanic Trends*, el número de personas nacidas en Guatemala viviendo en el referido país se incrementó un 21.5% en el período 2010-2013, comparado con crecimientos de 9.4% para El Salvador, de 10.7% para Honduras y de -1.3% para México, comportamiento que se estima se mantuvo en los años siguientes.

Cuadro A2.3

Hispanos Viviendo en Estados Unidos de América (1)
Considerando su País de Nacimiento
2000-2013
(miles de personas y porcentajes)

	2000	2005	2010	2013
Guatemala	319	551	741	901
		72.7%	34.5%	21.5%
El Salvador	539	851	1,140	1,248
		57.9%	34.0%	9.4%
Honduras	184	332	487	539
		80.4%	46.7%	10.7%
Nicaragua	156	190	236	238
		21.8%	24.2%	0.8%
México	8,664	10,856	11,708	11,557
		25.3%	7.8%	-1.3%

(1) Fuente: PEW Research Center, *Hispanic Trends, Demographic Profiles* 2015.

El crecimiento que se observa en la migración de guatemaltecos, puede estar asociada a aspectos como el incremento en el nivel de pobreza de los últimos años (como lo reflejan los resultados de la Encuesta Nacional de Condiciones de Vida, ENCOVI 2014) y la reunificación familiar. Tomando en consideración los vínculos familiares y la edad de los migrantes, algunos de estos buscarían llevarse a sus familiares más cercanos, como lo reflejan los problemas sociales que se dieron en la frontera sur de Estados Unidos de América con la cantidad de niños migrantes no acompañados a finales de 2014 y principios de 2015.

Adicionalmente, otro aspecto que pudo haber incidido en el referido comportamiento, es el discurso anti-inmigrante que promueve uno de los candidatos a la Presidencia de los Estados Unidos de América, quien a mediados de agosto del año pasado presentó su propuesta de reforma migratoria que atacaría frontalmente la inmigración ilegal proveniente de los países de la frontera sur; dicho lanzamiento, coincidió con un incremento en el envío de remesas familiares, especialmente en el caso de los guatemaltecos, dado que, a diferencia de otros países centroamericanos no

cuentan con un Estatus de Protección Temporal (TPS, por sus siglas en inglés)²⁴.

Finalmente, en lo que respecta al comportamiento de las otras transferencias corrientes, vale la pena indicar que, como estas son de naturaleza privada, dependerán de los distintos programas de apoyo que tengan los países, entidades o personas remitentes, registrando, como es normal, para un país que ha venido reflejando crecimiento económico adecuado, una reducción en la medida que tanto la actividad privada como pública puedan ir subsanando las necesidades de la población; razón por la cual, la moderada desaceleración es un comportamiento esperado.

V. COMPORTAMIENTO DE LA RENTA Y LA BALANZA DE SERVICIOS.

La contribución de la renta y de la balanza de servicios en la cuenta corriente es menor, dado que el monto de las transacciones que registran es considerablemente inferior a los de la balanza comercial y de las transferencias corrientes netas.

Tomando en consideración los saldos deficitarios de la cuenta corriente, los flujos recibidos por IED y el resto de financiamiento neto público y privado, es de esperar que el pago por la utilización de dichos recursos se incremente con el tiempo; no obstante, los bajos niveles de tasa de interés a nivel mundial y el menor rendimiento de las inversiones en actividades productivas de materias primas, asociada a los bajos precios a nivel internacional, implican que sea consistente que se reduzca el déficit de la balanza de renta, aunque moderadamente, como se ha venido observando en Guatemala.

Por otra parte, el incremento en el saldo deficitario de la balanza de servicios, puede asociarse, principalmente, al incremento en los servicios pagados por el servicio de transporte y seguro de mercancías, en consistencia con el dinamismo del comercio exterior de bienes; así como, al menor superávit registrado en otros

²⁴ A Honduras y El Salvador concedido en enero de 1999 y marzo de 2001, respectivamente.

servicios, como la actividad de turismo, los servicios de comunicación y los otros servicios profesionales.

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

El análisis efectuado refleja que 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.

Es importante destacar que la referida reducción será persistente en la medida que los fenómenos que la explican permanezcan vigentes en el presente año. En ese sentido, la información observada al 31 de marzo de los precios internacionales de las materias primas indica que estos se redujeron considerablemente en febrero, pero se recuperaron en marzo; por tanto, es de esperarse que se registre una recuperación de los referidos precios en el presente año, aunque no llegaría a los niveles observados en 2013.

En tanto que las remesas familiares presentan un comportamiento al alza por encima de los niveles registrados en 2015 (23.9% de crecimiento a febrero de 2016); no obstante, se espera que en lo que resta del año se modere dicho comportamiento, situación que hace prever que el impacto que este componente tendrá en el saldo de la cuenta corriente seguirá siendo relevante.

ANEXO 3

RELACIÓN ENTRE EL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO Y LA INFLACIÓN DE GUATEMALA

I. INTRODUCCIÓN

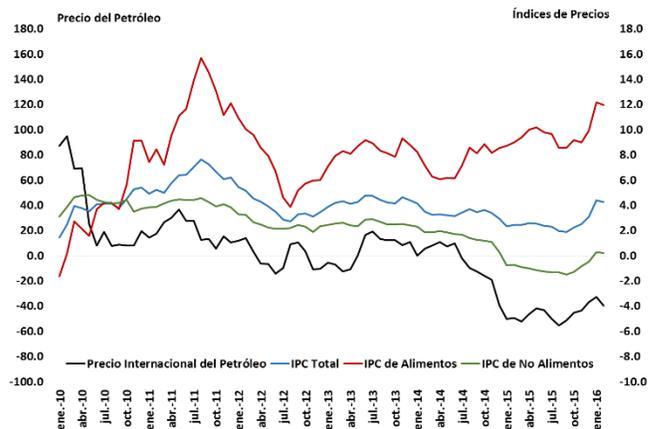
El objetivo de este anexo es evaluar cuál ha sido el impacto sobre la inflación de Guatemala (alimentos y no alimentos) de la variación interanual del precio internacional del petróleo, considerando que este ha experimentado reducciones significativas durante los últimos años. Para el efecto, se utilizan metodologías estadísticas y econométricas complementarias que permiten evaluar el efecto traspaso del choque externo del petróleo hacia las distintas medidas de inflación.

II. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN Y DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO

La gráfica A3.1 muestra las variaciones interanuales del precio internacional del petróleo y del Índice de Precios al Consumidor (IPC) total, de alimentos y de no alimentos, durante el periodo 2010-2016.

Gráfica A3.1

Precio Internacional del Petróleo (PIP) e Índice de Precios al Consumidor (IPC) 2010-2016 (1)
Variación Interanual



(1) A febrero de 2016.

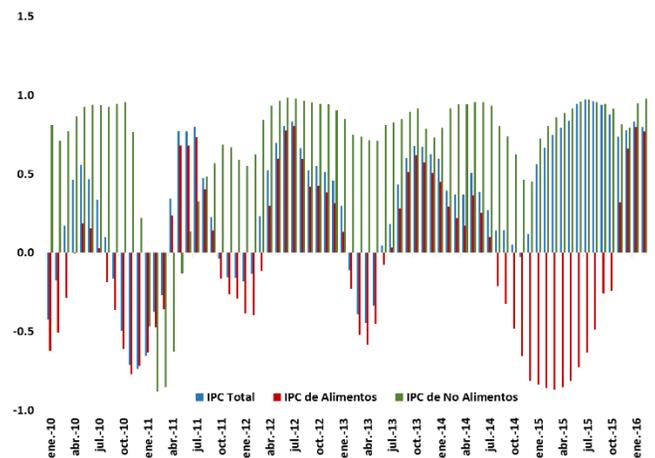
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Como puede observarse, las variables muestran, en promedio, una fuerte correlación positiva contemporánea durante la mayor parte del período, sin

embargo, a partir de julio de 2014, la correlación entre el precio internacional del petróleo y el precio de los alimentos, se ha tornado negativa. Los resultados son robustos utilizando hasta 12 meses de rezago.

Gráfica A3.2

Correlación móvil de 12 meses entre las distintas inflaciones y la variación interanual del Precio Internacional del Petróleo 2010-2016 (1)

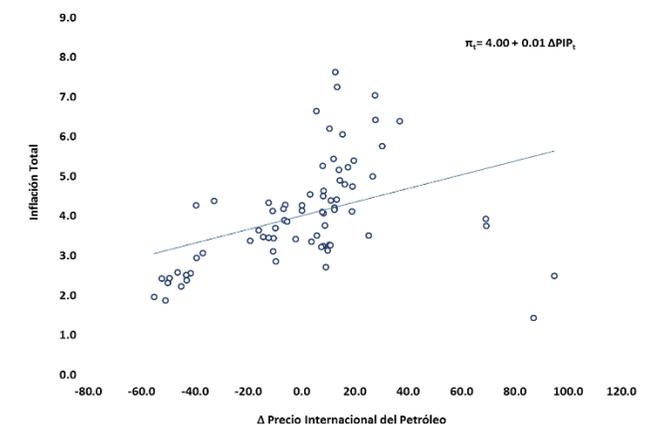


(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A3.3

Inflación Total y Variación Interanual del Precio Internacional del Petróleo (PIP) 2010-2016 (1)

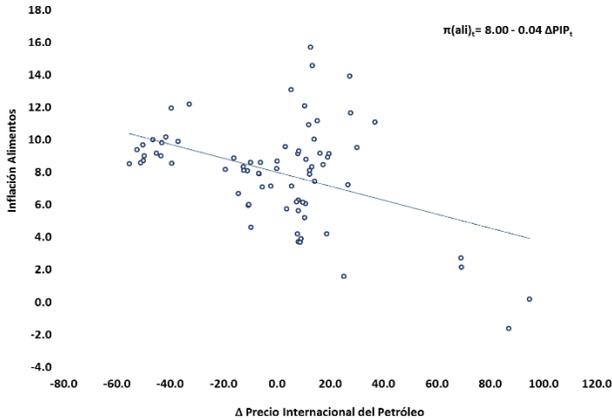


(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A3.4

Inflación de Alimentos y Variación Interanual del Precio Internacional del Petróleo (PIP)
2010-2016 (1)

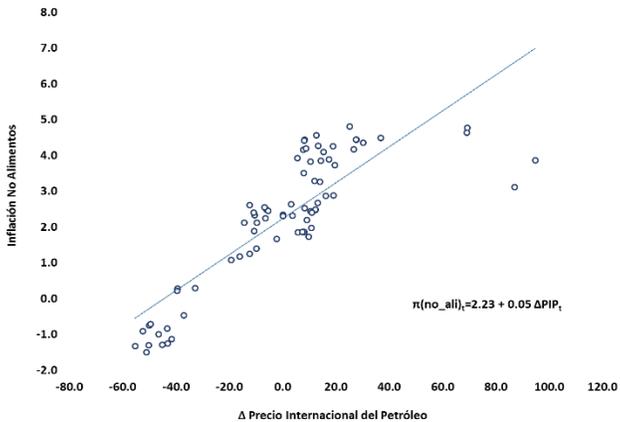


(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A3.5

Inflación de no Alimentos y Variación Interanual del Precio Internacional del Petróleo (PIP)
2010-2016 (1)



(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Otra manera de evaluar empíricamente el efecto traspaso de los precios del petróleo a la inflación, es mediante la utilización de diagramas de dispersión (Gráficas A3.3, A3.4 y A3.5). Medido de esta forma, el efecto traspaso es mayor para el caso de la inflación de no alimentos, ya que un aumento de 1 punto porcentual sobre la variación interanual del precio internacional del petróleo estaría asociado a un aumento en la inflación de no alimentos de 0.05 puntos porcentuales (mayor que el efecto traspaso a la inflación total, que se ubicaría en

aproximadamente 0.01 puntos porcentuales). Claramente, en ambos casos, puede considerarse que el traspaso es bajo, no obstante, existen algunas explicaciones en la literatura económica que pueden justificar dichos resultados.

En tal sentido, para Choudhri y Hakura (2006), una de las razones por las que existe rigidez en el traspaso de los choques externos a los precios, es que los países que han implementado el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), como Guatemala, tienden a evidenciar desvíos mínimos en sus expectativas inflacionarias, por lo que, su inflación tiende a permanecer alrededor de la meta.

Por otra parte, Taylor (2000) señala que el bajo nivel de traspaso a los precios internos puede asociarse a que algunas empresas bajan sus precios únicamente cuando enfrentan una disminución de los costos que perciben será permanente. Dicho ajuste sería mayor en los entornos de fuerte inflación, es decir, que cuanto mayor es la tasa de inflación antes del choque, mayor es el impacto inflacionario del choque. En el caso de Guatemala, la inflación se ubicaba aproximadamente en 4% antes de la disminución del precio internacional del petróleo, lo que puede explicar el leve impacto en los precios.

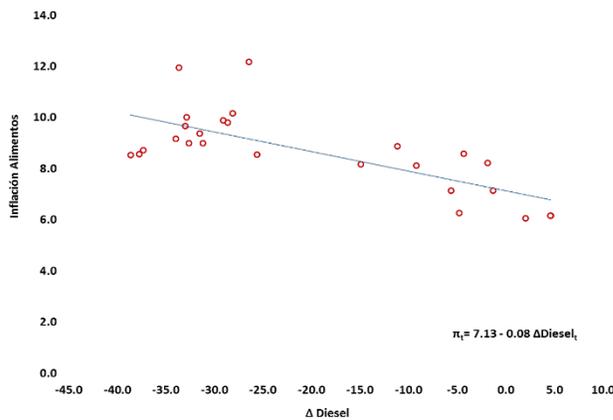
En cuanto al traspaso a la inflación de alimentos, el diagrama de dispersión de la Gráfica A3.4 muestra una relación negativa. El hecho de que la relación entre las variaciones de los precios del petróleo y los precios de los alimentos sea débil o incluso negativa, no debería de ser sorprendente para países de ingreso medio, como Guatemala²⁵. Cabe recordar, que en el caso de la inflación de alimentos, existen otros elementos de tipo sectorial e institucional que impulsan las presiones inflacionarias o desinflacionarias, como la estructura de mercado del sector de alimentos, los subsidios a productos específicos, la estructura de comercialización,

²⁵ Para un análisis detallado de la inflación de alimentos en Guatemala, ver Anexo 2 del Informe de Política Monetaria a junio de 2015.

la estructura de costos de las empresas y el número de productos agropecuarios de la canasta de consumo, entre otros factores. Asimismo, el traspaso de la disminución de los precios de los combustibles hacia los alimentos, pudiera ser menor derivado de que el precio del transporte es más rígido en Guatemala como consecuencia del subsidio al mismo (Gráfica A3.6).

Gráfica A3.6

Inflación de Alimentos y Variación Interanual del Diesel 2010-2016 (1)



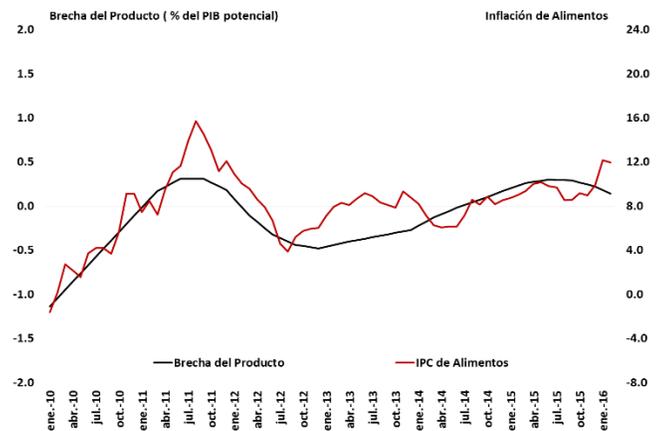
(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Adicionalmente, dentro de las principales consideraciones macroeconómicas que podrían explicar la baja correlación de la inflación de alimentos en Guatemala con los movimientos de los precios internacionales del petróleo, destaca el dinamismo de la demanda agregada, aproximado por la brecha del producto mensualizada. Cabe recordar, que si bien la inflación de alimentos responde a choques de oferta, lo que se refleja en movimientos inusuales en el precio de los principales productos agrícolas, los cuales tienen un peso relativo de 7.87% en el rubro de alimentos, también estaría asociada a una mayor demanda como consecuencia del aumento del ingreso disponible de las personas derivado del ahorro en el consumo de combustibles. (Gráfica A3.7).

Gráfica A3.7

Brecha del Producto e Inflación de Alimentos 2010-2016 (1)



(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

III. EFECTOS DE LOS MOVIMIENTOS DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LA INFLACIÓN

Con el propósito de complementar la primera aproximación estadística del efecto traspaso de los precios del petróleo a la inflación en Guatemala realizada en el apartado anterior, se procede a estimar un modelo de vectores autorregresivos (VAR) irrestricto utilizando el precio internacional del petróleo, el tipo de cambio nominal, así como los componentes de alimentos y de no alimentos del IPC total. La forma en que se modela la relación entre estas variables es mediante un VAR multivariado, donde cada variable dependiente se regresa contra rezagos de ella misma y rezagos de todas o algunas de las demás variables. En esta especificación, las variables están expresadas en variaciones interanuales y se utilizan los rezagos óptimos de acuerdo a los criterios econométricos estándar.

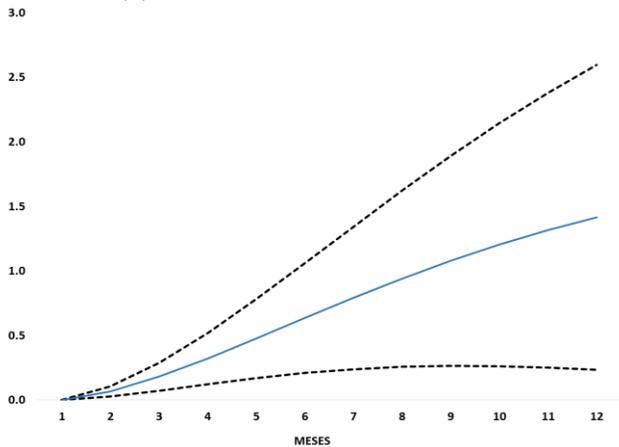
Considerando el débil efecto traspaso evidenciado en el análisis estadístico, el sistema es perturbado por una variación interanual de 10 puntos porcentuales en el precio internacional del petróleo. Las respuestas acumuladas son presentadas para un horizonte de 12 meses, con intervalos al 95 por ciento de

confianza. El ejercicio se realiza para el período 2010-2016.

Los resultados obtenidos indican que la reacción acumulada de la inflación total a 6 y 12 meses, pudiera ubicarse entre 0.6 y 1.4 puntos porcentuales, respectivamente.

Gráfica A3.8

Reacción acumulada de la inflación total ante un aumento de 10 puntos porcentuales en la variación interanual del Precio Internacional del Petróleo 2010-2016 (1)



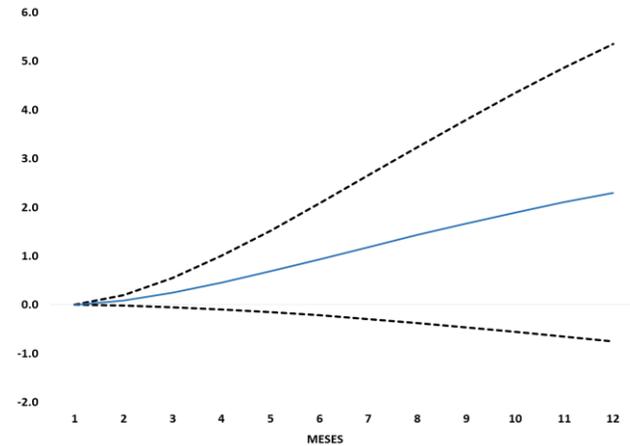
(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Por su parte, la reacción de los alimentos es estadísticamente no significativa, es decir que variaciones en los precios internacionales del petróleo no generan una respuesta sobre ese rubro de gasto del IPC.

Gráfica A3.9

Reacción acumulada de la inflación de alimentos ante un aumento de 10 puntos porcentuales en la variación interanual del Precio Internacional del Petróleo 2010-2016 (1)



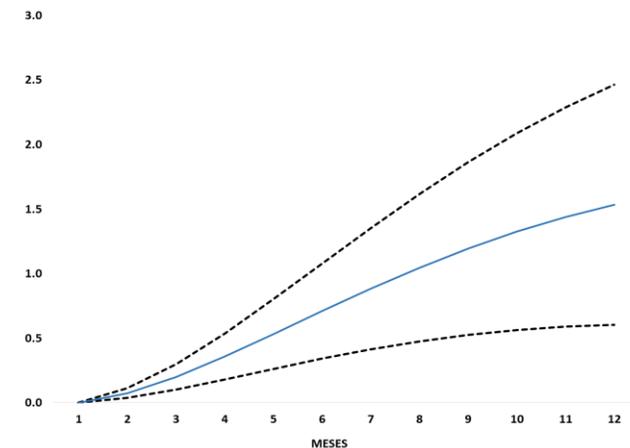
(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

En cuanto a la reacción acumulada de la inflación de no alimentos, la misma se ubicaría entre 0.5 y 1.5 puntos porcentuales a 6 y 12 meses, respectivamente.

Gráfica A3.10

Reacción acumulada de la inflación de no alimentos ante un aumento de 10 puntos porcentuales en la variación interanual del Precio Internacional del Petróleo 2010-2016 (1)



(1) A febrero de 2016.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

IV. CONCLUSIONES

En el caso de Guatemala, los resultados sugieren que el traspaso de incrementos en el precio internacional del petróleo difiere entre las distintas medidas de inflación. Al respecto, destaca que el efecto sobre la inflación de alimentos es nulo, mientras que en el caso de la inflación total y de no alimentos es bajo. En términos generales, las posibles explicaciones para estos resultados son variadas, entre las que destacan, el anclaje de las expectativas, la flexibilidad del régimen cambiario que permite amortiguar en parte el efecto del incremento en los precios internacionales del petróleo, un entorno inflacionario bajo, características sectoriales y una correlación importante entre la demanda agregada y la inflación de alimentos, entre otras.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Alberola, Iván Kataryniuk, Ángel Melguizo y René Orozco. "Fiscal Policy and the Cycle in Latin America: The Role of Financing Conditions and Fiscal Rules". BIS Working Paper No. 543. Bank for International Settlements. Enero de 2016.
2. Banco Interamericano de Desarrollo (2015): "La Recaída, América Latina y el Caribe frente al retroceso del comercio mundial". Monitor de Comercio e Integración 2015. Octubre, 2015.
3. Banco Mundial (2015). "América Latina recorre un estrecho camino al crecimiento: la desaceleración y sus retos macroeconómicos". Reporte Semestral de la Oficina del Economista Jefe Regional. Abril.
4. Banerjee, Ryan, Michael Devereux y Giovanni Lombardo. "Self-oriented Monetary Policy, Global Financial Markets and Excess Volatility of International Capital Flows". NBER Working Paper 21737. National Bureau of Economic Research. Noviembre de 2015.
5. Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti y Lawrence Summers. "Recuadro 1.1. ¿Qué efecto tienen las recesiones?". En Perspectivas de la Economía Mundial: Ajustándose a precios más bajos para las materias primas". Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2015.
6. Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti y Lawrence Summers. "Inflation and Activity: Two Explorations and their Monetary Policy Implications". IMF Working Paper WP/15/230. Fondo Monetario Internacional. Noviembre de 2015.
7. Capistrán, Carlos, Raúl Ibarra-Ramírez y Manuel Ramos-Francia (2011): "El Traspaso de Movimientos del Tipo de Cambio a los Precios: Un Análisis para la Economía Mexicana". Documentos de Investigación. No. 2011-12. Banco de México.
8. Choudhri, Ehsan U., y Dalia S. Hakura (2006): "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?". Journal of International Money and Finance. 25: 614–39. June.
9. De Gregorio, José (2015). "From Rapid Recovery to Slowdown: Why Recent Economic Growth in Latin America Has Been Slow". Policy Brief Number PB15-6. Peterson Institute for International Economics. Abril.
10. Fondo Monetario Internacional (2008): "Manual de Balanza de Pagos, Sexta Edición". Departamento de Estadística.
11. Fondo Monetario Internacional (2015): "Commodity Special Feature". World Economic Outlook IMF. October.
12. Fondo Monetario Internacional (2015): "Global Implications of Lower Oil Prices". IMF Staff Discussion Note. July.
13. Fondo Monetario Internacional (2015). "Las Américas. El Norte se recupera, el Sur aún espera". Perspectivas Económicas. Abril.
14. Fondo Monetario Internacional (2016): "Too Slow for Too Long". World Economic Outlook IMF. April.
15. Fondo Monetario Internacional, IMF Primary Commodity Prices Website.
16. Lopez, Gustavo and Eileen, Pattern (2015): "The impact of Slowing Immigration: Foreign-Born Share Falls Among 14 Largest U.S. Hispanic Origin Groups". Washington D.C. PEW Research Center, September.
17. PEW Research Center (2015): "Demographic Profiles". Washington D.C.
18. Taylor, J. B. (2000): "Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms". European Economic Review. 44: 1389-1408.
19. Werner, Alejandro (2016). "América Latina y el Caribe en 2016: Ajustándose a una realidad más dura". Blog Diálogo a Fondo. Fondo Monetario Internacional. Enero.