

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2017



**BANCO DE GUATEMALA**





# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA .....</b>	<b>1</b>
<b>DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA .....</b>	<b>2</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>3</b>
<b>I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL .....</b>	<b>7</b>
A. COYUNTURA RECIENTE .....	7
1. Panorama general .....	7
2. Desempeño de las economías avanzadas .....	11
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo .....	14
4. Mercados financieros internacionales .....	17
5. Precios internacionales de algunas materias primas .....	18
6. Inflación y política monetaria .....	23
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS.....	26
<b>II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO .....</b>	<b>29</b>
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA .....	29
B. SECTOR EXTERNO .....	30
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA .....	37
1. Evolución reciente de la inflación .....	37
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos .....	41
3. Variables informativas de la política monetaria .....	43
D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM) .....	51
E. FINANZAS PÚBLICAS .....	51
1. Ingresos .....	52
2. Gastos .....	53
3. Resultado fiscal y financiamiento .....	54

---

<sup>1</sup> El Informe fue elaborado con información disponible al 18 de abril de 2017.

## **ANEXOS**

### ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL .....	57
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	63

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2017

## 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 fundamentales 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.

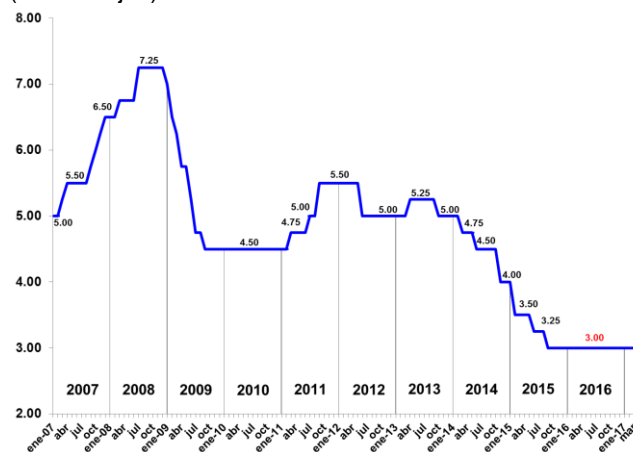
# DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto, durante el primer trimestre de 2017, la Junta Monetaria se reunió en febrero y marzo para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las proyecciones de crecimiento económico mundial para 2017 y para 2018 evidencian que la recuperación de la actividad económica continuaría, aunque en un entorno en el que prevalecen elevados niveles de incertidumbre y riesgos a la baja. Asimismo, dicho cuerpo colegiado tomó en cuenta que los pronósticos del precio internacional del petróleo se mantienen al alza. En el ámbito interno, consideró que varios indicadores de corto plazo (el Índice Mensual de la Actividad Económica, las remesas familiares, el gasto público y el comercio exterior, principalmente), son consistentes con el crecimiento económico anual previsto para 2017 (entre 3.0% y 3.8%). Además, destacó que los pronósticos y las expectativas de inflación tanto para 2017 como para 2018, se encuentran dentro de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual).

**Gráfica 1**

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



(1) Con información a marzo de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

## RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continúa, aunque débil y en un ambiente en el que prevalece la incertidumbre y los riesgos a la baja.

Las proyecciones del Fondo Monetario Internacional prevén un crecimiento económico mundial de 3.5% en 2017, superior al del año previo (3.1%), el cual se afianzaría en 2018 (3.6%), apoyado, principalmente, en el mejor desempeño previsto para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Dentro de los principales factores de riesgo para el crecimiento económico mundial se pueden mencionar: una postura de política económica proteccionista y anti-inmigratoria en las economías avanzadas; la continuación del ajuste moderado en la economía china, por el cambio de su modelo de crecimiento económico; las presiones, tanto internas como externas, que podrían propiciar una fragmentación de la Zona del Euro o de la Unión Europea; y la vulnerabilidad de algunas economías emergentes y en desarrollo, ante el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América.

En cuanto al crecimiento de las economías avanzadas, este se ubicaría en 2.0% tanto para 2017 como para 2018, resultado asociado a las perspectivas favorables del sector manufacturero y al estímulo fiscal previsto en Estados Unidos de América, así como a una mayor confianza empresarial.

En Estados Unidos de América, la actividad económica en 2017 crecería a tasas cercanas a su nivel potencial, debido a que la política monetaria seguiría siendo acomodaticia y al estímulo fiscal previsto; no obstante, los riesgos que podrían influir en dicho dinamismo son la falta de certeza que prevalece sobre los cambios de política económica de la nueva administración, así como de sus efectos netos en el desempeño económico. El crecimiento esperado es de 2.3%, tanto para 2017 como para 2018.

En la Zona del Euro, se anticipa que la recuperación económica continúe fortaleciéndose,

resultado de una mayor demanda interna, asociada a mejores condiciones del mercado laboral. Si bien el relajamiento monetario y las políticas fiscales expansivas han incidido positivamente en su actividad económica, existen factores que limitan un mayor dinamismo, entre los que destacan: la incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, la fragilidad del sistema bancario y los resultados de los próximos procesos electorales en algunos países de la región. Las proyecciones de crecimiento para la región son de 1.6% para 2017 y 1.5% para 2018.

Las economías con mercados emergentes y en desarrollo, mejoraron sus perspectivas de crecimiento económico y seguirían contribuyendo de manera relevante al crecimiento mundial; sin embargo, dichas perspectivas son heterogéneas. Para este conjunto de economías, se estima un crecimiento de 4.5% en 2017 y para 2018 de 4.8%. Estas previsiones se asocian, por una parte, al fuerte dinamismo en la economía de India, el cual compensaría, parcialmente, la desaceleración prevista en el crecimiento económico de la República Popular China y, por la otra, a que Rusia y Brasil estarían saliendo de la recesión este año, aunque sus crecimientos aún serían débiles.

Centroamérica, en contraste con la mayoría de países de América Latina, continuaría observando una tendencia dinámica, impulsada por la expansión de la demanda interna en varios países, en particular del consumo privado, derivado del aumento en el flujo de remesas familiares y por la mejora en el comercio exterior ante la recuperación esperada en la economía de Estados Unidos de América.

Los mercados financieros internacionales en el primer trimestre de 2017, registraron una baja volatilidad y un desempeño positivo, congruente con la perspectiva de mejora en la actividad económica de Estados Unidos de América. No obstante, las preocupaciones en torno a las políticas del gobierno estadounidense, los riesgos asociados a los procesos electorales en Europa y la

incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, han provocado recientemente una moderación en el optimismo de los mercados, de modo que, el repunte en el precio de las acciones y el rendimiento de los bonos de gobierno observado durante los dos primeros meses del año tendió a moderarse hacia finales del primer trimestre.

Durante el primer trimestre de 2017, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala registraron comportamientos mixtos. En el caso del petróleo, la reducción de la oferta acordada a finales de 2016 por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros once importantes países productores, hizo que el precio registrara un comportamiento relativamente estable; sin embargo, desde principios de marzo, el incremento de los inventarios estadounidenses de crudo, el cual obedece a mayores niveles de producción, particularmente de esquisto, indujeron una caída en el precio. Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo muestran una tendencia ligeramente creciente, ya que el adecuado nivel de producción de la presente cosecha, combinado con elevados niveles de inventarios, han sido compensados por el incremento de la demanda mundial.

La inflación, por su parte, ha mostrado diferencias importantes entre países y regiones durante el primer trimestre del año. En las economías avanzadas la inflación aumentó, principalmente, por el desvanecimiento de los efectos de los bajos precios de la energía; en tanto que, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las menores presiones cambiarias, aunadas a la reducción de los choques de oferta internos, contribuyeron a moderarla, lo cual fue más evidente en la región de América Latina, con excepción de México, donde el ritmo inflacionario registró una marcada aceleración. En cuanto a la inflación en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, esta registró una leve alza durante el primer trimestre del año, ante la reducción del

efecto de la caída de los precios de los combustibles, aunque en la mayoría de países la inflación se encuentra por debajo de sus respectivas metas.

**En el ámbito interno**, en 2016, la actividad económica real creció 3.1% (4.1% en el año previo). Dicho resultado se explica, por el lado del gasto, por la moderación en el crecimiento de la demanda interna, (3.4% respecto a 5.7% en 2015), habiendo aumentado el consumo privado 4.2% (5.8% en 2015). Por su parte, las exportaciones en términos reales crecieron 1.7% y las importaciones 3.3%. Por el lado de la oferta, con excepción de minas y canteras, las otras ramas económicas registraron tasas positivas, aunque en la mayoría de los casos menos dinámicas que en 2015.

Las expectativas para 2017 continúan siendo favorables, de acuerdo al 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 3.6%.

El valor FOB de las exportaciones de bienes a febrero se incrementó 9.1% respecto a similar período de 2016, resultado de un aumento considerable en el precio medio de exportación (8.4%) y un moderado incremento en el volumen exportado (0.2%).

Entre los principales productos que registraron aumentos en el valor exportado destacan: cardamomo; grasas y aceites comestibles; caucho natural; azúcar; petróleo; frutas frescas, secas o congeladas; café; níquel y banano. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 9.4%, como consecuencia del alza del precio medio y del volumen de las importaciones, asociado, en buena medida, a la recuperación en los precios de los combustibles y lubricantes. El aumento en el precio internacional del petróleo, a febrero, habría generado un aumento de US\$132.5 millones en el valor de las importaciones de combustibles y lubricantes, a diferencia de lo ocurrido los dos años previos en los que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones de ese rubro. Al 31 de marzo, el ingreso de divisas por remesas familiares continúa dinámico alcanzando un



monto de US\$1,941.4 millones, superior en 16.7%, respecto del monto observado en igual período de 2016, comportamiento que, entre otros factores, se asocia a la reducción del desempleo hispano, al incremento del número de guatemaltecos que vive en Estados Unidos de América y al temor ante las posibles nuevas medidas de su política migratoria que ha provocado que algunos migrantes estén enviando, en adición al envío normal, parte de sus ahorros en el referido país, como una medida precautoria.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) continuó fortaleciéndose, ya que al 31 de marzo registra un monto de US\$9,424.5 millones, mayor en US\$264.1 millones al registrado en diciembre de 2016.

Si bien el tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar, en términos generales, siguió mostrando un comportamiento congruente con sus factores estacionales, mostró mayor volatilidad registrando, al 31 de marzo, una apreciación interanual de 4.82%<sup>2</sup> (acumulada de 2.42%), variación explicada, principalmente, por tres factores; el primero, se asocia al comportamiento al alza que muestra el flujo de divisas por remesas familiares; el segundo, lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes); y el tercero se asocia a la contracción en el gasto público, particularmente en los gastos con componente importado. Los factores enunciados, en conjunto con el incremento que mostró el valor de las exportaciones en lo que va del año, han generado un excedente en la oferta en el mercado cambiario que exacerbó las expectativas de apreciación cambiaria por parte de los agentes económicos, induciendo un comportamiento más volátil que el de otros periodos. Con el propósito de moderar ese comportamiento, el Banco de Guatemala, a partir del 24 de febrero, implementó ajustes operativos a la regla de participación en el mercado cambiario (horario de participación) e inició la captación de

depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. En ese contexto, al 31 de marzo, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó compras de divisas por US\$368.3 millones; además se capturaron US\$126.2 millones, mediante depósitos a plazo.

El ritmo inflacionario a marzo se ubicó en 4.0%, tasa que se encuentra dentro de la meta de inflación (4.0% +/-1 punto porcentual). La trayectoria del ritmo inflacionario ha estado determinada por el efecto combinado de factores de oferta y demanda, mostrando un comportamiento ascendente desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016, asociado, principalmente, al incremento en el precio medio de los energéticos, derivado de la reversión de los factores temporales (choque de oferta externo) que provocaron una reducción en el precio medio de los mismos, así como por choques de oferta que afectaron al rubro de alimentos, particularmente de las hortalizas y legumbres, en un entorno de presiones de demanda moderadas. Posteriormente, la moderación de los choques de oferta en la división de alimentos contribuyó a que la tendencia del ritmo inflacionario fuera descendente entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, moderando parcialmente el efecto que el alza de los energéticos registró sobre la inflación total.

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 evidencian comportamientos heterogéneos. Por una parte el crecimiento interanual de la emisión monetaria se ubicó, en promedio, al 30 de marzo en 11.7% reflejo de una mayor demanda de efectivo por parte del público; mientras que los medios de pago registraron un crecimiento interanual de 6.5%, debido a una

<sup>2</sup> Una de las variaciones más altas registradas en los últimos años.

moderación de las captaciones bancarias respecto del primer trimestre de 2016 y el crédito bancario al sector privado de 5.2%, asociado, principalmente, a la reducción en la demanda de crédito en moneda extranjera, dado que el crédito en moneda nacional continúa creciendo en alrededor de 8.0%.

Las finanzas públicas iniciaron el ejercicio fiscal 2017 con un presupuesto que equivale a 13.8% del PIB, previéndose que el déficit fiscal se sitúe en 1.9% del PIB a finales de año (1.1% en 2016). Según cifras preliminares a marzo, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.1%; mientras que los gastos fueron superiores en 2.7%, respecto de similar período del año previo. La recaudación tributaria si bien ha crecido, aún se encuentra por debajo de la meta establecida por la Superintendencia de Administración Tributaria. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q68,276.9 millones, mayor en Q2,635.1 millones, respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa a febrero, se situó en US\$7,944.8 millones, menor en US\$70.7 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2016 (US\$8,015.5 millones). Vale destacar que a marzo, el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 10.1% en bonos del tesoro de un monto programado para el ejercicio fiscal 2017 de Q13,150.3 millones.

**En síntesis**, en el entorno externo, la economía mundial continúa en proceso de recuperación, aunque prevalece la incertidumbre y los riesgos a la baja. En los mercados financieros internacionales, durante el primer trimestre, se observó una disminución en la volatilidad, consistente con la perspectiva de una mejora de la actividad económica en Estados Unidos de América. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), reflejan resultados mixtos, dado que el petróleo registró reducciones y el maíz y el trigo aumentos. Si bien el precio del petróleo viene

reduciéndose desde principios de marzo, se prevé que al finalizar 2017 su precio promedio se ubique por arriba del de 2016.

En el entorno interno, la economía creció 3.1% en 2016, menor al resultado del año anterior (4.1%) y por debajo del PIB potencial (3.5%). A marzo de 2017, 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 destinado al consumo, siendo la influencia de estos dos últimos factores, importante en el crecimiento del consumo privado. La estabilidad de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) ha sido resultado de los factores señalados y de una respuesta adecuada de la política monetaria y cambiaria.

En el contexto descrito, la política monetaria, cambiaria y crediticia, en el transcurso del año ha mantenido una postura acomodaticia, la cual se refleja en el mantenimiento de la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% (-1.00% en términos reales). Para el resto del año, la autoridad monetaria continuará monitoreando el comportamiento de la inflación, la evolución de sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, para adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

# I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

## A. COYUNTURA RECIENTE

### 1. Panorama general

El proceso de recuperación de la actividad económica mundial durante el primer trimestre de 2017 continuó siendo débil y heterogéneo, en un ambiente de mayor incertidumbre y riesgos que siguen estando sesgados a la baja. No obstante, los mercados financieros internacionales evidenciaron un marcado dinamismo y el comercio mundial dio señales de recuperación, lo cual se refleja en las proyecciones de crecimiento económico mundial, elaboradas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que, en general, anticipan mayores niveles de actividad económica para 2017 y 2018. Adicionalmente, dichas proyecciones suponen, por una parte, cambios importantes en las políticas económicas que adoptaría el nuevo gobierno estadounidense y sus consecuentes efectos de contagio a escala internacional y, por la otra, en los efectos que podría tener una normalización más acelerada de la política monetaria de Estados Unidos de América sobre el resto de economías a nivel mundial.

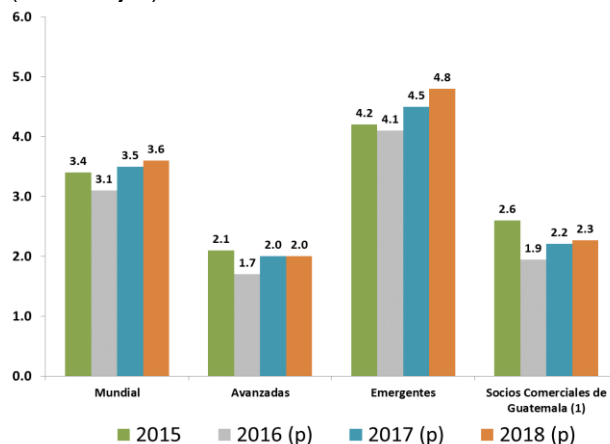
Cabe indicar que aun cuando la actividad económica mundial podría acelerarse más en el corto plazo, el FMI indica que prevalecen algunos riesgos a la baja para el horizonte de mediano plazo, entre los que figuran: la materialización de una postura de política económica proteccionista y anti-inmigratoria en las economías avanzadas; el deterioro más pronunciado de las condiciones financieras internacionales; el ajuste menos moderado en la economía china, por el cambio de su modelo de crecimiento económico; las presiones tanto internas como externas que podrían propiciar una fragmentación de la Zona del Euro o de la Unión Europea; la incertidumbre respecto de las negociaciones económicas, financieras y comerciales entre Reino Unido y la Unión Europea en el marco del *Brexit*; la vulnerabilidad de algunas economías emergentes y en desarrollo ante el aumento de las tasas de interés en

Estados Unidos de América; y la posible intensificación de las tensiones geopolíticas y del terrorismo.

En el panorama descrito, la economía mundial crecería, en el escenario central, 3.5% en 2017 y 3.6% en 2018, niveles superiores al registrado en 2016 (3.1%), debido, principalmente, al mejor desempeño previsto tanto para las economías avanzadas como para las economías emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas crecerían 2.0% tanto en 2017 como en 2018, debido al fortalecimiento de la actividad económica en este grupo de países durante el segundo semestre de 2016 y al estímulo fiscal previsto en Estados Unidos de América. Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo registrarían tasas de crecimiento económico de 4.5% y 4.8% en 2017 y en 2018, respectivamente, reflejo principalmente de las tasas de crecimiento de la República Popular China e India y a la moderada recuperación en Brasil y Rusia.

### Gráfica 2

Crecimiento Económico Anual (Porcentajes)



(p) Proyectado.

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

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

En cuanto a las economías avanzadas, se espera que la actividad económica en Estados Unidos de

América crezca cerca de su potencial, apoyada tanto por una política monetaria que, a pesar de las recientes alzas de la tasa de interés objetivo seguirá siendo acomodaticia, así como por un mayor impulso proveniente de una política fiscal más expansiva. Si bien los factores determinantes del consumo en dicho país siguen siendo sólidos y la confianza de consumidores y empresarios se ha recuperado ante la expectativa de un mayor gasto de gobierno y menores impuestos corporativos, el panorama a mediano plazo es retador, debido a la falta de certeza que prevalece sobre los cambios de política del nuevo gobierno, así como de sus efectos sobre la economía. Las previsiones son de que la economía crezca 2.3%, tanto en 2017 como en 2018.

En la Zona del Euro, se estima que la recuperación económica continúe acelerándose, reflejando, por una parte, la fortaleza de la demanda interna, asociada a la mejora de las condiciones del mercado laboral en la región y, por la otra, el impulso en la confianza del consumidor. Cabe indicar que si bien el relajamiento monetario y las políticas fiscales levemente expansivas que prevalecen en la actualidad, aunadas a la mejora de la demanda mundial y la depreciación del euro, han incidido positivamente sobre la actividad económica de la Zona, aún persisten riesgos para el crecimiento económico, principalmente aquellos asociados a la incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, a la fragilidad del sistema bancario y a los resultados de los próximos procesos electorales en algunos países de la región. El crecimiento previsto de la actividad económica para la Zona del Euro para 2017 y 2018 sería de 1.6% y 1.5%, en su orden.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo siguen creciendo a un ritmo más dinámico, aunque han mostrado una recuperación desigual entre países y regiones. Al respecto, se distinguen dos grupos de países: en primer lugar, el conformado por la República Popular China e India, dado que el fuerte dinamismo registrado en la economía india está compensando en parte la desaceleración del

crecimiento económico chino y, en segundo lugar, el grupo integrado por Rusia y Brasil, en el que, a pesar de la recuperación de los precios de las materias primas, el crecimiento económico continuaría siendo débil, aunque se prevé que ambas economías saldrían de la recesión este año. Para este conjunto de economías se estima un crecimiento de 4.5% y 4.8% para 2017 y 2018, respectivamente.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, registraron un desempeño positivo y una baja volatilidad; sin embargo, las constantes preocupaciones en torno a las políticas del nuevo gobierno estadounidense, a los riesgos asociados a los procesos electorales en Europa, a los riesgos del *Brexit* y a la situación financiera en Grecia, han provocado cierta moderación en el optimismo de los mercados, así como una ligera corrección en su dinámica, de tal forma que el repunte en el precio de las acciones, así como de los rendimientos de los bonos de gobierno, tendieron a disminuir hacia finales del primer trimestre.

Por su parte, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala, con excepción del petróleo, mostraron un ligero incremento respecto de finales del año anterior. Con relación al precio internacional del crudo, al finalizar el trimestre este mantuvo un comportamiento relativamente estable, luego del incremento que registró desde finales del año anterior. En la primera semana de marzo registró una leve caída, ya que el mercado estimó que la reducción de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), iniciada en enero del presente año, sería compensada con mayores niveles de producción e inventarios por parte de la economía estadounidense. En cuanto a los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo, estos moderaron su tendencia alcista durante la última parte del primer trimestre, debido a que las expectativas de que las condiciones climáticas adversas que se esperaba se tradujeran en daños significativos a la producción de ambos granos, no se materializaron,

aunque terminaron el trimestre con precios más altos respecto de finales del año anterior.

A nivel internacional la inflación aumentó en las economías avanzadas, en tanto que se ha moderado en la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Específicamente, en el caso de las economías avanzadas, la tendencia al alza se fundamentó, principalmente, en el desvanecimiento de los efectos que los bajos precios de la energía ejercieron en los años previos, aunado al sesgo acomodaticio de las políticas monetarias. Por su parte, la inflación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, y en particular aquellas de la región de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, ha registrado una tendencia decreciente (excepto en México y Perú), la cual ha obedecido, entre otros factores, a la moderación de los efectos de las depreciaciones cambiarias, la reducción de los choques de oferta que afectaron los precios de los alimentos y al impacto en la demanda agregada de las medidas de política monetaria adoptadas en los años previos. En el caso de México, la inflación se incrementó significativamente en el primer trimestre, como resultado, principalmente, de la liberalización de los precios de los combustibles y del efecto traspaso de la depreciación del tipo de cambio nominal. En los países de Centroamérica y la República Dominicana, la inflación, en general, mostró una ligera tendencia creciente, aunque se ubica en valores en torno a sus respectivas metas de inflación.

## RECUADRO 1 ¿HACIA DÓNDE VA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO?

Hasta antes de la crisis financiera y económica global de 2008-2009, la economía mundial se encontraba en fase de expansión y las perspectivas de crecimiento eran optimistas. Sin embargo, en la actualidad existe una profunda preocupación sobre el futuro de la economía mundial, en donde la normalidad podría ser un estancamiento secular; es decir, una economía caracterizada por bajos ritmos de crecimiento económico y menor inflación, especialmente en las economías avanzadas.

Al respecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señala que las proyecciones de crecimiento económico de mediano plazo para Estados Unidos de América y la Unión Europea se han reducido significativamente en comparación con las tasas de crecimiento observadas en las décadas previas a la crisis económica y financiera mundial. De hecho, comparado con el período 1995-2007, se espera que el crecimiento económico real *per cápita* (ajustado por inflación) de Estados Unidos de América y de la Unión Europea se reduzca, al menos, a la mitad.

Este crecimiento más lento en la Unión Europea y en Estados Unidos de América tendría implicaciones asimétricas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Por un lado, existiría una disminución de la demanda de exportaciones de estos países y, por ende, quizá deba reconsiderarse el modelo de desarrollo basado en las exportaciones y, por el otro, la desaceleración puede implicar un prologando período de bajas tasas de interés (en términos reales) y la reorientación de los flujos de capital de las economías avanzadas hacia mercados emergentes en busca de mejores rendimientos. Lo anterior podría significar que la participación de estos mercados en el PIB mundial crezca más velozmente.

	Estados Unidos		UE15	
	PIB real per cápita	PIB real por hora trabajada	PIB real per cápita	PIB real por hora trabajada
1950-73	2,5	2,6	4,0	4,9
1973-95	1,7	1,3	1,9	2,5
1995-2007	2,2	2,2	2,0	1,5
2014-23			1,0	0,8
2016-26	1,0	1,4		

Fuentes: The Conference Board 2016; Havik et al., 2014; y Oficina del Presupuesto del Congreso de Estados Unidos, 2016.

Nota: UE15 son los países miembros de la Unión Europea antes de 2004: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, El Reino Unido y Suecia. Las cifras posteriores a 2016 son proyecciones.

Cabe agregar que las perspectivas de crecimiento del ingreso *per cápita* en Estados Unidos de América son menos prometedoras que las de la productividad laboral, derivado de factores como el envejecimiento poblacional (que suele presagiar una menor productividad), la limitada posibilidad de que más gente ingrese a la fuerza laboral y la sensible desaceleración en la calidad de la mano de obra.

Si bien lo anterior constituye una perspectiva pesimista, esta se basa en un análisis retrospectivo, por lo que un enfoque prospectivo, podría proveer un panorama más optimista sobre el futuro del crecimiento económico estadounidense. En efecto, el FMI señala al menos tres razones para considerarlo de esta manera. En primer lugar, dado que la inteligencia artificial avanza rápidamente, pudiendo reemplazar a los humanos en muchas tareas de bajos salarios, incluidas tareas de servicios que parecían escapar al alcance del avance tecnológico, es posible que la productividad laboral vuelva a aumentar. En segundo lugar, el crecimiento de China podría favorecer considerablemente la intensidad del uso de la investigación y el desarrollo en el mundo, por ejemplo, Gran Bretaña pasó de ser el principal exportador de nuevas tecnologías en el siglo XIX, a depender de la transferencia de tecnología del resto del mundo en el siglo XX; por lo que parece plausible pensar que ocurra una transición similar de roles entre China y Estados Unidos de América en las próximas décadas. En tercer lugar, la revolución de la tecnología de la información y la comunicación, al reducir el costo de acceso al conocimiento y mejorar sensiblemente el alcance del análisis de datos, sienta las bases para descubrir nuevas tecnologías útiles.

En contraste, para el caso de la Unión Europea, el enfoque es recuperar el crecimiento convergente, lo que dependerá de las estructuras de incentivos (por ejemplo, la regulación y la tributación) que influyen en las decisiones de inversión en innovación que permiten a las empresas asimilar eficazmente la tecnología de los líderes (como Estados Unidos de América) y eliminar la ineficiencia. Además, es importante fortalecer la competencia, así como la implementación de un único mercado europeo que reduzca los costos del comercio.

En conclusión, si bien la desaceleración en la productividad en Estados Unidos de América es real y precede a la crisis, no es necesariamente permanente. En este contexto, el progreso tecnológico es indispensable para el crecimiento de la productividad. Para la Unión Europea, es posible que alcance niveles de crecimiento mayores a los de Estados Unidos de América si realiza reformas estructurales significativas; sin embargo, el surgimiento del populismo y el difícil entorno político de dicha región pueden complicar el panorama y provocar que la región se rezague aún más respecto de Estados Unidos de América.

Fuente: Crafts, Nicholas. "Whither Economic Growth?" Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Marzo de 2017.

## 2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico aumentó 2.1% durante el cuarto trimestre de 2016, inferior al observado en el trimestre previo (3.5%). De acuerdo a la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el resultado estuvo determinado por la contribución negativa de las exportaciones netas y del gasto del gobierno federal, la cual fue compensada por un mayor consumo e inversión. En efecto, aun cuando la actividad económica se moderó en el último trimestre de 2016, los factores determinantes del consumo privado se mantuvieron sólidos hasta septiembre de ese año, debido al dinamismo del mercado laboral, los mayores ingresos reales y el incremento del crédito destinado al consumo. También, en ese periodo, la inversión, en particular en el sector energético, se recuperó significativamente, como consecuencia de los mayores precios, especialmente del petróleo, la mejora de la confianza empresarial y el cambio en el ciclo de los inventarios.

En lo que respecta a la política monetaria, considerando las condiciones favorables del mercado laboral, las persistentes presiones sobre los precios al consumidor y el equilibrio de los riesgos para las perspectivas económicas, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) continuó la normalización de su política monetaria, al incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de fondos federales en marzo de 2017, situándola en un rango de 0.75%-1.00%. La Reserva Federal (FED) ha indicado que los incrementos graduales de la tasa de interés de fondos federales seguirían en los próximos meses, aunque no se descarta que cambios en las políticas, particularmente fiscales, puedan provocar un cambio en la respuesta de política monetaria.

En cuanto a la política fiscal, aunque el gasto del gobierno mostró una contribución negativa al PIB en el último trimestre de 2016, esta mostró un sesgo más expansivo a lo largo del año anterior. En efecto, de acuerdo con la Oficina de Presupuesto del Congreso

(CBO, por sus siglas en inglés), el déficit del gobierno federal se incrementó por primera vez desde 2009, alcanzando un monto equivalente a 3.2% del PIB. Este resultado se asocia al incremento en el costo por intereses netos de la deuda pública y en los beneficios de la seguridad social de los programas *Medicare* y *Medicaid*. De materializarse las medidas fiscales expansivas propuestas por el nuevo gobierno, las cuales incluyen una reducción de los impuestos corporativos y un aumento en el gasto público en infraestructura y defensa, si bien acelerarían el ritmo de crecimiento económico, también supondrían una mayor presión sobre los indicadores fiscales, pues llevarían el déficit del gobierno federal a 3.5% del PIB en 2017 y 3.8% del PIB en 2018.

Ante ese panorama, la actividad económica estadounidense crecería a un ritmo dinámico para los próximos años (arriba de 2.3%), impulsada, en parte, por un mayor nivel de confianza empresarial, ante la expectativa de una simplificación del esquema tributario y de medidas de desregulación para los negocios, que podría generar un incremento en el nivel de inversión, particularmente en el sector de energía. No obstante, persisten los riesgos a la baja, sobre todo aquellos relacionados con la incertidumbre en materia de política comercial y migratoria.

Por su parte, en la Zona del Euro la actividad económica continuó creciendo a un ritmo moderado, alcanzando una tasa de 1.7% en 2016, fundamentalmente, por la fortaleza de la demanda interna, la mejora de las condiciones del mercado laboral en la región, el impulso que siguió cobrando la confianza del consumidor, las condiciones monetarias ampliamente acomodaticias, las políticas fiscales moderadamente expansivas y el aumento de la inversión privada, particularmente por la construcción, en Alemania. Durante el primer trimestre de 2017, las condiciones monetarias determinadas por el Banco Central Europeo (BCE), siguen siendo ampliamente acomodaticias. Además, el BCE ha relajado los estándares crediticios bancarios, favoreciendo el

proceso de desapalancamiento privado. También se han reducido los costos de financiamiento para el sector público, ampliando así el espacio para implementar políticas fiscales expansivas y que la inversión privada siga recuperándose ante la mejora de la rentabilidad empresarial, ello continúa apoyando el desempeño positivo de la demanda interna, pese a que los ingresos reales sólo tendrían incrementos leves y que la tasa de desempleo permanecería en niveles aún elevados, particularmente en las economías de la periferia. Los riesgos para el entorno económico en esta región son a la baja, relacionados, principalmente, con aspectos de carácter político-económico, incluido el *Brexit* y las elecciones presidenciales en algunos países de la región, aunque también destacan ciertas debilidades en el sector financiero.

En cuanto al Reino Unido, el crecimiento económico en el cuarto trimestre de 2016 se situó en 1.9%, levemente inferior al registrado en el trimestre previo. Durante el primer trimestre de 2017, el robusto incremento del gasto de los hogares y la evolución favorable del mercado laboral y del crédito para el consumo, que han sido apoyados por la política monetaria expansiva del Banco de Inglaterra, mantienen un impulso positivo a la actividad económica; sin embargo, la contracción de la inversión y la contribución negativa de las exportaciones, a pesar de la significativa depreciación de la libra esterlina, anticipan una moderación de la actividad económica en 2017. Si bien prevalece la incertidumbre en torno a las nuevas relaciones económicas y financieras que se derivarían del *Brexit*, los riesgos a la baja se han reducido, sobre todo ante la adopción oportuna de medidas de política económica, un entorno económico externo más dinámico y una revalorización de los activos a nivel global.

En Japón, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 1.6% durante el cuarto trimestre de 2016. Durante el primer trimestre de 2017, el desempeño económico continúa reflejando la mejora de las exportaciones netas impulsadas por el debilitamiento del yen y el repunte de las condiciones económicas

externas. Para 2017, el Banco de Japón estima que la economía japonesa seguirá siendo apoyada por la continuidad de las condiciones monetarias acomodaticias y por los efectos de las medidas de estímulo gubernamental de gran escala (medidas Abenómicas), así como por el mejor desempeño económico de sus principales socios comerciales. La inversión empresarial ha moderado su tendencia de crecimiento, aun cuando los rendimientos corporativos se han mantenido en niveles altos y la confianza de las empresas se ha incrementado gradualmente. Las previsiones son de un crecimiento de 1.2% en 2017 y de 0.7% en 2018.



## RECUADRO 2 REPLANTEAR LA GLOBALIZACIÓN

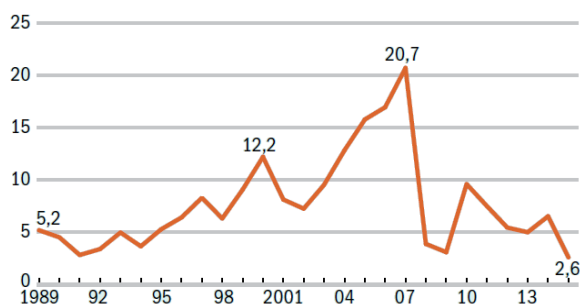
Desde finales de la década de los ochenta hasta el período previo a la crisis económica y financiera de 2008-2009, los flujos de capital, el comercio y el movimiento transfronterizo de personas se incrementaron significativamente. En efecto, entre 1989 y 2007, los flujos internacionales de capital pasaron de crecer 5% a 21% del PIB mundial, el comercio aumentó de 39% a 59% del PIB mundial y el número de personas que vivían fuera de su país de nacimiento se elevó en más de 25%.

En la actualidad el panorama es más complejo, ya que como consecuencia de los cambios estructurales que la referida crisis económica generó, la dinámica de estas variables cambió considerablemente, los flujos transfronterizos de capital se han reducido drásticamente, el comercio se ha estancado y únicamente el ritmo de migración de personas se mantuvo.

Según McKinsey Global Institute, en 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers, los flujos de capital transfronterizos cayeron a 4% del PIB mundial, registrando un nivel menor en 2009. Luego de un período de recuperación (5.4% de promedio entre 2011-2014), los flujos de capital disminuyeron nuevamente a 2.6% en 2015, explicado, fundamentalmente, por la reducción de los préstamos bancarios transfronterizos, cuya caída explica tres cuartos de la referida disminución del financiamiento transfronterizo total desde 2007, llegando incluso a ser negativos en 2015.

### Derrumbe del capital

(flujos transfronterizos de capital mundiales, porcentaje del PIB mundial)



Fuente: Instituto Mundial McKinsey.

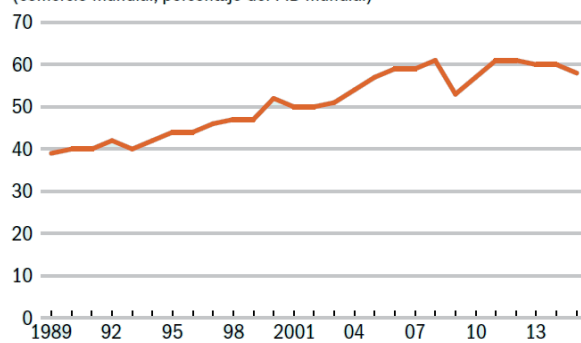
Es muy probable que la reducción del crédito transfronterizo represente una corrección adecuada, dado que los niveles alcanzados previos a la crisis se dieron en un contexto de burbujas financieras; por tanto, dichos niveles no son una buena guía para saber qué grado de globalización financiera es normal o deseable. Aunque no cabe duda que el financiamiento es hoy menos internacional que antes, es discutible si ese repliegue puede considerarse como una menor globalización, algo más positivo, o una gestión financiera internacional más sensata. Al mismo tiempo, las restricciones regulatorias impuestas con posterioridad a la crisis son, en parte, una respuesta a los riesgos del financiamiento transfronterizo y una de las causas probables de la reducción.

Fuente: Mallaby, Sebastian (2016): "Replantear la Globalización". Finanzas & Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Diciembre.

En lo que respecta al comercio, medido como proporción del PIB, este se redujo considerablemente en 2009, posteriormente se recuperó entre 2010-2011, pero a partir de 2012, se estancó. No obstante, vale la pena hacer dos consideraciones que permiten inferir que el aparente estancamiento del comercio no es un revés tan grave para la globalización como aparenta. Primero, a medida que la economía mundial prospera, pasa naturalmente de las manufacturas a los servicios, los cuales se comercian menos. Segundo, en la medida en que se reduzcan los desequilibrios de cuenta corriente de los países, el comercio puede desacelerarse, aun cuando tales desequilibrios sean signo de una globalización más saludable.

### Rumbo errático del comercio mundial

(comercio mundial, porcentaje del PIB mundial)



Fuente: Banco Mundial.

El tercer aspecto de la globalización, como se indicó, es el movimiento de personas, el cual permaneció estable (en torno al 2.5% de la población mundial) durante la década de los noventa pero ha repuntado desde entonces (3% en 2015), lo que indica que las oportunidades para los que emigran superan los beneficios psicológicos de los que se quedan (por la cercanía de la familia y la afinidad cultural). Trágicamente, los flujos de refugiados que huyen de la guerra y de otras situaciones de inestabilidad han aumentado recientemente, según el Banco Mundial.

En resumen, el autor indica que, si bien la dinámica de la globalización cambió, esta nueva tendencia podría ser la adecuada para las nuevas condiciones de la economía mundial. Adicionalmente, señala que en los últimos quince años ha surgido un cuarto canal, la globalización digital (datos, noticias, entretenimiento que se comparten a nivel mundial por Internet), que ejerce hoy un impacto en el crecimiento mayor que el del comercio de mercancías. En ese sentido, el avance de la globalización ahora depende de dos fuerzas: la tecnología, que facilita los viajes y las comunicaciones y las políticas, que logren respaldar un mundo más interconectado. No obstante, es innegable que el mundo se encuentra en una nueva era donde la tecnología impulsa la integración, pero la resistencia política crece; sin embargo, lo más probable es que la globalización, inevitablemente, siga su curso.

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

A pesar de la moderación en el crecimiento de algunos países, las economías de mercados emergentes y en desarrollo, continuaron contribuyendo de manera relevante al crecimiento económico global en 2016. En los meses recientes el desempeño de este conjunto de economías ha repuntado, como resultado de las condiciones financieras externas moderadamente favorables, la recuperación de los precios de las materias primas y el mejor desempeño en algunas de las principales economías avanzadas. Sin embargo, el crecimiento continúa siendo heterogéneo, ya que la actividad económica de la República Popular China y de India sigue mostrando tasas de crecimiento económico altas; en tanto que, las de Brasil y Rusia apenas comienzan a salir de la recesión mientras que la de México se ha estancado en niveles bajos.

El crecimiento económico de la República Popular China ha sido sólido y se aceleró en el primer trimestre de 2017, alcanzando una tasa interanual de 6.9%. Dicho crecimiento fue apoyado por las medidas de estímulo implementadas por el gobierno, las cuales han sido consistentes con las reformas orientadas a reequilibrar el modelo de crecimiento económico, más orientado al consumo y a la inversión. Al respecto, ahora el mayor dinamismo del consumo privado y el auge del sector inmobiliario, son factores que han contrarrestado la debilidad de las exportaciones netas. Asimismo, se observa una aceleración de la producción en los sectores de industria y de servicios, en particular manufacturas, transporte, telecomunicaciones, tecnologías de información y sector financiero. Por otra parte, si bien persiste la dependencia del crédito y de las inversiones públicas, los índices de endeudamiento corporativo se han moderado y las autoridades han incrementado el énfasis en las políticas para fomentar el desapalancamiento del sector privado. Además, dado el aumento de las salidas de capital a principios del presente año, a causa de los temores de una mayor depreciación del yuan, la política monetaria se tornó

levemente restrictiva, a la vez que aumentó la relevancia de los estímulos fiscales para alcanzar los objetivos oficiales de crecimiento económico. En consecuencia, se prevé que las autoridades de gobierno intensifiquen la aplicación de controles de capital y que hagan uso de las reservas monetarias internacionales para estabilizar el tipo de cambio. Luego de la evolución de los indicadores en el primer trimestre, las perspectivas de crecimiento económico son de 6.5% para 2017 y de 6.2% para 2018.

En Rusia, la actividad económica mostró signos de recuperación en la segunda parte de 2016, luego de la severa recesión económica de los años previos. No obstante, el consumo y la inversión privada siguieron contrayéndose, ante la acentuada reducción de los ingresos reales que provocaron las sanciones internacionales. De acuerdo con el Banco Central de Rusia, durante el primer trimestre de 2017, la economía ha mostrado una tendencia positiva, apoyada por el mejor desempeño de la actividad industrial y de las exportaciones no petroleras y prevé que el crecimiento económico se consolide en los próximos meses, aunque aún en niveles bajos (de alrededor de 1.0%); en tanto que persistirá el sesgo restrictivo de la política monetaria con el objetivo de anclar las expectativas inflacionarias a la meta de inflación para 2017.

En América Latina, la actividad económica se contrajo en 2016, influenciada, principalmente, por la recesión en Brasil. No obstante, durante el primer trimestre del presente año, la producción industrial de la región ha sido menos negativa, aunque mantiene cierto rezago con relación a la mejora de otras regiones (Asia Emergente), pues los indicadores de confianza de América del Sur permanecen estables pero los de México han sufrido una fuerte caída. Si bien las condiciones recientes, tanto internas como externas, han mejorado, las perspectivas siguen siendo inciertas. En efecto, la mayoría de países de América del Sur mostraría un crecimiento mayor en 2017, particularmente ante el impulso del sector externo, relacionado con la mayor demanda prevista de Estados Unidos de América y la República Popular China, los

mejores precios de las materias primas y el efecto positivo de las depreciaciones de los años previos. El impulso de la inversión pública y privada en países como Argentina, Colombia y Perú, mitigaría el efecto adverso de las condiciones financieras externas. En contraste, el desempeño de México sería afectado por el choque de incertidumbre de las políticas comerciales y migratorias estadounidenses, que también revisten particular importancia para las economías centroamericanas.

En Brasil, la actividad económica mostró una variación interanual de -2.5% en el cuarto trimestre de 2016, como resultado del débil desempeño de varios sectores económicos, en los que persistieron los bajos índices de utilización, reflejados en altas tasas de desempleo. Durante el primer trimestre del presente año, la actividad económica ha mostrado signos de estabilización y de una gradual recuperación, pero el gasto privado sigue siendo débil y la tasa de desempleo se ubicó en su mayor nivel desde 2003 (12.6% en enero de 2017); no obstante, se espera que el reciente relajamiento de la política monetaria y los menores costos de financiamiento apoyen el proceso de desapalancamiento de los hogares y mejore las hojas de balance de las empresas, en tanto que una mayor disciplina fiscal podría alentar la entrada de capitales y estabilizar la cotización del real.

En México, la actividad económica registró un crecimiento de 2.4% en el cuarto trimestre de 2016, fue resultado de la mejora de las exportaciones netas de bienes manufacturados, asociada a la depreciación del tipo de cambio real, la moderada recuperación de la demanda global y la trayectoria positiva que mantuvo el consumo privado. Aunque es importante señalar que la economía mexicana muestra cierta resiliencia a la evolución negativa de los mercados financieros locales, principalmente, ante la expectativa de que se materialicen las propuestas proteccionistas y anti-migratorias en Estados Unidos de América, que, junto con otros factores, se han traducido en mayores tasas de interés, menor inversión, depreciación cambiaria, mayor inflación y una caída de los indicadores de

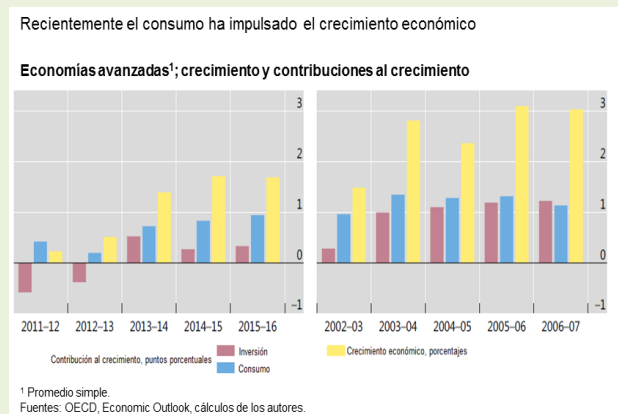
confianza económica. Cabe indicar que, ante la depreciación del peso mexicano durante 2016 y la liberalización del precio de las gasolinas a principios de 2017, la inflación se ha incrementado, lo que ha provocado que las expectativas de inflación a corto plazo se encuentren por encima del rango de tolerancia de la meta, lo que podría resultar en una orientación más restrictiva de la política monetaria en los próximos meses.

En el caso de Centroamérica, la actividad económica mantuvo una tendencia positiva durante el último trimestre de 2016, determinada, en buena medida, por la expansión de la demanda interna, en particular por el consumo privado, que ha sido beneficiado por el mayor ingreso disponible, ante el acelerado aumento en el flujo de remesas familiares en varios países, lo que ha permitido que las economías muestren un desempeño, en promedio, mejor al resto de países de América Latina. Este buen desempeño ha persistido durante el primer trimestre de 2017, aunado a la mejora en las cifras del comercio exterior. No obstante, la inversión continúa siendo débil y algunas economías enfrentan restricciones fiscales, al mismo tiempo que los efectos favorables de los bajos precios del petróleo se han disipado y los envíos de remesas familiares, que han mostrado un dinamismo excepcional, podrían verse afectadas por las medidas migratorias que se encuentra impulsando el gobierno estadounidense, lo que tendría implicaciones negativas, no únicamente en la forma de menores transferencias, sino también de mayores cargas fiscales, en particular, por sus potenciales consecuencias en materia de seguridad y costos para el bienestar social.

Para los demás países de América Latina, la actividad económica continúa creciendo a tasas moderadas, aunque los indicadores de confianza se mantienen en niveles bajos y la demanda interna sigue siendo frágil, lo que dificultará que la actividad económica se consolide plenamente en el corto plazo.

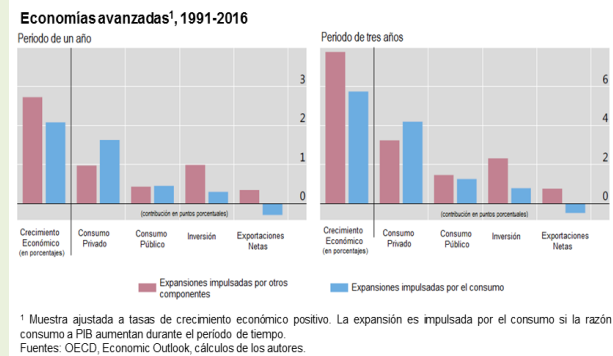
### RECUADRO 3 EXPANSIONES ECONÓMICAS LIDERADAS POR EL CONSUMO

En los últimos años, las expansiones económicas han sido lideradas por el consumo privado. En efecto, el consumo privado se ha afianzado como el componente de la demanda agregada que más contribuye al crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) durante los períodos de auge económico, tanto para países avanzados como emergentes. De hecho, en algunas de las economías avanzadas más grandes, el consumo privado ha contribuido hasta en un punto porcentual al crecimiento del PIB, mientras que en la República Popular China, el ritmo de crecimiento del consumo durante los últimos tres años, ha sido mayor al de la actividad económica.



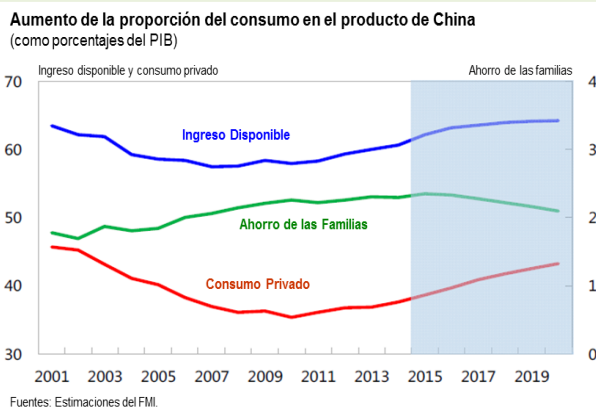
En ese contexto, un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), define una expansión liderada por el consumo como aquel episodio en donde la actividad económica crece a una tasa más lenta que la del consumo privado. Asimismo, los autores señalan que si bien durante estos períodos el PIB crece, este tiende a ser menor de lo observado durante expansiones impulsadas por otros componentes de la demanda agregada. Adicionalmente, durante estos episodios, la inversión (privada y pública) se desacelera, en tanto que las exportaciones netas se debilitan. Otra característica identificada durante este tipo de expansiones, es que las mismas suelen ser seguidas por episodios de bajo crecimiento económico, lo que podría sugerir que la precondition necesaria para una expansión duradera, es una recuperación de la inversión.

Composición del crecimiento económico en expansiones impulsadas por el consumo u otros factores



Por otra parte, el estudio del BIS señala que el número de países que han experimentado expansiones económicas con estas características ha ido en aumento desde hace algunos años. En efecto, aproximadamente 10 economías avanzadas y 8 economías emergentes, experimentaron expansiones lideradas por el consumo durante el período 2013-2016. En este último grupo de países, destaca el caso de la República Popular China, que como se mencionó, ha registrado tasas de crecimiento del consumo mayores a las de la actividad económica, durante los últimos tres años. Lo anterior responde, principalmente, a que las autoridades chinas han impulsado un programa de reforma estructural con el objetivo de rebalancear su modelo de crecimiento económico, para que se reduzca la dependencia de la inversión impulsada por las facilidades de crédito y que se centre en el incentivo del consumo privado, lo cual ha coadyuvado a obtener una tasa de crecimiento de la actividad económica que se considera más sostenible en el largo plazo.

Sobre esa base, se proyecta que el crecimiento en la República Popular China se establezca a un ritmo más sostenible, en la medida en que el menor aumento del crédito de los sectores bancario y no bancario desacelere la inversión y que la actividad en el sector inmobiliario continúe moderándose. Si bien la implementación de las reformas ha acelerado ligeramente el potencial de crecimiento económico chino, las mismas no revertirían la moderación esperada en la próxima década. Al respecto, las perspectivas para la República Popular China sugieren que la tasa de ahorro de las familias se reduciría gradualmente, asociado a cambios demográficos, políticas pro-consumo y un menor nivel de ahorro por parte de las empresas.



En conclusión, la evidencia sugiere que la composición de la tasa de crecimiento de la actividad económica es importante para las perspectivas de crecimiento de mediano plazo, ya que un aumento de la proporción del consumo privado dentro del PIB, puede ser un indicador adelantado de futuras desaceleraciones, particularmente si estas son financiadas por crecientes niveles de endeudamiento y bajos niveles de inversión.

Fuente: Kharroubi, Enisse y Kohlscheen, Emanuel (2017). "Consumption-led Expansions". Banco de Pagos Internacionales, Revisión Trimestral. Marzo.

#### 4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer trimestre de 2017, los mercados financieros internacionales mostraron relativa estabilidad, principalmente asociada al entorno económico positivo, a pesar de fuentes de incertidumbre, particularmente, de índole política. En efecto, tras el aumento de las tensiones financieras en los periodos previo y posterior a las elecciones presidenciales estadounidenses de noviembre del año anterior, los mercados financieros han mantenido un desempeño positivo.

En este ambiente, la mejora de los indicadores económicos y de las perspectivas a corto plazo, aunado al aumento en los precios de las materias primas, han favorecido el apetito por riesgo, mismo que se extendió a las principales plazas financieras alrededor del mundo, con pocas excepciones, como México, donde prevalecieron las presiones asociadas a la incertidumbre acerca del alcance de los cambios en las políticas comerciales y migratorias estadounidenses. No obstante, aun cuando los indicadores de volatilidad han permanecido en niveles bajos, las constantes preocupaciones en torno a las políticas proteccionistas de la nueva administración de gobierno estadounidense, aunadas a los riesgos que representan las elecciones presidenciales en Europa, el *Brexit* y la situación financiera en Grecia, habrían generado cierta moderación en el optimismo de los mercados y propiciado una ligera corrección en su dinámica hacia finales del primer trimestre del presente año.

En las economías avanzadas, particularmente, en Estados Unidos de América, los mercados financieros anticiparon un incremento de la tasa de fondos federales de la FED (a un rango de 0.75%-1.00% en marzo de 2017), por lo que su reacción fue limitada; mientras que las elecciones presidenciales previstas en algunos países de la Zona del Euro han redundado en un incremento de las primas de riesgo, principalmente en las economías de la periferia. Por su parte, las expectativas en torno al cambio de rumbo de la política

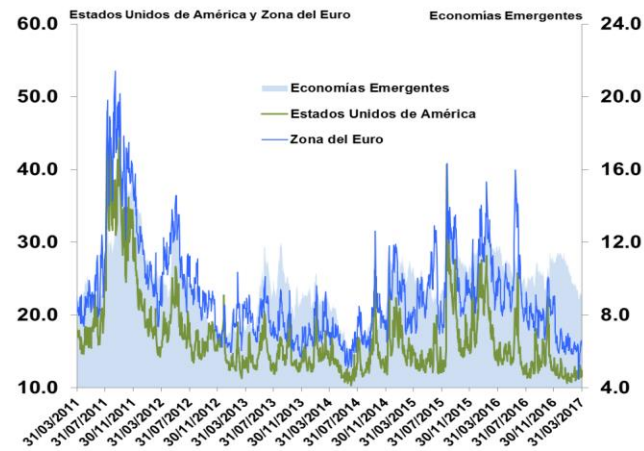
fiscal estadounidense, han provocado repuntes en los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años en las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos de América, en donde el aumento ha sido relevante desde las pasadas elecciones presidenciales; en tanto que en Europa y Japón, las rentabilidades de los bonos han sido apoyadas por las expectativas de mayor crecimiento e inflación.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la volatilidad en los mercados financieros continúa siendo relativamente alta y los rendimientos de los activos de mayor riesgo se han recuperado, lo que revirtió la salida de capitales luego de las elecciones estadounidenses. En este sentido, se estima que los principales países de Asia y América Latina han registrado flujos netos positivos de capital, con excepción de la República Popular China, en donde se registró una importante salida de capitales en los primeros meses de este año, ante las expectativas de desaceleración derivadas del cambio de su modelo de crecimiento económico.

En América Latina, durante el primer trimestre del presente año, los mercados bursátiles también registraron una importante recuperación, producto de la apreciación de las principales monedas de la región frente al dólar estadounidense, especialmente, del peso mexicano y del real brasileño. En el caso del peso mexicano, influyeron las medidas de ajuste fiscal y la decisión del Banco de México de subir la tasa de interés de referencia; en tanto que en Brasil lo hicieron las señales de una estabilización de la economía, además del alza en el precio de las materias primas, principalmente del petróleo y de algunos metales para la industria.

### Gráfica 3

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



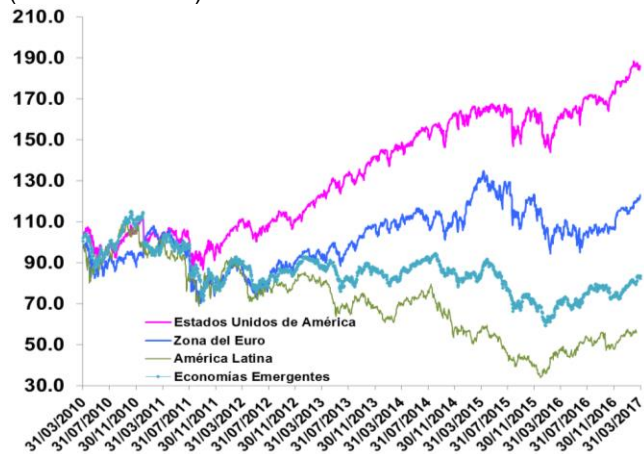
(1) Al 31 de marzo de 2017.

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

Fuente: Bloomberg.

### Gráfica 4

Principales Índices Accionarios (1) (2)  
2010-2017  
(Base 2010=100)



(1) Al 31 de marzo de 2017.

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

Fuente: Bloomberg.

## 5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer trimestre de 2017, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala registraron comportamientos mixtos. Por una parte, el petróleo mostró una moderada reducción en su precio en la primera semana de marzo,

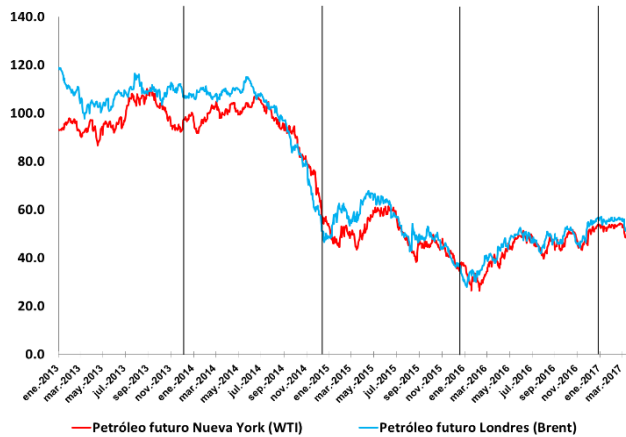
luego de evidenciar un notable incremento en los primeros dos meses del año y, por la otra, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo mantuvieron una leve tendencia al alza que se moderó hacia finales del trimestre. En este periodo el precio internacional del petróleo, del maíz y del trigo, registraron variaciones acumuladas de -5.81%, 3.34% y 4.56%, en su orden.

### a) Petróleo y gasolinas

El precio internacional del petróleo mostró un comportamiento al alza durante la mayor parte del primer trimestre, registrando precios de hasta US\$55.00 por barril, resultado de la reducción de la oferta acordada a finales de 2016 por la OPEP y otros once importantes países productores, incluidos Rusia y México. Sin embargo, dicho precio cayó desde principios de marzo, en buena medida por el incremento de los inventarios estadounidenses de crudo, que según reportes de la Administración de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés) obedece a los mayores niveles de producción, particularmente de esquisto (*shale oil*). Según algunos analistas de firmas especializadas como *IHS Energy* y la Agencia Internacional de Energía, consideran prematuro pretender que dicha caída será sostenida, dado que el mercado necesita tiempo para asimilar el impacto total de los recortes de la oferta, debido a que, como se indicó, el alza en las reservas mundiales de crudo derivó del elevado nivel de producción, particularmente en Estados Unidos de América.

**Gráfica 5**

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



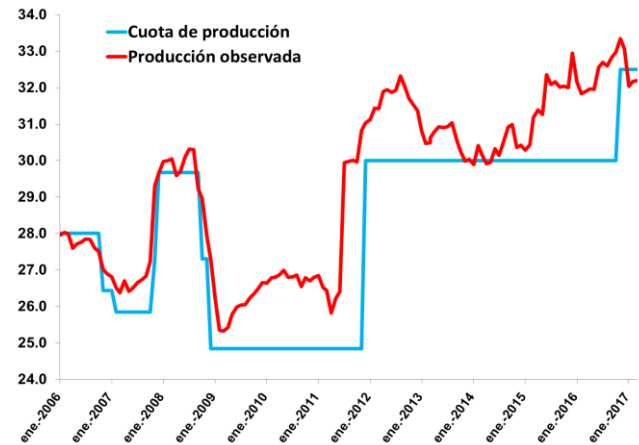
(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

El comportamiento del precio del petróleo se explica tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el incremento del precio que se observó entre noviembre de 2016 y febrero de 2017, favoreció para que en Estados Unidos de América se elevara el nivel de producción de esquisto y que una mayor cantidad de plataformas petroleras se reactivaran, principalmente en el Golfo de México, lo que aunado a menores regulaciones federales, podría propiciar que continúen los proyectos que fueron suspendidos ante la caída del precio en 2014. En ese sentido, se prevé que la producción de crudo de los países fuera de la OPEP pase de una disminución de 1.3 millones de barriles diarios (mbd) en 2016, a un aumento de 0.6 mbd en 2017 y de 0.4 mbd en 2018. En lo que respecta a los países miembros de la OPEP, a raíz del acuerdo de 2016, su volumen de producción se ha reducido cerca de 0.8 mbd desde noviembre de 2016 y a marzo de 2017 se ubicó en 32.2 mbd (0.3 mbd por debajo de la cuota acordada de 32.5 mbd).

**Gráfica 6**

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



(1) Con información preliminar a marzo de 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

De acuerdo a la firma *IHS Energy*, se prevé que la producción mundial de petróleo se sitúe en 98.0 mbd en 2017, cifra superior en 1.3 mbd respecto a la producción estimada del año anterior, pero el balance sería negativo, dado que la demanda podría superar la oferta y presionar el precio al alza.

**Cuadro 1**

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

Descripción	Estimación de marzo de 2017		
	2016 <sup>(a)</sup>	2017 <sup>(b)</sup>	Variación 2017/2016
Oferta	96.7	98.0	1.3
Demanda	96.6	98.2	1.6
Balance (oferta - demanda)	0.1	-0.2	-----

(a) Cifras preliminares.

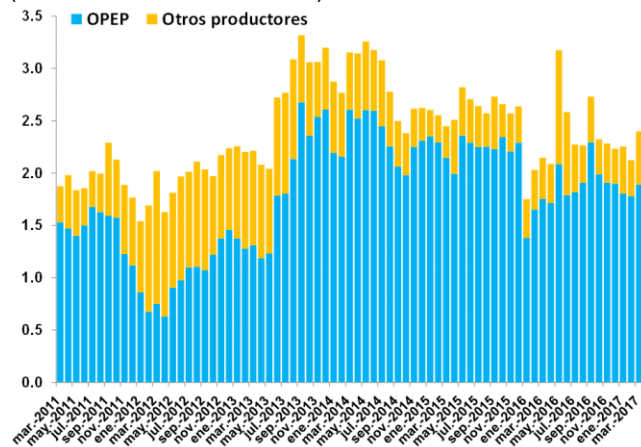
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: *IHS Energy*.

En lo referente a las interrupciones en la producción de petróleo durante lo que va del año, estas son inferiores a las registradas a finales de 2016, pero continúan siendo elevadas; no obstante, su efecto en el mercado internacional permanece limitado, dado el elevado nivel de inventarios a nivel mundial.

**Gráfica 7**

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



(1) Con información preliminar a marzo de 2017.

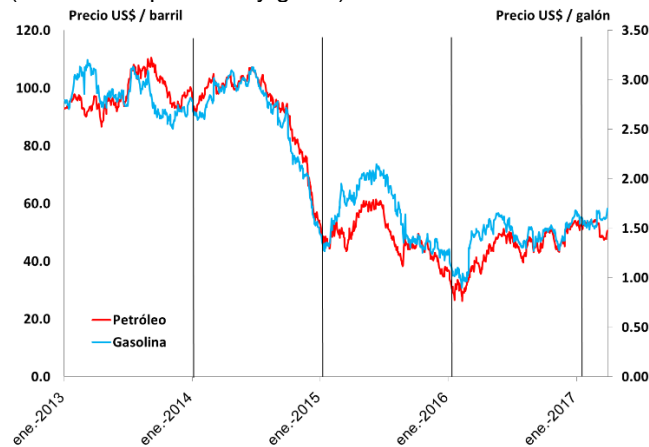
Fuente: Agencia de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

Por el lado de la demanda, se advierte que, a pesar del moderado crecimiento económico mundial en 2016, hubo una recuperación en la demanda global del crudo, la cual fue impulsada principalmente por la República Popular China. Al respecto, *IHS Energy* estima que la demanda mundial de petróleo para el presente año se sitúe en 98.2 mbd, superior en 1.6 mbd respecto de 2016. Por tanto, se prevé que el balance entre la oferta y la demanda, como se indicó, sea levemente negativo al finalizar el año.

Con relación al precio internacional de la gasolina, durante el primer trimestre del año este presentó un comportamiento congruente con el del petróleo. Sin embargo, en la primera semana de marzo, a pesar de la caída en el precio del petróleo en dicho mes, registró un incremento, asociado, principalmente, al aumento en la demanda interna en Estados Unidos de América, así como al periodo de mantenimiento planificado y no planificado de las refinerías, lo cual disminuyó el nivel de los inventarios.

**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 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

No obstante, la EIA espera que las interrupciones no causen un déficit significativo en el suministro de productos derivados del petróleo, incluida la gasolina. Asimismo, estima que la demanda se mantendrá en niveles superiores a los observados en 2016, principalmente por la recuperación prevista de la actividad económica en Estados Unidos de América. En este contexto, las presiones sobre el precio de la gasolina se mantendrían, aunque de manera moderada.

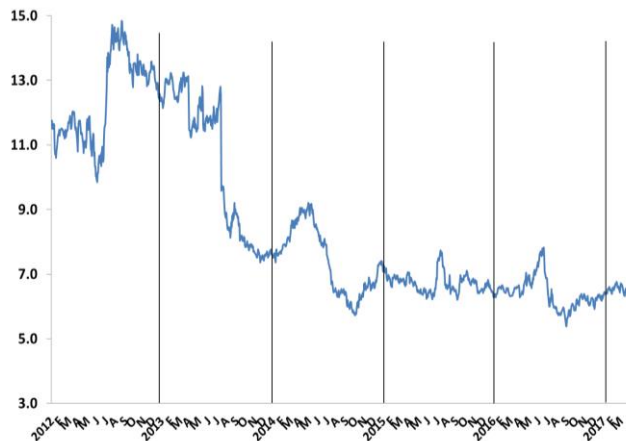
#### b) Maíz amarillo y trigo

En el primer trimestre del año, el precio internacional del maíz amarillo mostró, en general, una tendencia al alza; sin embargo, en las últimas semanas dicha tendencia se moderó, como resultado de que no se materializaron los daños previstos sobre la producción de las principales regiones productoras de Estados Unidos de América, asociados a posibles condiciones climáticas adversas. Por ello la tendencia del precio del grano sigue siendo ligeramente creciente, dado que el adecuado nivel de producción de la presente cosecha, en combinación con elevados niveles de inventarios, han sido contrarrestados por el incremento de la demanda mundial.



### 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 2017.

Fuente: Bloomberg.

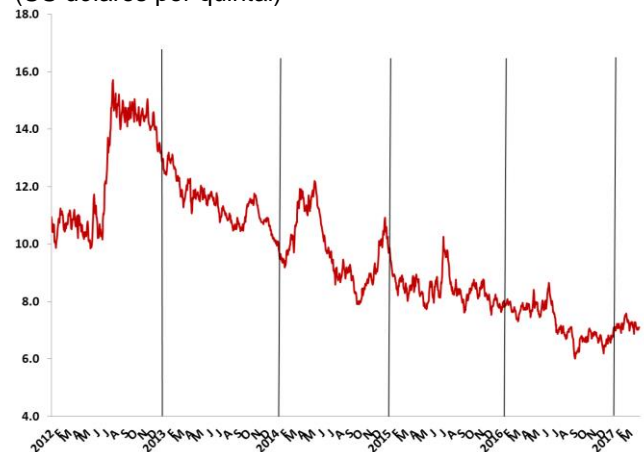
Para finales de 2017, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por su siglas en inglés), anticipa que la producción mundial para la presente cosecha alcance 1,049.2 millones de toneladas métricas (mtm), mayor a la registrada en la cosecha previa (961.9 mtm), debido a las mejores perspectivas del cultivo en Brasil y Argentina, las cuales alcanzarían niveles récord. Adicionalmente prevé que el nivel de inventarios se sitúe en 220.7 mtm, superior al registrado en la cosecha anterior (210.9 mtm), mientras que la demanda mundial se anticipa en 1,039.4 mtm (960.7 mtm en la cosecha previa); por lo que no se prevén presiones de precios en los próximos meses. Sin embargo, la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés), ha advertido que los riesgos de daños a la producción permanecen latentes, principalmente por el fenómeno climático “El Niño”, el cual ha afectado a varias regiones a nivel mundial y actualmente presenta uno de sus episodios más intensos.

Por su parte, el precio internacional del trigo durante los primeros meses del año mantuvo la tendencia al alza observada desde finales de 2016, asociada, fundamentalmente, a la merma que potencialmente ocasionaría en la oferta mundial la reducción en la producción de Estados Unidos de

América, así como al incremento en la demanda externa del grano de dicho país. Recientemente, dicho precio ha moderado su tendencia al alza, debido al aumento en el nivel de producción previsto en Argentina y Australia. Al respecto, el USDA estima que la producción para la presente cosecha será récord, alcanzando las 751.1 mtm (735.3 mtm en 2016), en tanto que los inventarios se ubicarían en 249.9 mtm (240.3 mtm en 2016) y la demanda en 741.4 mtm (712.5 mtm en 2016), por lo que al igual que en el caso del maíz, no se anticipan incrementos significativos en el precio durante el presente año. El alza en la producción respondería al aumento de las áreas de siembra en varios importantes productores. No obstante, al igual que en el caso del maíz, la producción de trigo podría ser afectada por factores climáticos, algunos de los cuales se han materializado en Europa del Este.

### 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 2017.

Fuente: Bloomberg.

#### RECUADRO 4 PRECIOS DEL PETRÓLEO Y LA ECONOMÍA GLOBAL

En 2014 el precio internacional del petróleo se redujo en más de la mitad con respecto a los niveles registrados en años previos, lo que se ha atribuido, por una parte, a que la demanda se vio afectada por perspectivas menos favorables de crecimiento económico mundial y, por la otra, a que la oferta estuvo sujeta a perturbaciones relacionadas, entre otros factores, con descubrimientos de pozos y nuevas tecnologías de extracción. No obstante, se reconoce que los recientes cambios de precios no constituyen una guía acertada acerca de la evolución que estos tendrían en el largo plazo, dado que las condiciones antes mencionadas no serían persistentes.

Al respecto, un estudio elaborado por Arezki *et al.* (2017), proporciona un marco analítico para la construcción de diversos escenarios del mercado mundial del crudo y provee una guía al comportamiento futuro del precio internacional del petróleo, para lo cual, utilizan un modelo macroeconómico que incorpora no solamente aspectos de oferta, como consideraciones sobre la exploración y extracción, así como el agotamiento de las reservas; sino que también, características de la demanda, como el aumento del consumo en economías emergentes, la eficiencia en el uso de los combustibles fósiles y la respuesta a la demanda endógena.

En ese sentido, los autores incorporaron cuatro enfoques en el modelo planteado. El primero de ellos, el enfoque de oferta restringida, que se basa en la idea de que los campos petroleros existentes, que representan alrededor del 80% de la oferta actual, se agotan rápidamente, por lo que el precio internacional del petróleo aumentaría en la medida en que los suministros mundiales de crudo disminuyan.

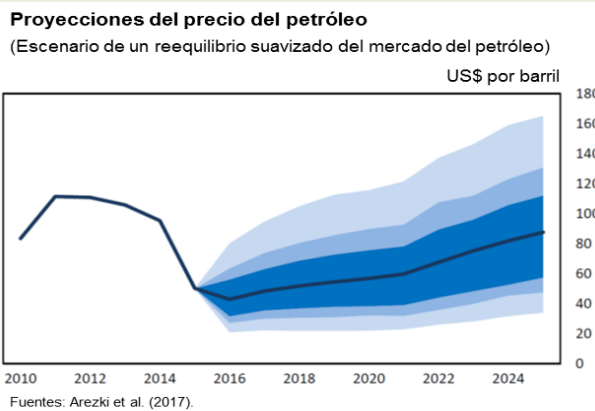
El segundo enfoque, de la elasticidad de la oferta, refleja que elevados precios del petróleo, eventualmente, estimulan la oferta mediante el fomento de la inversión en exploración y explotación. De hecho, en años recientes las fuentes no convencionales de suministro del crudo, como el petróleo de esquisto, el de aguas ultra profundas y el de arenas petrolíferas, han impulsado la producción mundial y condicionado el comportamiento del precio.

De acuerdo con el tercer enfoque, el del ciclo económico mundial, las fluctuaciones de los precios del petróleo se atribuyen exclusivamente a factores de demanda, en tal sentido, el fuerte crecimiento de la actividad económica, especialmente de las economías emergentes, suscitaría una tendencia alcista en el precio del crudo, como ya lo hizo en la década recién pasada.

Finalmente, el cuarto enfoque sugiere que la eficiencia en el uso del petróleo, junto con su sustitución por nuevas alternativas energéticas, representa una tendencia dominante en el mercado de petróleo, de manera que, a medida que el precio del petróleo se incrementa, la demanda tenderá a disminuir, en tanto que los consumidores sustituyen el petróleo por fuentes alternativas como el biocombustible y el gas natural, entre otras.

Al integrar los cuatro enfoques en un modelo que asume que el precio del petróleo se ajusta instantánea y continuamente para que el mercado se liquide, se obtiene un marco analítico que permite analizar de manera estructurada la incertidumbre de los choques, lo que permite generar diversos escenarios alternativos, de corto y mediano plazos, consistentes con los fundamentos subyacentes y las condiciones contemporáneas del mercado del petróleo.

Al respecto, los resultados del modelo evidencian que, de acuerdo con el escenario base, el precio del petróleo alcanzaría un reequilibrio (precios de 2013) hacia finales del horizonte de pronóstico, pese al abrupto descenso que registró la inversión en el sector petrolero como resultado del entorno de precios bajos en el mercado mundial del petróleo desde finales de 2014. En ese sentido, el modelo proyecta que el precio tendría un periodo de prolongada estabilidad seguido por un aumento gradual en el mismo. Adicionalmente, la incertidumbre en el mercado de petróleo, que refleja el modelo en amplios intervalos de confianza alrededor del pronóstico base, con cierto sesgo al alza, se atribuye en parte a la dificultad de determinar objetivamente la respuesta de la oferta y la demanda en el largo plazo a los choques de los precios.



En conclusión, mediante el modelo macroeconómico que incorpora características de oferta y demanda del petróleo, se identifican los efectos que generan en el mercado del crudo, los cambios, tanto en la actividad económica mundial como en el suministro y en la eficiencia de su uso. Además, el análisis efectuado revela que choques marginales de oferta o de demanda del petróleo pueden dar lugar a fluctuaciones significativas en los precios en el corto plazo, debido a la elasticidad en el precio del crudo. Finalmente, el modelo sugiere que, usualmente, un periodo prolongado de bajos precios del petróleo es seguido por uno en el que los precios aumentan, pero gradualmente.

Fuente: Arezki, Rabah; Jakab, Zoltan; Laxton, Douglas; Matsumoto, Akito; Nurbekyan, Armen; Wang, Hou; y Yao, Jiaxiong (2017). "Oil prices and the global economy". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper No. WP/17/15. Enero.

## 6. Inflación y política monetaria

Durante el primer trimestre de 2017, la inflación aumentó en las economías avanzadas, en tanto que se moderó en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Específicamente, la inflación repuntó en Estados Unidos de América, la Zona del Euro, el Reino Unido y, en menor medida, en Japón. La tendencia al alza en la inflación de estas economías se fundamenta, principalmente, en el desvanecimiento de los efectos favorables de los bajos precios de la energía, aunado al sesgo acomodaticio de las políticas monetarias que prevalece en estos países.

Por su parte, las menores presiones cambiarias, en adición a la reducción de los choques de oferta que afectaron los precios de los alimentos y al efecto en la demanda agregada de las medidas de política monetaria adoptadas por las autoridades monetarias de algunas economías con mercados emergentes y en desarrollo en los meses previos, contribuyeron a moderar su inflación, lo cual fue más evidente en la región de América Latina, con excepción de México donde el ritmo inflacionario se aceleró. Es de hacer notar que en los países de este grupo que son importadores netos de materias primas y principalmente de productos derivados del petróleo, se ha incrementado la exposición a las presiones inflacionarias provenientes del aumento de los precios internacionales de los energéticos.

La inflación en Estados Unidos de América no solo repuntó en los meses recientes (2.38% a marzo de 2017) ubicándose por arriba del objetivo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, sino que fue la más alta dentro de las principales economías avanzadas. Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por el incremento de los precios de la energía (15.0% respecto al mismo mes del año anterior). Tomando en cuenta lo anterior y la favorable evolución del empleo, la FED decidió incrementar el rango objetivo de la tasa de interés para fondos federales en su reunión de marzo, ubicándolo en 0.75%-1.00%, en virtud de que las condiciones económicas se encuentran cercanas a su

objetivo dual. No obstante, la FED resaltó que la postura de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, contribuyendo así a un mayor fortalecimiento de las condiciones del mercado de trabajo y a propiciar que la inflación se mantenga en torno a 2.0%.

En la Zona del Euro, la inflación aumentó al situarse en 1.98%, acercándose a la meta de 2.0% del Banco Central Europeo (BCE). Este resultado a febrero, refleja el aumento de los precios de los energéticos y de los alimentos. De acuerdo al BCE todavía será necesario un grado sustancial de apoyo de la política monetaria para que las presiones inflacionarias, principalmente las subyacentes, se incrementen y que la inflación se mantenga alrededor del objetivo de mediano plazo; por lo que, ha manifestado que las tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales por un período prolongado. Adicionalmente, ha indicado que las compras mensuales de activos por €80.0 millardos finalizaron en marzo del presente año y, a partir de abril y hasta finales de diciembre, se ajustarán a un ritmo de €60.0 millardos mensuales. No obstante, si las perspectivas se tornan menos favorables o las condiciones financieras son incompatibles con una senda de inflación congruente con la meta, dicho programa de compras podría ampliarse en términos de tamaño y duración.

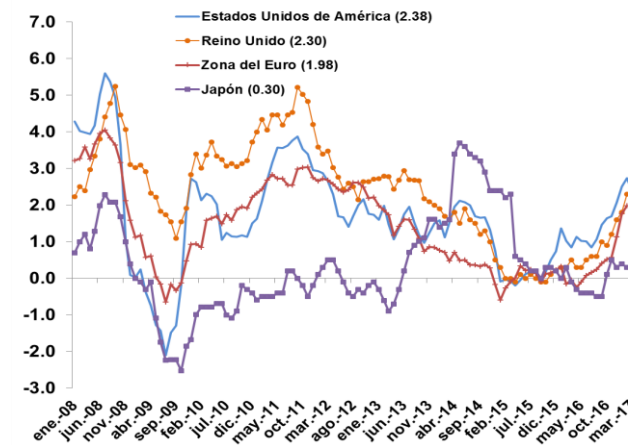
En el Reino Unido, la inflación ha presentado una tendencia al alza desde el segundo semestre de 2016, ubicándose en 2.30% a marzo de 2017, nivel por arriba de la meta del Banco de Inglaterra (2.0%). Dicho incremento está asociado, principalmente, al incremento en el precio de los energéticos y al efecto traspaso de la significativa depreciación de la libra esterlina, derivado del inesperado resultado del referéndum de 2016 en favor de abandonar la Unión Europea (*Brexit*). De acuerdo con el Banco de Inglaterra, la senda óptima para la política monetaria, desde la aprobación del *Brexit*, ha estado sujeta a la evolución de la demanda agregada, del tipo de cambio y, consecuentemente, de la inflación; por lo que el Comité de Política Monetaria mantuvo, a lo largo del primer trimestre, la tasa de

interés de política monetaria en 0.25%, así como la compra de bonos corporativos con sus reservas internacionales hasta por £10.0 millardos y la de bonos del gobierno británico en £435.0 millardos.

En Japón, la inflación ha registrado una leve tendencia al alza desde el tercer trimestre de 2016, ubicándose en 0.30% en febrero de 2017, como consecuencia del desvanecimiento de los efectos de los bajos precios de los combustibles. Sin embargo, esta permanece relativamente baja, ante las expectativas poco alentadoras del desempeño de la demanda interna. En este sentido, durante el primer trimestre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés) decidió continuar con el programa denominado "QQE con *Yield Curve Control*", implementado desde septiembre de 2016, el cual implica el control de la curva de rendimientos sobre las tasas de interés de corto plazo, mediante la tasa de interés de política monetaria en niveles alrededor de cero (pudiendo ser negativa). Para el caso de las tasas de largo plazo, el traslado sería mediante la compra de bonos del gobierno japonés a un ritmo de alrededor de ¥80.0 billones (US\$698.0 millardos) para que los rendimientos de dichos bonos a 10 años se mantengan en torno a 0.0%. Además, respecto a la compra de activos, el Comité estableció que el BOJ comprará Fondos Cotizados en Bolsa (ETF, por sus siglas en inglés) y Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces de Japón (J-REIT, por sus siglas en inglés) de manera que sus montos aumenten a ritmos anuales de alrededor de ¥6,000.0 millardos (US\$52.4 millardos) y ¥90.0 millardos (US\$785.3 millones), respectivamente.

### Gráfica 11

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



(1) Datos a marzo de 2017. Zona del Euro y Japón a febrero.  
Fuente: Bancos centrales.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias, particularmente en la mayoría de países de América Latina, continuaron moderándose durante el primer trimestre del presente año (excepto en México y Perú), como resultado de la reversión de algunos choques de oferta en el rubro de alimentos, la política monetaria restrictiva implementada en meses previos en algunos países y la apreciación moderada que están experimentando algunas monedas, luego de un período de amplias depreciaciones cambiarias.

En la República Popular China, la inflación ha mostrado una ligera tendencia al alza desde el segundo semestre de 2016, explicada, principalmente, por el fortalecimiento de la demanda interna y precios más altos de la energía. Sin embargo, a principios del presente año la inflación cayó considerablemente, ubicándose en 0.8% en febrero y en 0.9% en marzo, muy por debajo de la meta oficial (3.0%), asociado a factores estacionales<sup>3</sup>. No obstante, el comportamiento de la inflación ha sido congruente con el crecimiento de la economía, la cual se está estabilizando a tasas más sostenibles. En este contexto, el Banco Popular de

<sup>3</sup> Corresponde a la conmemoración del Año Nuevo Chino.

China ha mantenido su tasa de interés de política monetaria en 4.35% desde octubre de 2015 y no se prevén cambios relevantes en el mediano plazo, teniendo en cuenta que los esfuerzos de las autoridades están orientados a reducir el exceso de capacidad ociosa en el sector industrial y prevenir mayores riesgos crediticios y de liquidez en el sistema financiero.

En México, la inflación se incrementó significativamente a principios del presente año (5.35% en marzo), por encima del límite superior de la meta de la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual), debido a la importante alza registrada en los precios internos de la energía que, según el Banco de México, ha respondido a las medidas que se implementaron para liberalizar los precios de algunos energéticos, principalmente la gasolina, y en menor medida, a la depreciación cambiaria que ha presionado las expectativas de inflación de mediano plazo. Congruente con lo anterior, el Banco de México incrementó en 75 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria durante el primer trimestre del año, con el objeto de mitigar dichos efectos, buscando así anclar las expectativas inflacionarias y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta.

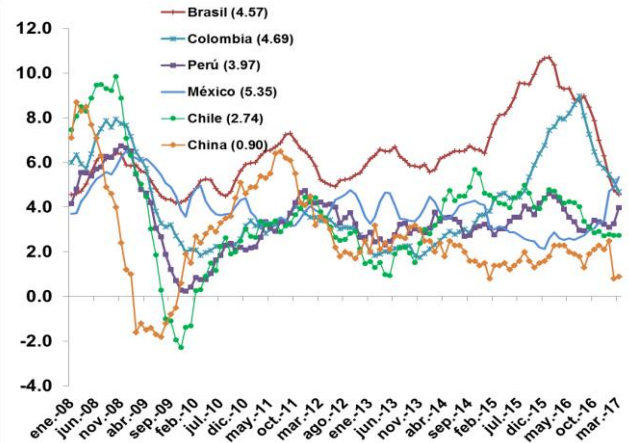
En Perú, la inflación se ha ubicado por arriba del límite superior del rango meta (3.97% a marzo), derivado de presiones temporales al alza, atribuidas a choques de oferta que afectaron el precio de los alimentos. En ese contexto, el Banco Central de Reserva del Perú, manifestó que, dado el origen de las presiones de inflación, por el momento, no era necesaria una respuesta de política monetaria ya que las expectativas de inflación permanecen ancladas.

Por su parte, en Chile el ritmo de crecimiento del nivel de precios se ha estabilizado y se ha mantenido dentro del rango meta (2.74% a marzo). Ante ese escenario, el Banco Central de Chile, tomando en cuenta que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas, modificó su tasa de política monetaria a principios de año (recorte de 50 puntos básicos).

En contraste, en Brasil y Colombia si bien la inflación se encuentra en niveles relativamente altos (en marzo se ubicó en 4.57% y 4.69%, en su orden), esta se ha desacelerado de manera importante desde el año anterior, resultado de las políticas monetarias restrictivas implementadas previamente y, en menor medida, de la debilidad de sus economías, principalmente en Brasil, por lo que sus bancos centrales han podido reducir sus tasas de referencia en 150 y 50 puntos básicos, respectivamente.

### Gráfica 12

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



(1) Datos a marzo de 2017.  
Fuente: Bancos centrales.

En cuanto a la inflación en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, esta registró una leve alza durante el primer trimestre del año, ante la reducción del efecto de la caída de los precios de los combustibles, aunque en la mayoría de países se encuentra por debajo de sus respectivas metas. No obstante, dada su condición de países importadores netos de materias primas, principalmente de petróleo y derivados, continúan expuestos a presiones inflacionarias provenientes de los aumentos que pudieran registrar los precios de los combustibles y la energía. Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, en lo que va del presente año, únicamente el de la República Dominicana realizó un incremento de 25 puntos básicos.

## B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

En su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial (publicado en abril de 2017), el FMI prevé que para el presente año el crecimiento económico global sea marginalmente mayor al previsto en su informe previo. Dicho crecimiento sería apoyado por el sólido desempeño de los mercados financieros y la recuperación de la actividad manufacturera y del comercio. Asimismo, la expectativa de una postura fiscal más expansiva en Estados Unidos de América y sus efectos positivos en el resto de economías ha aumentado los niveles de confianza, lo que permitiría que el dinamismo observado desde finales de 2016 continúe este y el próximo año. No obstante, la recuperación de la actividad económica mundial está sujeta a diversos riesgos, dentro de los que destacan el bajo crecimiento de la productividad y la elevada desigualdad del ingreso.

En ese contexto, el FMI estima que el crecimiento de la actividad económica mundial alcance una tasa de 3.5% en 2017, superior a la observada en 2016 (3.1%); en tanto que para 2018 prevé una moderada recuperación (3.6%). En las economías avanzadas, las perspectivas favorables están asociadas al mayor dinamismo del sector manufacturero y a una mayor confianza empresarial, la cual repuntó luego de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América. Al respecto, se espera que en conjunto estas economías crezcan 2.0% tanto en 2017 como en 2018. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.5% y 4.8% en 2017 y 2018, respectivamente, impulsadas por la estabilización y recuperación de algunos países exportadores de materias primas y por el mayor crecimiento de India, factores que serían parcialmente compensados por la moderación del crecimiento económico en la República Popular China.

En lo que respecta a las economías avanzadas, Estados Unidos de América podría crecer 2.3% en 2017 y en 2018, resultado de la recuperación de los

inventarios y la expectativa de la adopción de medidas de estímulo fiscal. Por su parte, de acuerdo con la FED, con los ajustes graduales en la tasa de interés de política monetaria, la actividad económica continuaría expandiéndose a un ritmo moderado, cercano a su nivel potencial, en tanto que el mercado laboral seguiría fortaleciéndose y la inflación se estabilizaría en torno a 2.0%.

En la Zona del Euro, se espera que la recuperación económica avance a un ritmo más débil que en 2016 (1.7%). En efecto, se prevé que crezca 1.6% en 2017 y 1.5% en 2018. El modesto desempeño económico se atribuye a una moderada expansión fiscal y a la debilidad del euro. Con relación a la inflación, se espera que esta se acelere en el corto plazo como reflejo del comportamiento de los precios de la energía. No obstante, el BCE estima que aún es necesaria una postura de política monetaria ampliamente acomodaticia para asegurar el mantenimiento de la inflación en niveles cercanos a 2.0%, dado que espera que para 2017 y 2018 la inflación se ubique en torno a 1.5%.

En el Reino Unido, la actividad económica podría crecer 1.9% en 2017 y moderarse a 1.4% en 2018, a medida que los efectos negativos del *Brexit* sobre la inversión privada y el consumo se acentúen. Asimismo, la mayor incertidumbre causada por la salida del Reino Unido de la Unión Europea se ha reflejado en una significativa depreciación de la libra esterlina, la cual impactaría en los costos de las importaciones e implicaría que la inflación supere, por un período prolongado, la meta de 2.0% establecida por el Banco de Inglaterra, ubicándose en 2.8% en 2017 y 2.5% en 2018.

En Japón, el crecimiento económico seguirá siendo moderado, ubicándose en 1.2% en 2017 y 0.7% en 2018, resultado que dependerá, en buena medida, de que persista la contribución positiva de las exportaciones netas, observada desde finales de 2016 y de que los estímulos de las políticas fiscal y monetaria se prolonguen. Por su parte, la inflación se mantendría levemente positiva, alcanzado un crecimiento interanual

de 0.8% en 2017 y 0.6% en 2018, asociado a la influencia que continuarían ejerciendo los precios de la energía.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque se prevé una moderación en el crecimiento de algunos de los países que los conforman, dada la creciente importancia de otras economías, seguirán siendo el motor del crecimiento global. En efecto, la República Popular China crecería 6.5% en 2017 y se moderaría a 6.2% en 2018. Durante el presente año, la actividad económica continuaría siendo impulsada por el mayor dinamismo registrado desde finales de 2016, así como por las políticas de estímulo implementadas para propiciar el crecimiento del crédito y una mayor inversión pública. Sin embargo, la perspectiva de mediano plazo presenta algunos retos derivados de la ineficiente asignación de los recursos y de una mayor vulnerabilidad asociada con las inversiones altamente dependientes del crédito. Por su parte, la inflación se mantendría estable y moderada y se situaría en 2.5% en 2017 y 2.3% en 2018 debido, entre otros factores, al exceso de capacidad instalada, principalmente en el sector industrial.

En América Latina, se prevé que el crecimiento económico sea más débil de lo esperado a finales del año anterior, dada la heterogeneidad entre países. Si bien se espera que la recuperación de los precios internacionales de las materias primas y de algunos metales respalde la actividad económica en la mayoría de los países exportadores de estos productos, la demanda interna seguiría creciendo escasamente y factores idiosincráticos de los propios países continuarían desempeñando un papel clave en las economías más grandes de la región, como la de México, donde las perspectivas se han deteriorado recientemente. Asimismo, las proyecciones reflejan la expectativa de que en 2017 se estaría superando la recesión económica en Brasil (0.2%) y en Argentina (2.2%), en tanto que se prevé una menor contracción en Ecuador (-1.6%) y en Venezuela (-7.4%). Tomando en cuenta lo anterior, se espera que, en promedio, la

actividad económica de la región crezca 1.1% en 2017 y 2.0% en 2018.

En Brasil, se prevé que la economía deje atrás la recesión de los últimos años y crezca 0.2% en 2017 y 1.7% en 2018, debido a la reducción de la incertidumbre política y la flexibilización de la política monetaria. Por su parte, la inflación podría estabilizarse y ubicarse en 4.4% en 2017, como consecuencia de la combinación de una brecha del producto aún negativa y la disipación de los efectos de la fuerte depreciación cambiaria y los choques de oferta registrados el año previo.

En México, el crecimiento de la economía se desaceleraría en 2017 (1.6%) para luego recuperarse modestamente en 2018 (2.1%), debido a la moderación de la inversión y del consumo, ante las condiciones financieras más restrictivas y la mayor incertidumbre sobre el futuro de las relaciones comerciales con Estados Unidos de América, su principal socio comercial. Sin embargo, estos factores pueden ser compensados por un mayor dinamismo de la economía estadounidense y por el impulso a las exportaciones derivado de la depreciación de su moneda. También se prevé la continuación de las reformas estructurales en los ámbitos de energía, mercado de trabajo, competencia, telecomunicaciones y sector financiero, lo cual impulsaría el crecimiento en el mediano plazo. Con respecto a la inflación, esta se ubicaría en 4.6% en 2017, por encima del rango estimado por el Banco de México, como resultado de la liberalización de los precios de los combustibles y, en menor medida, del efecto traspaso de la depreciación cambiaria que ha afectado las expectativas inflacionarias de corto plazo; en tanto que en 2018 se ubicaría en 3.1%.

En Chile y Colombia, los mayores precios de las materias primas ayudarían a fortalecer el crecimiento económico en 2017, el cual se ubicaría en 1.7% y 2.3%, respectivamente. En tanto que para 2018 se prevé que la actividad económica se ubique en 2.3% y 3.0%, en su orden. En cuanto a la inflación, se anticipa una relativa estabilidad para 2017, ubicándose en 3.1% en Chile y en 4.1% en Colombia.

En Centroamérica, el crecimiento económico se mantendría estable en niveles relativamente adecuados en 2017 y en 2018 (3.5% en ambos años) debido al dinamismo de la demanda interna, las expectativas de un mejor desempeño de la actividad económica estadounidense y al mayor flujo de remesas familiares.

En términos de inflación, la misma se situaría en 4.1% en 2017, mayor a la observada en 2016 (2.1%), asociada principalmente, a la reversión en el precio interno de los combustibles y a mayores presiones sobre el precio de los alimentos en algunos países; en tanto que para 2018 se ubicaría en 4.2%.

## Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2016	Proyecciones		2016	Proyecciones	
		2017	2018		2017	2018
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	1.6	2.3	2.3	2.2	2.3	2.7
El Salvador	2.4	2.3	2.3	-0.9	2.7	2.0
Honduras	3.6	3.4	3.6	3.3	4.7	4.5
Zona del Euro	1.7	1.6	1.5	1.1	1.5	1.5
México	2.3	1.6	2.1	3.4	4.6	3.1
<b>Otros socios</b>						
Colombia	2.0	2.3	3.0	5.7	4.1	3.0
Japón	1.0	1.2	0.7	0.3	0.8	0.6
Brasil	-3.6	0.2	1.7	6.3	4.4	4.5
Chile	1.6	1.7	2.3	2.8	3.1	3.0
Perú	3.9	3.5	3.7	3.2	2.9	2.5
Reino Unido	1.8	1.9	1.4	1.2	2.8	2.5
China	6.7	6.5	6.2	2.1	2.5	2.3
<b>Mundial</b>	3.1	3.5	3.6	3.1	3.5	3.3
-Economías avanzadas	1.7	2.0	2.0	1.5	1.9	2.0
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.1	4.5	4.8	4.4	4.8	4.3
-América Latina y el Caribe (1)	-1.0	1.1	2.0	4.6	4.2	3.7
-América Central	3.6	3.5	3.5	2.1	4.1	4.2
<b>Principales socios (2)</b>	1.9	2.2	2.3	2.0	2.7	2.7

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, abril de 2017. *Consensus Forecasts* a abril de 2017 y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, a marzo de 2017.

(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

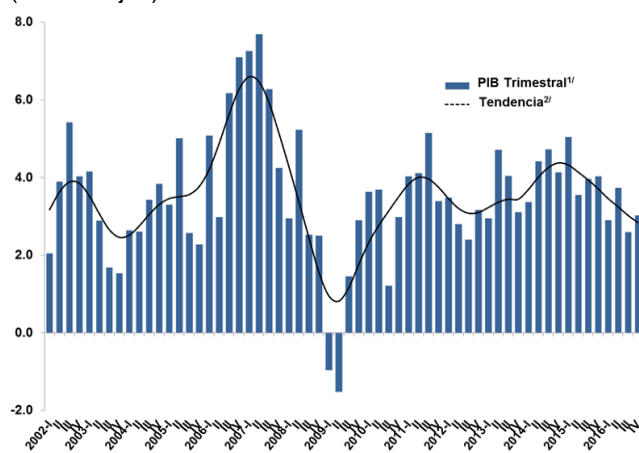
El Producto Interno Bruto en el cuarto trimestre de 2016 registró una tasa de crecimiento interanual de 3.0% (ver detalle en Anexo). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: industrias manufactureras; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que en conjunto explican alrededor del 80.0% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo del gasto de consumo privado (el cual representa alrededor de 86.0% del PIB), y del volumen de las exportaciones de bienes y servicios.

Con base en los resultados alcanzados en los cuatro trimestres, la economía guatemalteca si bien creció 3.1% en 2016, menor al registrado en 2015 (4.1%), continúa reflejando expectativas favorables sobre la actividad económica. En efecto, a febrero de 2017 el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró un crecimiento de 3.0%, resultado del dinamismo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y administración pública y defensa. Cabe indicar que la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.6%, tasa que es congruente con el crecimiento previsto del PIB anual revisado para 2017 (entre 3.0% y 3.8%)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> En abril de 2017, se efectuó una revisión del rango de crecimiento del PIB anual para finales de 2017, estimado en noviembre de 2016. Como resultado se determinó que el rango entre 3.0% y 3.8% sigue siendo apropiado y refleja las condiciones de actividad económica previstas para el presente año.

**Gráfica 13**

Producto Interno Bruto Trimestral (Porcentajes)

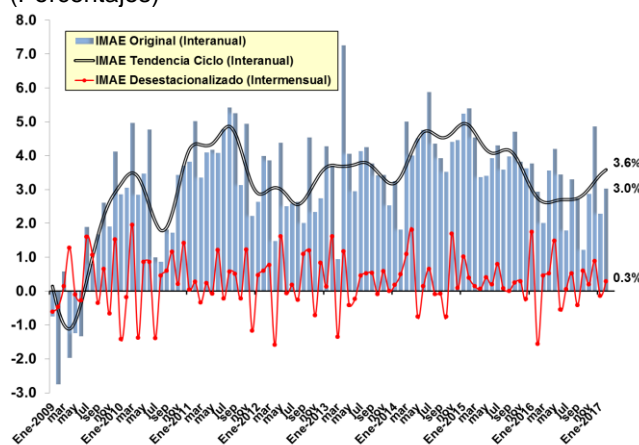


(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a diciembre de 2016.  
(2) Tendencia con base en el filtro de Hodrick-Prescott a diciembre de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 14**

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



(1) Base 2001 = 100.

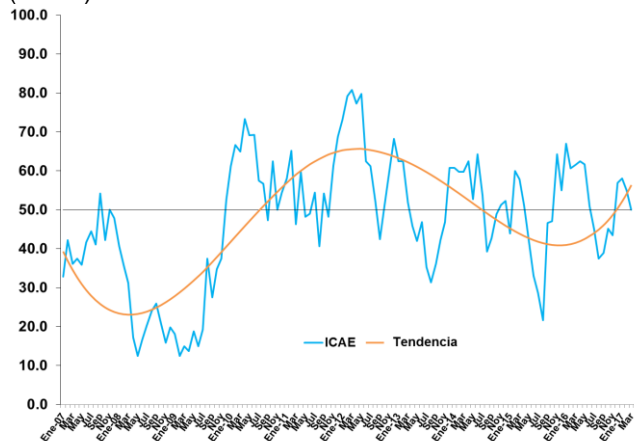
(2) Con información a febrero de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

El Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) en marzo de 2017 se ubicó en 50.00 puntos, por debajo del observado al mismo mes del año anterior (61.54 puntos). Vale subrayar que desde agosto de 2015, cuando dicho índice registró su menor nivel, este ha aumentado cerca de 28 puntos, lo que denota una recuperación en la confianza de los agentes económicos.

**Gráfica 15**

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



(1) Con información a marzo de 2017.

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

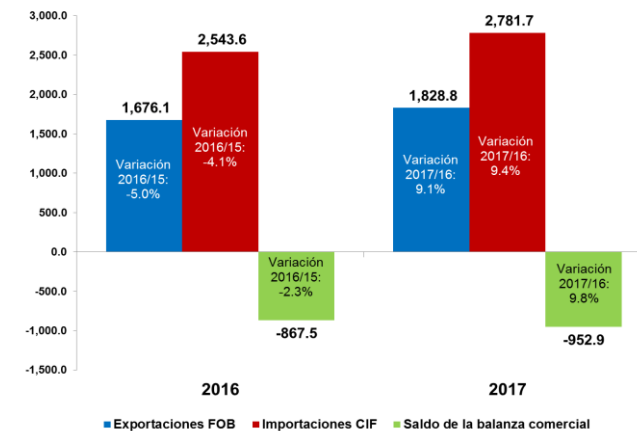
## B. SECTOR EXTERNO

El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró un aumento de 9.1% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a febrero de 2017, respecto de similar período de 2016, explicado por un incremento en el precio medio de exportación (8.4%) y en el volumen exportado (0.2%). Por su parte, en ese mismo período, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 9.4%, explicado tanto por el incremento en los precios medios como en el volumen importado (5.1% y 3.9%, respectivamente). En efecto, el aumento en el precio medio se asocia, principalmente, al alza que se ha registrado en el precio internacional del petróleo y sus derivados; mientras que el volumen importado se incrementó, especialmente, en los bienes de capital y los bienes de consumo.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$952.9 millones, superior en US\$85.4 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$867.5 millones).

**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.

Con relación a los términos de intercambio, estos han sido favorables para Guatemala en los últimos años, lo que se ha traducido en una reducción en el saldo de cuenta corriente, llegando incluso a convertirse en un superávit de alrededor del 1.3% del PIB en 2016, asociado, en parte, a que la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones. Cabe resaltar que dicho resultado empieza a revertirse conforme los precios internacionales de algunas materias primas, en especial del petróleo y sus derivados, han empezado a incrementarse con relación a los precios registrados el año previo<sup>5</sup>.

En el aumento del valor FOB de las exportaciones, destacaron los incrementos en las exportaciones de cardamomo; grasas y aceites comestibles; caucho natural; azúcar; petróleo; frutas frescas, secas o congeladas; café; níquel y banano.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$50.5 millones (138.7%), derivado del significativo incremento, tanto en el volumen exportado (64.5%), como en el precio medio por quintal (45.1%); en efecto, este pasó de US\$302.02 en febrero de 2016 a

<sup>5</sup> Esta situación podría reducir la presión hacia la apreciación que se observa en el tipo de cambio nominal.

US\$438.24 en similar mes de 2017. De acuerdo al Comité de Cardamomo de AGEXPORT, en el comportamiento del precio internacional influyó la disminución del volumen de producción en India, como consecuencia de condiciones climáticas adversas. El aumento en el volumen exportado, fue posible por el incremento en la producción nacional y por la mayor demanda de Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Nepal, India y Pakistán.

El valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles se incrementó en US\$24.4 millones (37.1%), explicado por un aumento en el precio medio (34.6%) y en el volumen exportado (1.6%). El aceite de palma tuvo la mayor participación (76.1%) en este rubro; de acuerdo al Banco Mundial, el alza en el precio internacional de este producto se asocia a la mayor demanda del mismo con fines industriales y alimenticios.

Las exportaciones de caucho natural registraron un alza de US\$18.9 millones (132.8%), como consecuencia del aumento, tanto en el precio medio de dicha materia prima (58.1%), como en el volumen exportado (47.3%). El comportamiento al alza en el precio internacional del caucho natural, se asoció, principalmente, al incremento que se ha registrado en la demanda de la materia prima por parte de la República Popular China (principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial), así como al aumento en el precio del caucho sintético a base de petróleo, por la reciente tendencia al alza del crudo.

Las ventas al exterior de azúcar aumentaron US\$17.4 millones (11.0%), derivado del incremento en el precio medio de exportación (15.6%), que pasó de US\$17.52 a US\$20.25 por quintal, que habría compensado, parcialmente, la caída en el volumen (4.0%). Según *The Public Ledger*<sup>6</sup>, el aumento en el precio internacional del azúcar se asocia a la significativa reducción en la producción del edulcorante

<sup>6</sup> Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

en India y a las perspectivas de una moderada producción en Brasil, en ambos casos por las previsiones de condiciones climáticas adversas (ausencia de lluvia). Por su parte, la caída en el volumen se explica, de acuerdo con la Asociación de Azucareros de Guatemala (Azasgua), por el bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

El valor de las exportaciones de petróleo aumentó US\$11.9 millones (124.7%), asociado, principalmente, al alza en el precio medio de exportación (124.8%), dado que el volumen exportado registró una leve disminución (0.1%). El comportamiento al alza del precio internacional del petróleo desde mediados de noviembre del año anterior, fue consecuencia de la reducción de la sobreoferta mundial del crudo, impulsada, entre otros factores, por el acuerdo alcanzado para recortar los niveles de producción entre países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en conjunto con Rusia y otros productores importantes no miembros de dicho cártel.

Las ventas al exterior de frutas frescas, secas o congeladas registraron un aumento de US\$7.8 millones (27.5%), que se explica, por el incremento, tanto en el volumen exportado (19.6%) como en el precio medio de exportación (6.8%). En el comportamiento del volumen destacan, las mayores ventas de melón, asociado a una mayor utilización de áreas de cultivo en la región productora ubicada en el oriente del país; asimismo, otros productos como papaya, piña, sandía y limón también registraron un crecimiento en su demanda externa, especialmente, de Estados Unidos de América; país al que se destinó alrededor del 92.0% del total exportado bajo este rubro.

El alza en el valor de las exportaciones de café de US\$9.3 millones (8.9%), se asocia al aumento en el precio medio (13.5%), que pasó de US\$150.67 a US\$170.94 por quintal a febrero de este año; dicho aumento compensó, parcialmente, la reducción en el volumen exportado (4.0%). De acuerdo con *The Public*

*Ledger*, el alza en el precio internacional del café se explica, principalmente, por una cosecha menor a la esperada en Brasil y Colombia.

El valor de las exportaciones de níquel se incrementó US\$8.5 millones (147.0%), derivado del aumento significativo en el volumen exportado (114.0%), como en el precio medio de exportación (15.4%). Dicho resultado se asocia, principalmente, a una recuperación de los precios internacionales de los minerales ferrosos, debido a una mayor demanda mundial. A nivel nacional, de acuerdo con el sistema informativo *Bloomberg*, los elevados precios internacionales del mineral indujeron un incremento de las operaciones de las empresas Exmibal, Guaxilan y Minera Mayamerica.

El incremento en el valor de las exportaciones de banano de US\$6.3 millones (6.2%), se asocia al alza en el precio medio por quintal (17.3%), que pasó de US\$14.72 en febrero de 2016 a US\$17.26 en febrero de 2017, lo que compensó la caída en el volumen (9.5%). Según *Sopisco News* y la Asociación de Exportadores de Banano de Ecuador (AEBE), el aumento en el precio internacional de la fruta se explica, fundamentalmente, por la reducción en la producción de dicho país, situación que alteró las condiciones de oferta mundial. Por su parte, la reducción en el volumen exportado, se atribuye, según la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala (Bandegua), a que el ciclo bianual de cosecha del fruto en Guatemala fue bajo debido a un deterioro climático (falta de lluvia).

Entre los rubros de exportaciones que registraron caída, destacan los productos farmacéuticos por US\$15.8 millones (30.7%) y hierro y acero por US\$8.6 millones (22.0%); ambos rubros, refleja la caída en los precios medios de exportación, debido a una menor demanda a nivel internacional.

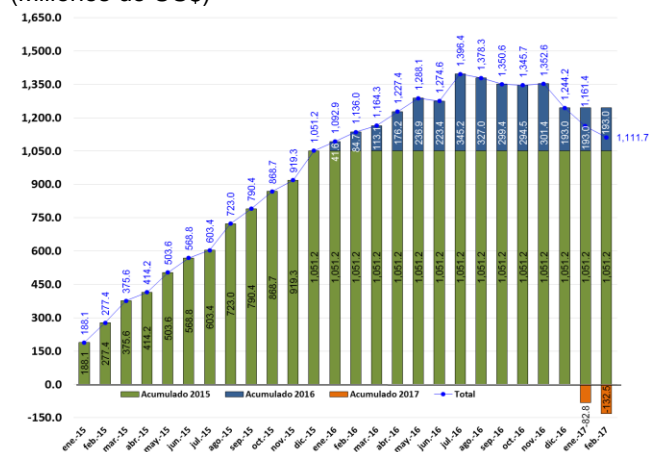
Por su parte, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (9.4%), estuvo determinado, como se indicó, tanto por el alza en el precio medio de importación (5.1%) como por el incremento en el volumen importado (3.9%). En el citado

resultado influyó el crecimiento del valor de las importaciones tanto de combustibles y lubricantes como del resto de importaciones. En efecto, el alza en precio medio de importación se explica, principalmente, por la recuperación del precio internacional del petróleo que impulsó al alza el precio medio de los combustibles y lubricantes (46.4%). En lo que respecta al volumen de importación, todos los rubros, con excepción de las materias primas y productos intermedios, registraron incrementos. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de bienes de capital (7.7%), materias primas y productos intermedios (5.5%) y bienes de consumo (3.1%).

La recuperación del precio internacional del crudo respecto del año previo, ha provocado, como se había anticipado, que el ahorro que hasta el año pasado se venía observando en la factura petrolera y sus derivados, comience a reducirse. En efecto, a febrero de 2017, la factura petrolera registró un aumento de US\$132.5 millones, a diferencia de lo que se observó en 2015 y 2016 (ahorros totales de US\$1,051.2 millones y US\$193.0 millones, respectivamente).

### Gráfica 17

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



(1) Con información a febrero de 2017.

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

## RECUADRO 5 LOS CICLOS DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y EL AJUSTE EXTERNO

La fuerte caída de los precios de las materias primas en los últimos años ha reavivado la discusión en torno al impacto que tienen los choques de términos de intercambio y el consecuente proceso de ajuste externo en las economías.

De acuerdo al estudio elaborado por Adler *et al.* (2017), considerando el comportamiento de los términos de intercambio de 82 países para el período 1960-2015, destaca, en primera instancia, una caracterización de los ciclos de los términos de intercambio que, fundamentalmente, muestra cuatro aspectos sobresalientes. Primero, los ciclos están ampliamente equilibrados entre las economías exportadoras e importadoras netas de materias primas. Segundo, las fases de auge y caída son altamente persistentes, aunque menos estables en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (con una varianza significativamente mayor), debido, en parte, a su mayor dependencia de las materias primas. Tercero, durante la fase de auge, los términos de intercambio son entre 50% y 60% más altos y, en congruencia, el tipo de cambio real también lo es (en alrededor de 12%), así como los saldos en cuenta corriente (en cerca de 1.5% del PIB); no así el crecimiento del PIB real. Finalmente, el fortalecimiento de los términos de intercambio resulta en monedas más fuertes y viceversa; no obstante, la respuesta del tipo de cambio real ocurre con cierto rezago.

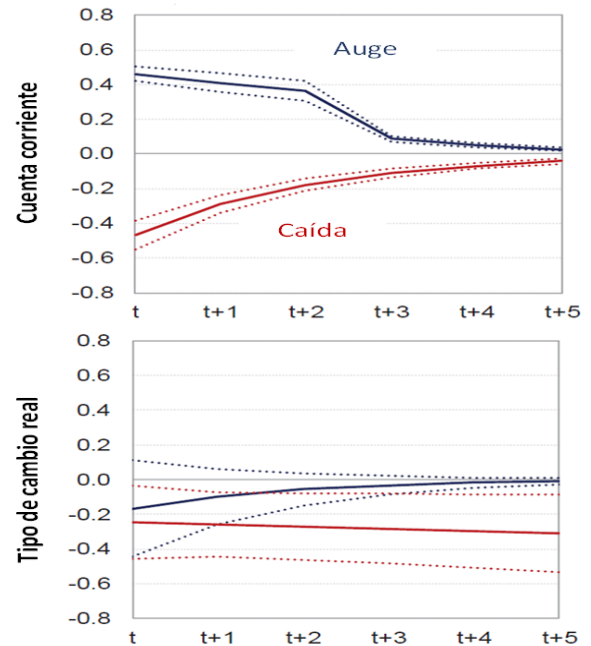
Adicionalmente, los autores encontraron que el saldo de la cuenta corriente de los países reacciona significativamente a los choques de términos de intercambio. En efecto, un choque en los términos de intercambio equivalente a 1% del PIB produce, en promedio, un ajuste de 0.5% del PIB en la cuenta corriente, es decir que únicamente la mitad del impacto es compensado, contemporáneamente, mediante un cambio en los volúmenes de comercio; mientras que, el efecto completo se materializa de 3 a 4 años; siendo este patrón de ajuste altamente simétrico entre las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo.

En cuanto al rol de tipo de cambio nominal, los autores destacan la importancia que adquiere su flexibilidad como amortiguador de los choques positivos de los términos de intercambio, principalmente al propiciar un mayor gasto en respuesta al aumento extraordinario del ingreso. Por su parte, argumentan que las economías con regímenes de tipo de cambio fijo han tenido restricciones para financiar mayores déficits en cuenta corriente, por lo que sus volúmenes de comercio habrían tenido que ajustarse forzosamente.

Asimismo, los autores indican que el rol de las reservas internacionales ha sido fundamental ante choques negativos de los términos de intercambio, dado que permite retrasar, e incluso mitigar, el proceso de ajuste; aunque, como es de esperar, no desempeña un papel relevante en el contexto de un choque positivo.

### Funciones Impulso-Respuesta

(Respuestas a un choque en los términos de intercambio de 1 pp del PIB)



Fuentes: Adler, Gustavo; Magud, Nicolas E.; y Werner, Alejandro (2017).

Por último, los autores sugieren que la reciente caída de los precios de las materias primas, que comenzó en 2011 y se acentuó con la fuerte disminución de los precios de la energía en 2014, ha sido, en general, similar a episodios anteriores, en especial en el caso de las economías con regímenes de tipo de cambio flexible, siendo aquellas con regímenes fijos las que han sufrido un mayor ajuste en los volúmenes de comercio. Sin embargo, a diferencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la dinámica de las cuentas corrientes de las economías avanzadas ha estado determinada por factores distintos a las variaciones en los términos de intercambio.

Replicando el análisis para Guatemala, la economía del país no ha estado ajena a los efectos de la reciente disminución de los precios de las materias primas; efectivamente, la mejora en los términos de intercambio resultante se ha traducido en una reducción constante del saldo en cuenta corriente, que llega incluso a convertirse en un superávit de alrededor de 1.3% del PIB en 2016, asociado, en parte, a una disminución del precio de las importaciones mayor que la del precio de las exportaciones. Dada la flexibilidad cambiaria, se ha observado una apreciación del tipo de cambio nominal, durante lo que ha transcurrido del presente año.

Fuente: Adler, Gustavo; Magud, Nicolas E.; y Werner, Alejandro (2017). "Terms-of-Trade Cycles and External Adjustment". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/29. Febrero.

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 31 de marzo de 2017, continúa reflejando bastante dinamismo; en efecto, al situarse en US\$1,941.4 millones, exceden en US\$278.4 millones (16.7%) el monto alcanzado a igual período del año anterior. Dicho resultado continúa explicándose, principalmente, por la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América; el incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país; así como, por el creciente temor que la postura anti-inmigratoria de la nueva administración de gobierno en Estados Unidos de América ha provocado en algunos migrantes, estimulando envíos de parte de sus ahorros, en adición a la remesa que solían enviar.

Al 31 de marzo de 2017, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$9,424.5 millones, mayor en US\$264.1 millones al de diciembre de 2016, dicho aumento refleja, principalmente, las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas por US\$368.3 millones y la colocación de Certificados de Depósito del Banco de Guatemala expresados en Dólares de Estados Unidos de América; compensado por una mayor demanda de dólares por parte del gobierno general para el pago del servicio de la deuda externa. El referido nivel de RIN equivale a 6.4 meses de importación de bienes; por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

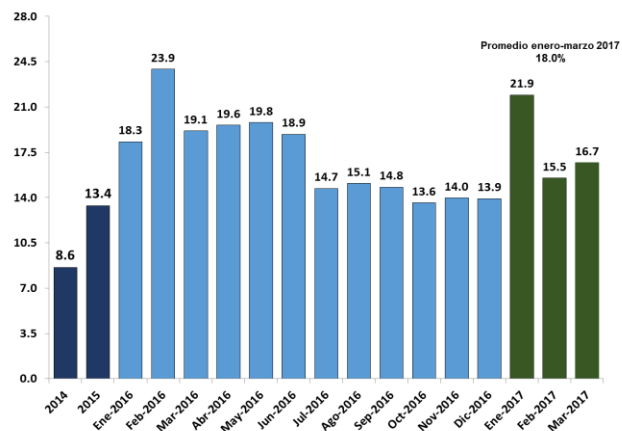
Con relación al tipo de cambio nominal, cabe destacar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente, evitando que los ajustes se trasladen directamente al empleo y a la producción, pues resulta en un amortiguador de los choques externos, como el derivado de los términos de intercambio. En ese sentido, el Banco

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

Al 31 de marzo, se registró una apreciación nominal de 4.82% en términos interanuales (y una apreciación acumulada de 2.42%), que, en términos generales, continúa siendo explicada por tres factores fundamentales. El primer factor se asocia al comportamiento al alza que se ha venido observando en el flujo de divisas por remesas familiares, el cual muestra tasas de crecimiento de dos dígitos en los primeros tres meses del año (ver gráfica 18) debido a las razones ya citadas. No obstante, para finales del presente año se espera que la tasa de crecimiento de las remesas se desacelere a niveles de entre 7.0% y 10.0%, comportamiento congruente con su evolución histórica.

### Gráfica 18

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



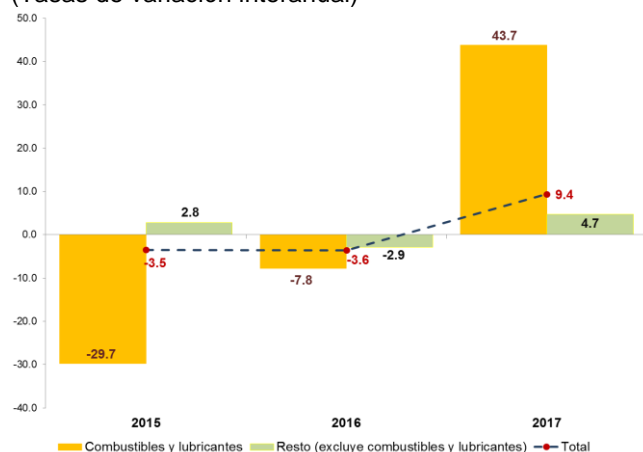
Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), asociada, por una parte, a la disminución de los precios internacionales del petróleo, que contribuyó a un ahorro en la importación de combustibles (ver gráfica 17) y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también

registraron disminuciones en sus precios medios de importación (ver gráfica 19). No obstante, este factor ya se empezó revertir, como consecuencia del incremento que, como se indicó, ha registrado el valor de las importaciones a febrero del presente año. El tercer factor se refiere a la contracción en el gasto público, particularmente los gastos con componente importado que se empezó a registrar a mediados de 2015 y que persistió hasta octubre de 2016; cabe mencionar que desde finales del año anterior, comenzó a revertirse.

### Gráfica 19

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



(1) Con información a diciembre de cada año. 2017 a febrero.  
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

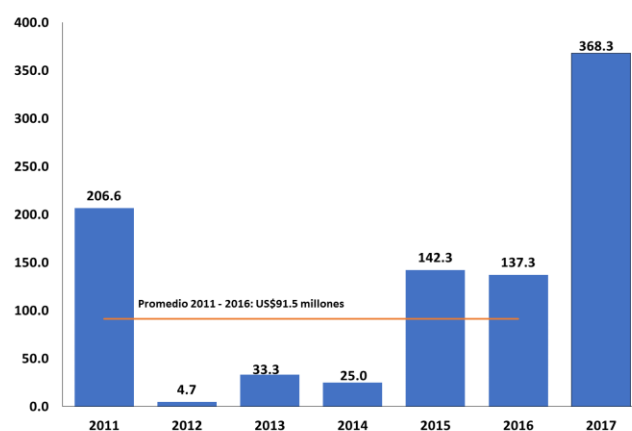
Los factores anteriormente enunciados, en conjunto con el incremento de las exportaciones, han generado un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se ha traducido en un excedente en la oferta de divisas en el mercado cambiario, contribuyendo a mantener las expectativas de apreciación cambiaria por parte de los agentes económicos. Como se indicó, la política cambiaria favorece la flexibilidad del tipo de cambio nominal mediante la participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio. El Banco de Guatemala, a partir del 24 de febrero, implementó ajustes operativos a la regla de participación en el mercado cambiario (horario de participación) e inició la

captación temporal de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Dichos ajustes buscan coadyuvar a que el exceso de divisas en el mercado cambiario no afecte la producción y a su vez, modere la volatilidad del tipo de cambio nominal, pero sin afectar su tendencia (en el recuadro 6 se presenta un detalle de las medidas implementadas, así como un análisis del comportamiento reciente del tipo de cambio nominal).

Al 31 de marzo de 2017, las compras netas de divisas ascendieron a US\$368.3 millones, equivalente a 3.25% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas, a similar fecha del año pasado, las compras habían ascendido a US\$137.3 millones, equivalente a 1.39% del total negociado. En lo que respecta a la colocación de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América, a esa fecha se capturaron US\$126.2 millones.

### Gráfica 20

Participación Neta del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario mediante subasta de compra y venta de divisas (1)  
(Millones de US\$)



(1) Con información al 31 de marzo de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## RECUADRO 6

### POLÍTICA CAMBIARIA Y COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

#### 1. Política cambiaria

En Guatemala el tipo de cambio nominal es flexible, es decir, es determinado por la oferta y la demanda de divisas en el mercado, lo que es congruente con el Esquema de Metas Explícitas de Inflación utilizado por el Banco de Guatemala, el cual busca el mantenimiento de una inflación baja y estable. Lo anterior implica que el Banco Central concentra sus esfuerzos y utiliza los instrumentos a su alcance para lograr la meta de inflación.

Dicha flexibilidad cambiaria es importante porque permite que las perturbaciones que provienen del entorno externo sean absorbidas por ese precio macroeconómico, evitando así que estas se trasladen de manera directa al empleo y a la producción. La flexibilidad cambiaria, sin embargo, no significa que el Banco de Guatemala, al igual que otros bancos centrales en el mundo, no pueda participar en el mercado cambiario en situaciones determinadas, ya sea porque hay demasiada volatilidad o porque existen circunstancias excepcionales que requieran de la actuación del Banco Central para evitar un deterioro de la confianza de los agentes económicos o expectativas incongruentes con los determinantes del tipo de cambio nominal.

La participación del Banco Central ha venido perfeccionándose. En efecto, previo a la implementación del esquema de metas explícitas de inflación la participación era discrecional, luego se ha adoptó un sistema de umbrales que aunque buscaba moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, inadvertidamente afectaba su tendencia. Finalmente, el Banco de Guatemala adoptó un mecanismo que está orientado únicamente a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. Cabe indicar que el margen de fluctuación<sup>7</sup> de la regla cambiaria se ha venido ampliando de manera que permita una mayor flexibilidad cambiaria. En efecto, en 2006 el margen de fluctuación era de 0.50%, en 2011 se elevó a 0.60%, en 2012 a 0.65%, en 2013 a 0.70% y en 2015 a 0.75%.

La referida regla es ampliamente conocida en el mercado, es transparente y simétrica, es decir, no privilegia ninguna tendencia (hacia la apreciación o a la depreciación), dado que esta se activa tanto para compra como para la venta de divisas por parte del Banco de Guatemala.

Recientemente, con el propósito de hacer más eficiente la participación del Banco de Guatemala en el mercado mediante dicha regla, se implementaron los siguientes ajustes a la misma:

i) A partir de enero del presente año, se incrementó el número máximo de subastas diarias de compra o venta de divisas (según sea el caso) de cuatro subastas de US\$8.0 millones a cinco subastas de US\$8.0 millones, con lo cual el monto máximo de participación aumentó de US\$32.0 millones a US\$40.0 millones.

ii) A partir del 24 de febrero, se modificó el horario a efecto de que la regla respondiera más rápido a la mayor volatilidad observada a partir de mediados de enero<sup>8</sup>.

iii) El referido aumento en la volatilidad propició que el Banco Central considerara necesaria la utilización temporal de otros instrumentos previstos en la política cambiaria vigente, con el

propósito de estabilizar el tipo de cambio. Específicamente, a partir de la última semana de febrero, el Banco de Guatemala convocó a licitación de depósitos a plazo (DP) en dólares estadounidenses a los plazos de 91, 182 y 273 días, como instrumento para captar excedentes de liquidez en dicha moneda. Vale indicar que mediante los DP se retira liquidez en dólares en el período en que esta sobra y se devuelve cuando hace falta, es decir, se reduce la volatilidad del tipo de cambio nominal, pero no se afecta la tendencia.

Como resultado de dichas medidas, al 31 de marzo de 2017, el Banco Central neutralizó US\$368.3 millones mediante la regla de participación y US\$126.2 millones mediante licitaciones de depósitos a plazo.

#### 2. Comportamiento reciente del tipo de cambio nominal

A lo largo de 2015 y de 2016, el tipo de cambio nominal mostró una tendencia a la apreciación, resultado de un exceso de dólares en la economía, debido, principalmente, a tres factores plenamente identificados: i) el ingreso extraordinario de divisas por remesas familiares al país; ii) la menor demanda de divisas para importaciones (asociado a la reducción en el precio de las importaciones de combustibles y lubricantes); y iii) la contracción en el gasto público, particularmente los gastos con mayor componente importado (inversión).

Durante los primeros meses de 2017, los ingresos de divisas por remesas familiares que venían creciendo de manera importante desde el año previo, en enero del presente año crecieron aún más allá de lo esperado (21.9%), ante los temores por el endurecimiento de las políticas anti-inmigratorias anunciadas por el gobierno estadounidense. Aunque en febrero y en marzo los ingresos de divisas por remesas familiares disminuyeron respecto de enero, aún permanecen altos.

Los factores citados hicieron necesaria también la utilización de medidas adicionales (todas ellas, como se indicó, previstas en la política cambiaria vigente). En efecto, el Banco de Guatemala, mediante el uso de la regla de participación en el mercado cambiario y la colocación de depósitos a plazo en dólares (medida de carácter temporal), ha reducido la sobreoferta de dólares estadounidenses en la economía (de alrededor de US\$930.0 millones al 23/02/2017 a aproximadamente US\$700.0 millones al 31/03/2017), ha moderado las expectativas de apreciación del tipo de cambio y ha reducido la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia.

Para el segundo semestre del presente año, se espera que los factores que han apreciado el tipo de cambio nominal se vayan revirtiendo gradualmente. En efecto, se anticipa que: 1) Las remesas familiares empezarán a desacelerarse gradualmente, disminuyendo a tasas de crecimiento entre 7.0% y 10% al finalizar 2017; 2) El precio internacional promedio del petróleo aumentaría este año a niveles de US\$57.00 por barril desde US\$43.00 por barril el año anterior, lo que significaría que este año no habría ahorro en la factura petrolera y, por tanto, se incrementaría la demanda de divisas para el pago de combustibles y lubricantes; y 3) El gasto público empezó a recuperarse desde noviembre de 2016.

<sup>7</sup> Dicho margen se aplica sobre el promedio móvil del tipo de cambio de referencia de los últimos cinco días hábiles.

<sup>8</sup> Entre el 16 de enero de 2017 y el 23 de febrero el tipo de cambio pasó de una cotización de alrededor de Q7.55 x US\$1.00 a otra de Q7.35 x US\$1.00, equivalente a una apreciación de 2.6% que fue significativa porque ocurrió en un período muy corto de tiempo, en particular si se toma en cuenta que durante todo 2016 el tipo de cambio nominal se apreció solamente 1.4%.



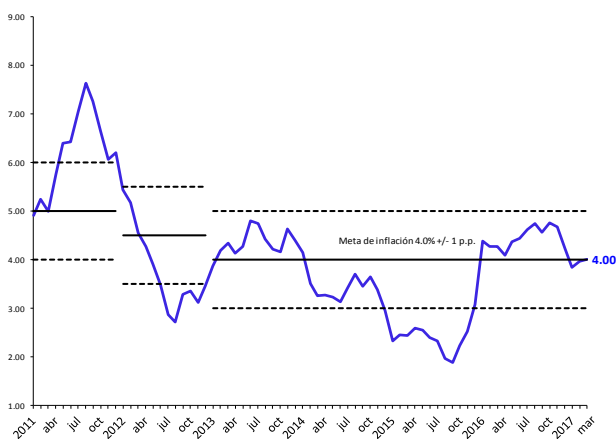
## C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

### 1. Evolución reciente de la inflación

A marzo de 2017, el ritmo inflacionario fue de 4.0%, igual al valor central de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1.0 punto porcentual). La evolución de precios reflejó el efecto combinado de factores de oferta y demanda, mostrando una trayectoria ascendente desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016, asociado, principalmente, a la reversión en el precio medio de los energéticos<sup>9</sup> y a los choques de oferta que afectaron el rubro de alimentos, particularmente de las hortalizas y legumbres, en un entorno de presiones de demanda moderadas. Posteriormente, la disipación de los choques de oferta de los alimentos contribuyó a que la tendencia del ritmo inflacionario fuera descendente entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, moderando parcialmente el efecto que el alza de los energéticos registró sobre la inflación total.

#### Gráfica 21

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)  
(Porcentajes)



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

En efecto, al analizar el comportamiento de la inflación a marzo de 2017 se observan los aspectos siguientes: el primero, el incremento en el ritmo

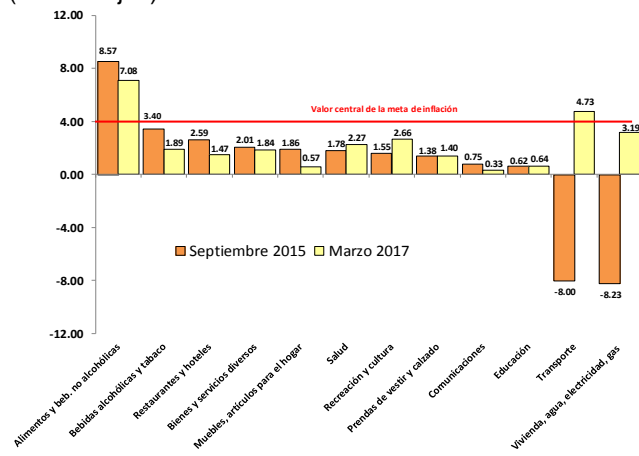
inflacionario en las divisiones de gasto de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, los cuales se sitúan en 4.73% y 3.19%, respectivamente, luego que registrarán sus mínimos en septiembre de 2015 (-8.00% y -8.23%, en su orden) y que se explica por el incremento en el precio medio de la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, en el caso de la división de transporte; y por el incremento, principalmente, en el precio medio del gas propano y del servicio de electricidad, en la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, consecuencia también del incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados y de la reducción progresiva en el subsidio a la tarifa social del servicio de electricidad por parte del Instituto Nacional de Electrificación (INDE), iniciada en el tercer trimestre de 2015 y que se amplió a partir de enero del presente año<sup>10</sup>. El segundo aspecto, se refiere a que la mayor parte de las divisiones de gasto (nueve) que conforman la canasta de consumo del IPC continúan registrando tasas de crecimiento interanuales inferiores a la meta de inflación, por lo que no ejercen presiones significativas en la inflación. Finalmente, la evolución de los precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, la cual se moderó significativamente al situarse en 7.08%, luego del incremento de 12.17% registrado en enero de 2016, ante el desvanecimiento de los choques de oferta que afectaron al rubro de hortalizas y legumbres, principalmente el tomate. Sin embargo, a marzo se registran nuevos choques que impactaron la oferta de algunas hortalizas, vegetales y frutas, situación que podría ejercer presión al alza en la inflación de alimentos, aunque de momento estas son moderadas.

<sup>9</sup> Incluye las gasolinas superior y regular, el diésel, el gas propano y el servicio de electricidad.

<sup>10</sup> Vale destacar que en marzo dicha medida quedó sin efecto por disposición gubernamental; sin embargo, su efecto aún no se percibe en el comportamiento del precio.

## Gráfica 22

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



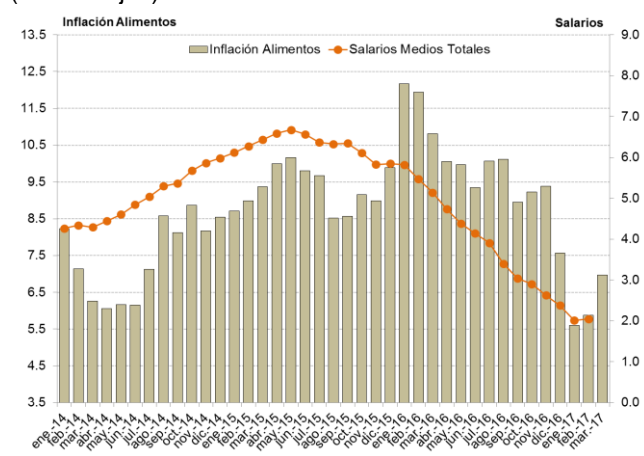
(1) Con información a septiembre de 2015 y marzo de 2017.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El comportamiento de la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas también es afectado por factores de demanda, entre los que destacan, principalmente, el nivel de los salarios, el crédito bancario al consumo y el ingreso de divisas por remesas familiares, los cuales con anterioridad propiciaron condiciones necesarias para una expansión del consumo privado con los consecuentes efectos en la inflación de alimentos y que recientemente han tendido a moderarla.

En la gráfica 23 se observa que desde junio de 2015 la trayectoria de los salarios medios totales registran una desaceleración y, en términos generales, la inflación de alimentos también presenta una trayectoria descendente, con excepción de algunos episodios en los cuales esta fue afectada por choques de oferta en algunos alimentos como las hortalizas y legumbres, particularmente del tomate, lo que evidenciaría que las presiones de demanda se moderaron.

## Gráfica 23

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



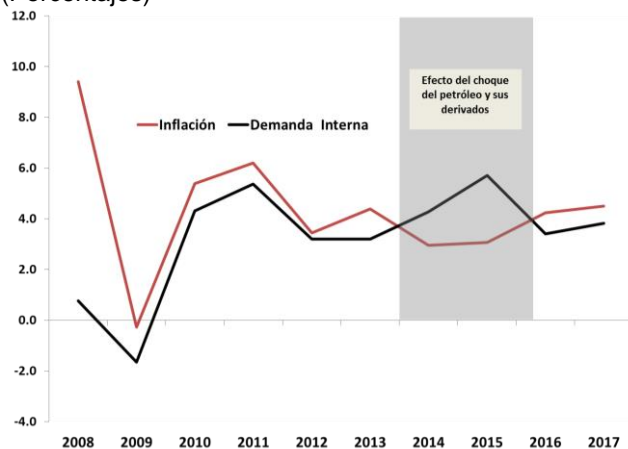
(1) Con información a febrero de 2017.  
(2) Con información a marzo de 2017.

NOTA: Las tasas de variación se calculan sobre el índice elaborado con base en los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS.  
Fuente: Banco de Guatemala con información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social y del Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 24 se ilustra el efecto que la demanda tiene sobre la inflación, además permite anticipar el comportamiento que podría esperarse en ausencia de choques de oferta. Se observa que desde 2014 las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna, fueron compensadas por el choque de oferta en el precio del petróleo y sus derivados, el cual, como se comentó, comenzó a desvanecerse, provocando que las referidas presiones inflacionarias de demanda se hicieran cada vez más evidentes. En la medida en que ha ido desapareciendo el choque de oferta (por el incremento de los precios del petróleo y sus derivados en el entorno externo y la moderación de los precios de los productos agrícolas en el entorno interno) y la demanda interna se ha moderado (como se previó que ocurriría en 2016), la inflación se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación.

**Gráfica 24**

Inflación y Demanda Interna (1)  
(Porcentajes)



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

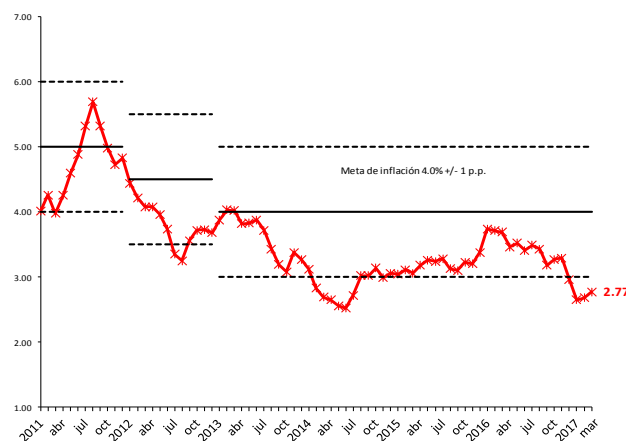
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la variación interanual de la inflación subyacente<sup>11</sup>, medida de inflación cuya finalidad es la de evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a marzo de 2017 se situó en 2.77%, manteniendo una tendencia a la baja desde el primer trimestre de 2016, confirmando que las presiones de demanda agregada permanecen moderadas, aspecto que resulta de aislar, principalmente, los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos; así como la disipación de los factores temporales que afectaron al precio de los energéticos.

<sup>11</sup> A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable. Para una mayor referencia ver el Anexo 2 de la "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2016 y Perspectivas Económicas para 2017".

**Gráfica 25**

Inflación Subyacente (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2017.

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

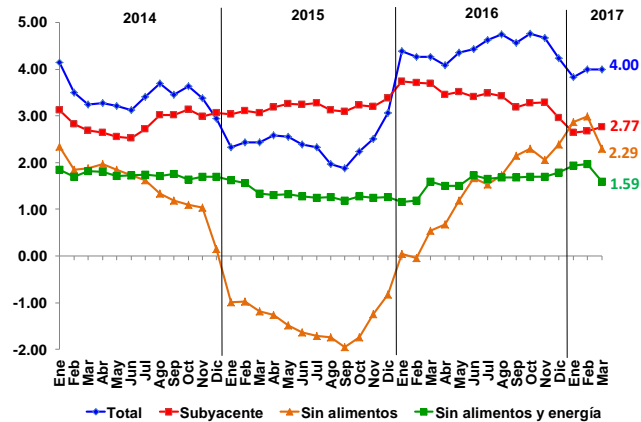
Si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, durante 2016 y en lo que va de 2017, tendieron a moderarse, en congruencia con la desaceleración de la actividad económica, ello no produjo una reducción sustancial en el ritmo inflacionario total, debido, como se indicó, a que dicha variable fue influenciada por el efecto de choques de oferta (reversión del choque de oferta externo asociado a los energéticos y el impacto del choque de oferta interno relativo al incremento moderado en los precios de algunos productos agrícolas), ver gráfica 26.

Cabe destacar que el efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues dicha política ha tenido una postura acomodaticia, derivado de que la coyuntura externa ha favorecido una inflación total en torno a la meta. Por ello, la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.0%, a fin de propiciar, por una parte, que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y, por la otra, niveles de liquidez en la economía congruentes con el ritmo de crecimiento de la actividad económica y con la meta de inflación, dado que, como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer

de manera consistente con la demanda, es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia de esquemas en los que se establecen metas para los mismos.

**Gráfica 26**

**Inflación Subyacente (1)  
(Porcentajes)**



(1) Con información a marzo de 2017.

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

El Banco de Guatemala elabora medidas de inflación subyacente mediante diferentes metodologías de exclusión fija de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles (variable). La inflación subyacente oficial<sup>12</sup>, se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria.

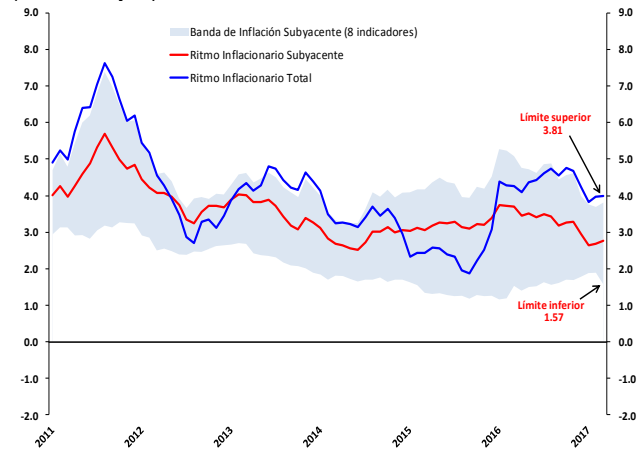
Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a marzo de 2017, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.57% y 3.81%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan la inflación, pero su incidencia es limitada, dado que, como se indicó, el ritmo inflacionario total ha estado afectado por choques de oferta tanto internos como externos. En efecto, en ausencia de dichos choques, las condiciones de inflación han sido, en

<sup>12</sup> Que como se indicó, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable.

general, congruentes con la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria.

**Gráfica 27**

**Inflación Subyacente (1)  
(Porcentajes)**



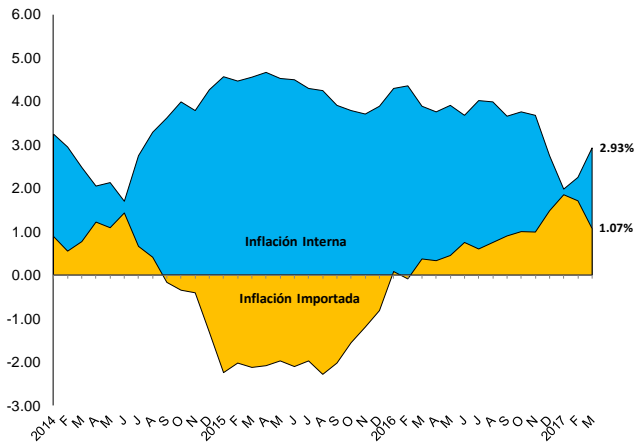
(1) Con información a marzo de 2017.

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

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual registró variaciones negativas a lo largo de 2015 (en línea con el choque de origen externo); sin embargo, a partir de septiembre de 2015 dichas variaciones fueron menos negativas (y positivas a partir de marzo 2016) a medida que el impacto favorable del precio internacional del petróleo y sus derivados, comenzó a desvanecerse (gráfica 28). A marzo de 2017, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 2.93% y 1.07%, respectivamente.

## Gráfica 28

Composición de la Inflación Total (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2017.

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

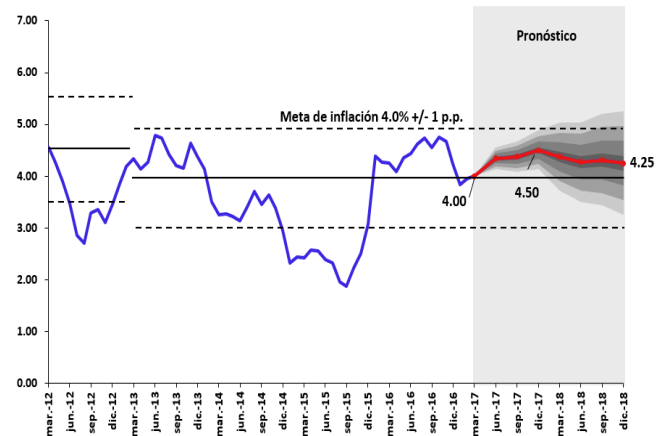
Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en un rango entre 3.50% y 5.50% para diciembre de 2017 y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2018, en ambos casos por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia. Por su parte, se prevé que el pronóstico de inflación subyacente se sitúe entre 2.50% y 4.50 y entre 2.75% y 4.75% para diciembre de 2017 y para diciembre de 2018, respectivamente.

Para su elaboración, los pronósticos de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas relevantes en el precio de las gasolinas y el diésel en 2017 y moderadas en 2018; ii) incrementos en el precio interno del gas propano a partir del primer semestre de 2017; iii) alzas en el precio del servicio de electricidad en 2017 y 2018; iv) variación en los precios de los productos agrícolas de acuerdo a su comportamiento estacional; v) estabilidad en el precio de la carne de res en 2017 e incrementos moderados en 2018; y vi) alzas moderadas en el precio medio del pan en 2017 y 2018. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes:

ii) actividad económica comportándose de acuerdo con el ciclo económico; iii) brecha del producto prácticamente cerrada en 2017 y positiva en 2018; iv) estabilidad en el consumo privado en 2017 y 2018; v) recuperación en el gasto de gobierno a partir de 2017; vi) crédito bancario empresarial y al consumo acorde a su tendencia en 2017 y 2018; y vii) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de Estados Unidos de América con un rezago de 3 meses.

## Gráfica 29

Ritmo Inflacionario Total (1)  
(Porcentajes)

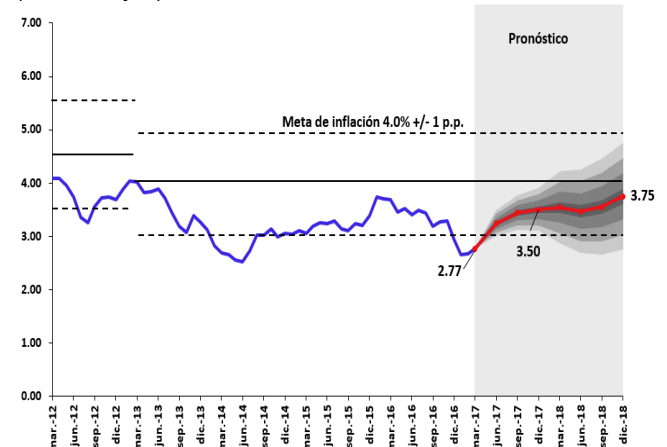


(1) Información observada a marzo de 2017 y proyectada a diciembre de 2018.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

## Gráfica 30

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)  
(Porcentajes)



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

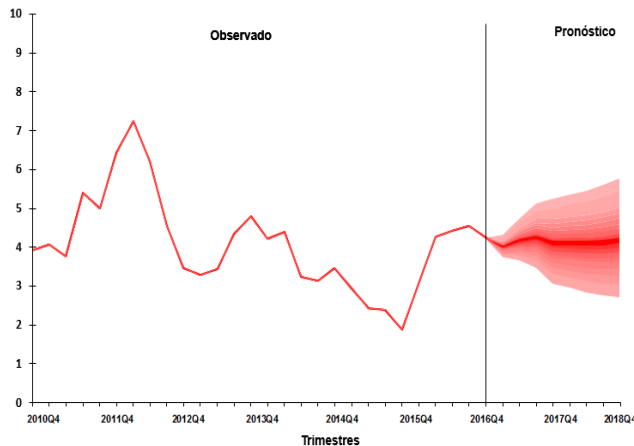
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

## 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.

### Gráfica 31

Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1)  
(Porcentajes)

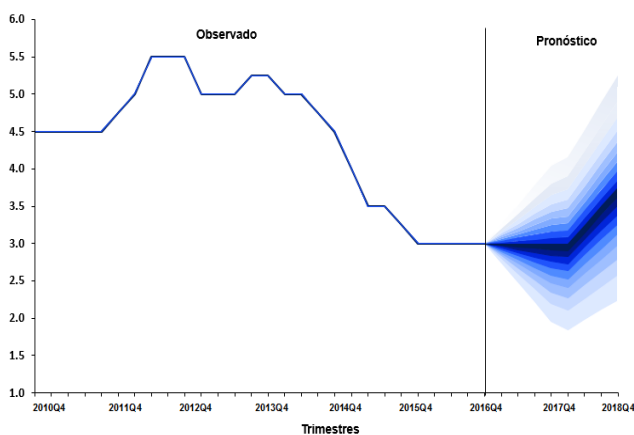


(1) Con información observada a febrero de 2017 y pronosticada hasta diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica 32

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

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

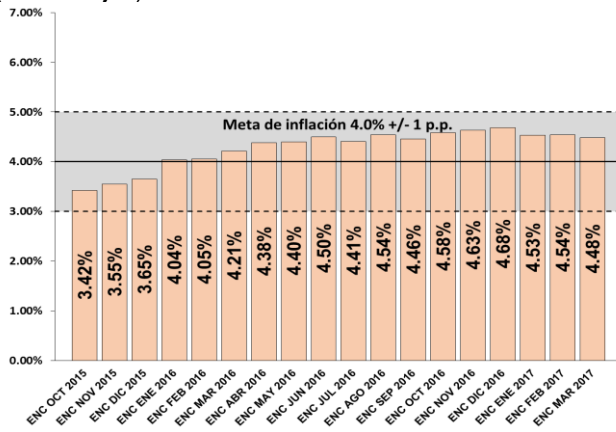
Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos, con datos a febrero, anticipan una trayectoria de inflación con valores dentro de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría a finales de 2017 y 2018 en 4.16% y 4.25%, 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% durante 2017, para luego ubicarla en 3.25% en el segundo trimestre de 2018 y en 3.75% en el último trimestre de dicho año.

## 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, tanto para finales de este año como para el siguiente, se ubicarían dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel de analistas, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.48% en diciembre de 2017 y en 4.57% en diciembre de 2018. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento del tipo de cambio nominal, el comportamiento de los precios de los combustibles, la trayectoria del precio internacional del petróleo, el desempeño de la política fiscal, la estacionalidad de los productos agrícolas y los precios de las materias primas.

**Gráfica 33**

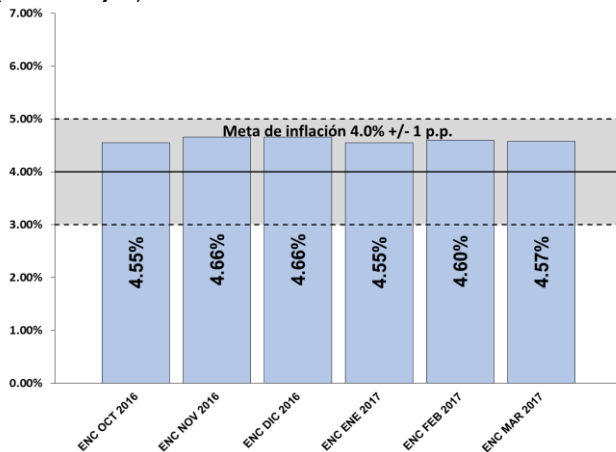
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2017 (1)  
(Porcentajes)



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

**Gráfica 34**

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



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

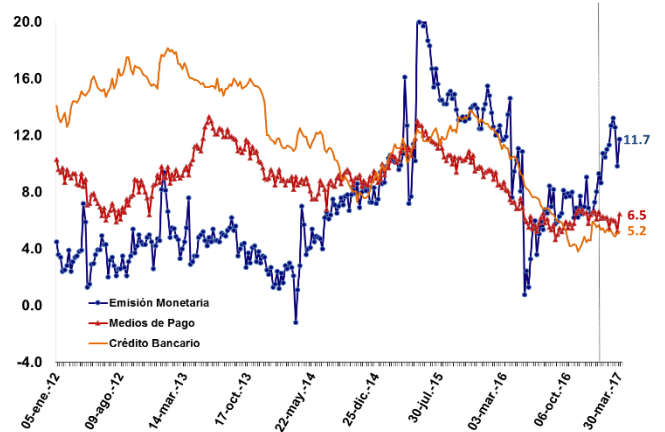
### 3. Variables informativas de la política monetaria

#### d) Agregados monetarios y de crédito

Al 30 de marzo de 2017 los principales agregados monetarios y de crédito, a excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación.

**Gráfica 35**

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



(1) Variación interanual observada al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

#### i) Emisión monetaria

Durante el primer trimestre del presente año, el ritmo de la emisión monetaria mostró una tendencia al alza al registrar un crecimiento de dos dígitos (11.7%). Este comportamiento de la emisión monetaria puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. Con relación componente tendencial, no obstante que el crecimiento observado de la emisión es alto, se anticipa que este es temporal<sup>13</sup> y que estaría convergiendo a la estimación para finales del presente año (entre 8% y 10%) y sería congruente la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y la recuperación en la actividad económica prevista para 2017. En cuanto al componente cíclico, a pesar que

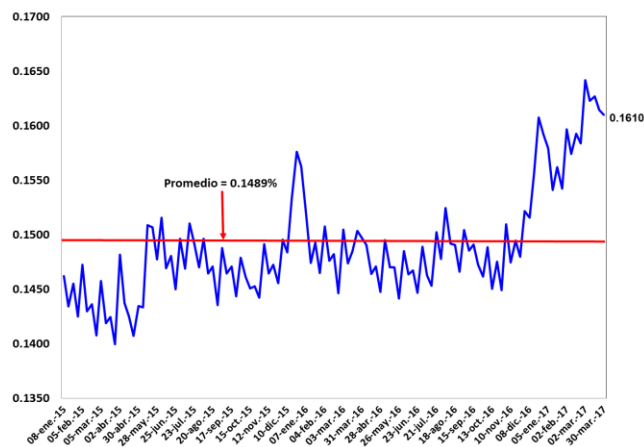
<sup>13</sup> El aumento que se ha observado en el coeficiente de preferencia de liquidez que es un indicador de preferencia de efectivo por parte de los agentes económicos, responde, principalmente, a un mayor flujo de remesas familiares el cual, como se ha indicado, se estaría reduciendo en lo que resta del año.

desde finales de enero ha mostrado niveles superiores a los estimados, en términos generales, se ha comportado de manera congruente con su estacionalidad.

Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria está relacionado con dos factores principales. El primero, asociado al aumento en el coeficiente de preferencia de liquidez<sup>14</sup>, el cual es indicativo de una mayor demanda de dinero, ante el incremento en la demanda de efectivo derivado de mayores ingresos de divisas por remesas familiares<sup>15</sup>, y al hecho de que el crédito bancario al sector consumo sigue creciendo en dos dígitos. En efecto, al 30 de marzo el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó, en promedio, en 0.1610, superior al valor promedio observado en similar periodo de 2016 (0.145). El segundo factor, aunque temporal, corresponde a un menor crecimiento en la caja de bancos, respecto de sus valores históricos, lo cual se traduce en una menor disponibilidad de billetes en dispensadores de efectivo, situación que explica, en parte, el mayor numerario en circulación.

**Gráfica 36**

Coeficiente de Preferencia de Liquidez (1)  
(Porcentajes)



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

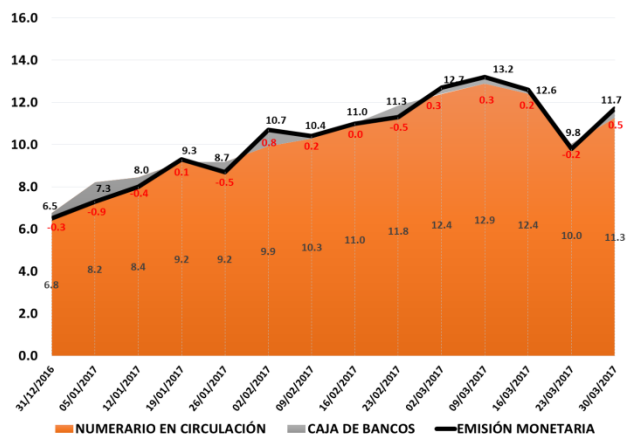
<sup>14</sup> Relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales.

<sup>15</sup> Ante expectativas de apreciación cambiaria, se ha observado que una buena parte de la moneda nacional que se recibe a cambio del ingreso de divisas por remesas familiares, se ha mantenido en efectivo en lugar de depósitos.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que al 30 de marzo de 2017 el numerario en circulación creció 13.4%, en términos interanuales, con una incidencia de 11.3 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (6.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2016); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 3.0% con una incidencia que pasó de -0.3 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.5 puntos porcentuales al 30 de marzo de 2017 (gráfica 37).

**Gráfica 37**

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



(1) Al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## ii) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 30 de marzo de 2017, registraron un crecimiento interanual de 6.5% (6.6% en diciembre de 2016), por debajo del 9.5% registrado a diciembre de 2015. La desaceleración de este agregado se explica por la disminución en el ritmo de crecimiento de las captaciones bancarias, por las razones explicadas.

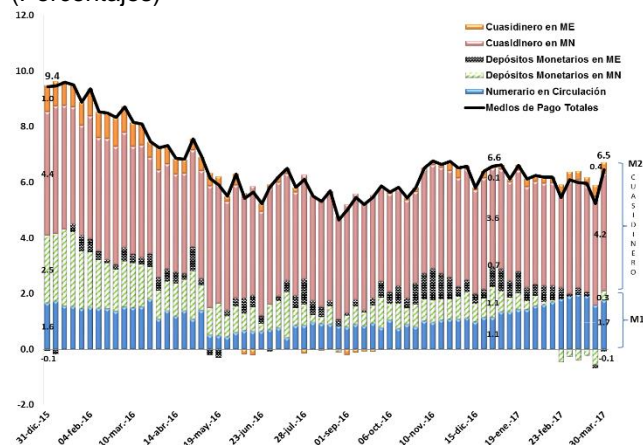
Por moneda, el crecimiento de M2 se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan más de 82.0% de dicho agregado y, en lo que va de 2017, estos



muestran un crecimiento interanual promedio de 6.7%. Por su parte los medios de pago en moneda extranjera al 30 de marzo de 2017 registraron una variación interanual de 1.3% (4.4% en diciembre de 2016).

**Gráfica 38**

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



(1) Con información al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar los componentes de M2, se observa que en el transcurso del año se ha dado un proceso de recomposición entre el numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional, los cuales al 30 de marzo presentan una incidencia de 0.3 puntos porcentuales. El numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional integran el agregado denominado M1 o “medio circulante”, el cual corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, ya que posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional. Al respecto, cabe indicar que el M1 ha reflejado una moderada desaceleración, asociada, como se indicó, al comportamiento de los depósitos monetarios, pero esta ha sido parcialmente compensada por el mayor dinamismo en el cuasidinero<sup>16</sup>, tanto en moneda nacional como extranjera.

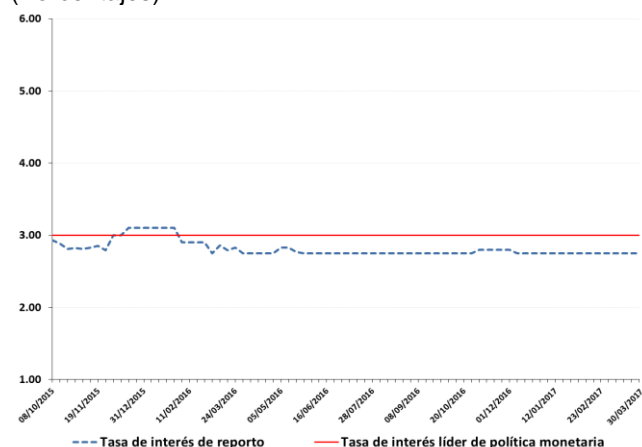
<sup>16</sup> Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido altos al ubicarse en promedio del 31 de diciembre de 2016 al 30 de marzo de 2017 en Q4,473.3 millones.

Los altos niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento bastante estable de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, la cual durante el primer trimestre, está aproximadamente 25 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en alrededor de 2.75%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

**Gráfica 39**

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



(1) Con información al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Finalmente, considerando que la liquidez de corto plazo del sistema bancario se mantiene en niveles altos, como lo evidencia el comportamiento de las tasas de interés de corto y largo plazo y que la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 38.0%, se estima que el crecimiento actual de los medios de pago totales guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

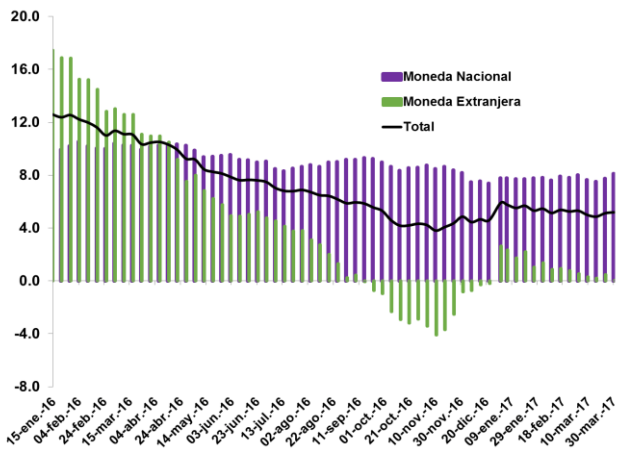
### iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de

marzo de 2017 registró un crecimiento interanual de 5.2%, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional (8.1%) y en menor medida por el crédito en moneda extranjera.

#### Gráfica 40

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



(1) Con información al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

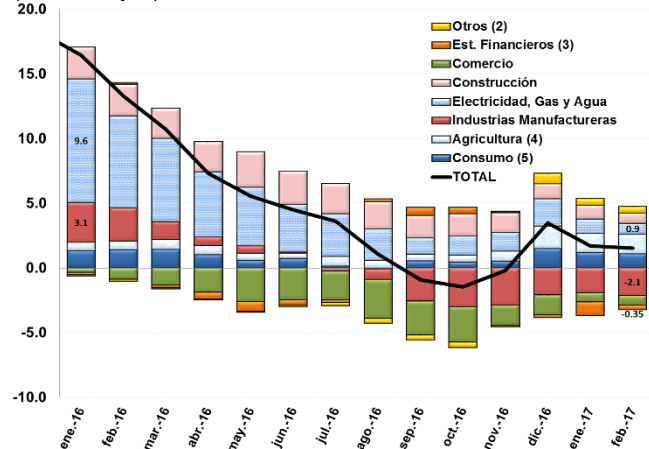
El crédito al sector privado en moneda nacional, durante el primer trimestre de 2017 evidencia un ritmo de crecimiento estable, en torno a 8.0%, explicado principalmente por el dinamismo del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor, en conjunto representan 78.5% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de marzo, el crédito al consumo en moneda nacional creció 11.6%, en tanto que el crédito al sector empresarial mayor aumentó 7.3%, asociado, entre otros factores, a la recuperación del crédito para el sector de industria manufacturera, el cual a febrero del presente año mostró una tasa de crecimiento de 22.0% (2.6% en febrero de 2016).

Por su parte, el crédito en moneda extranjera, desde noviembre de 2016 inició un proceso de recuperación muy débil en su variación interanual y luego de crecer 2.7% a finales de 2016, al 30 de marzo prácticamente no creció, lo cual se evidencia en la moderada reducción de los préstamos destinados al sector empresarial (que representan alrededor del 95.0%

del financiamiento concedido en dicha moneda), la cual como se ha indicado en informes anteriores obedece a factores de oferta y de demanda<sup>17</sup>.

#### Gráfica 41

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



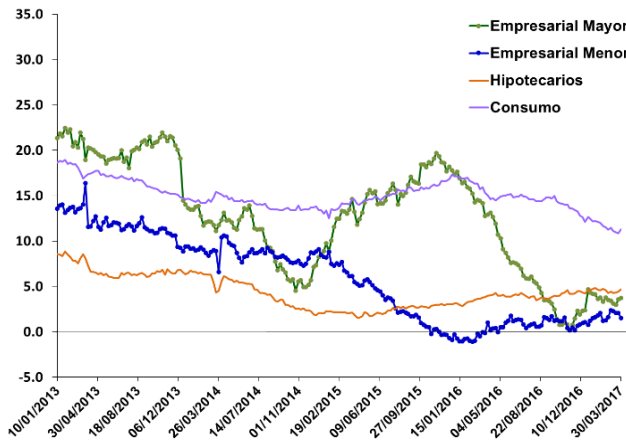
(1) Con información a febrero de 2017.  
(2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.  
(3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.  
(4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.  
(5) Incluye Transferencias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

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

<sup>17</sup> En el Informe de Política Monetaria a Septiembre de 2016, se incluye un análisis amplio sobre los factores que han determinado el comportamiento del crédito en moneda extranjera.

## Gráfica 42

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



(1) Con información al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Superintendencia de Bancos.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que más han contribuido al crecimiento del crédito son, en orden de incidencia, consumo (con una variación interanual de 11.5%), agricultura (con un ritmo de 10.7%) y servicios comunales, sociales y personales (con una variación interanual de 15.7%).

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

### e) Tasas de interés

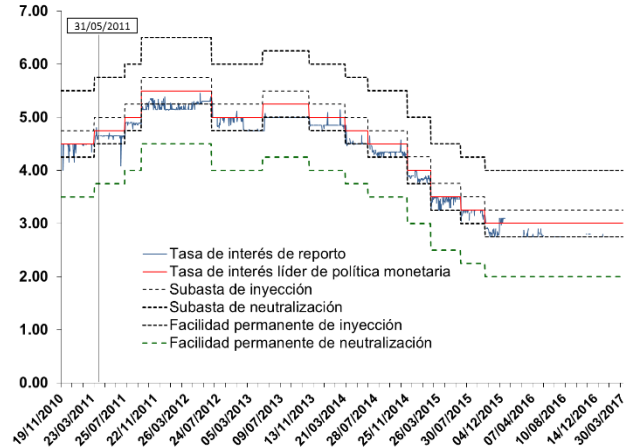
#### i) De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporte a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, en el transcurso del primer trimestre se ha ubicado, en promedio 25 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria y dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de condiciones favorables

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 43

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



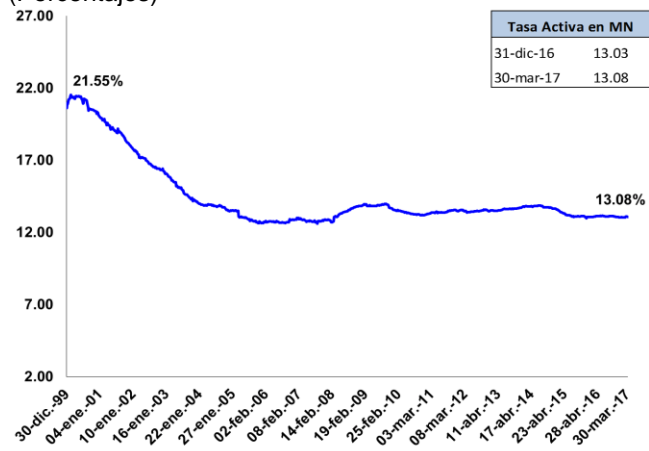
(1) Con información al 30 de marzo de 2017.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

#### ii) De largo plazo

La tasa de interés representativa de largo plazo es la tasa de interés activa en moneda nacional del sistema bancario, la cual se ha mantenido prácticamente sin cambio en los últimos cinco años, ubicándose el primer trimestre alrededor de 13.0%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

## Gráfica 44

Tasa de Interés Activa (1)  
(Porcentajes)

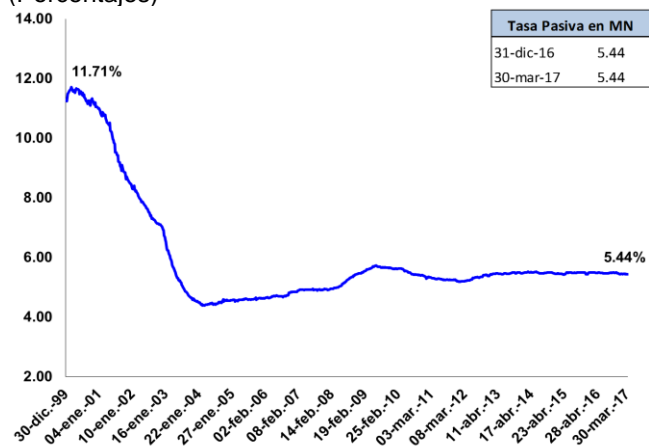


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de marzo de 2017.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

## Gráfica 45

Tasa de Interés Pasiva (1)  
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de marzo de 2017.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, aumentó cinco puntos básicos, al pasar de 13.03% en diciembre de 2016 a 13.08% al 30 de marzo de 2017 (gráfica 44). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.44% (gráfica 45), igual al valor observado a diciembre de 2016.

### f) 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 Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al cuarto trimestre de 2016, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2<sup>18</sup> estiman una leve sobreapreciación entre 1.91% y 3.05% (gráfica 48), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 9.95% (gráfica 49), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>19</sup>. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un ITCER en equilibrio. Por su parte, cuando el indicador se encuentra entre el primero y el segundo umbrales, sería indicativo de un ITCER ligeramente sobreapreciado o sobredepreciado (para el caso de la presente estimación, el ITCER estaría ligeramente sobredepreciado). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría un ITCER sobreapreciado y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de un ITCER sobredepreciado.

<sup>18</sup> El modelo 1 se basa en la metodología determinada para Guatemala por el profesor Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

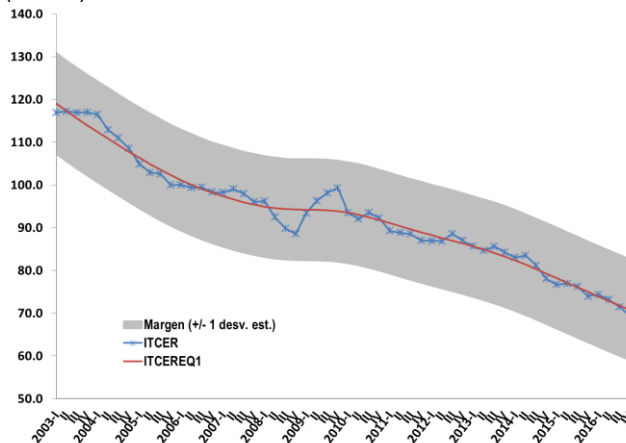
<sup>19</sup> El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país durante 2015 y 2016, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó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

Del análisis anterior se puede inferir que el tipo de cambio nominal en el país responde a sus determinantes fundamentales, por lo que la apreciación nominal registrada recientemente no ha tenido un

impacto relevante en el ITCER, ya que se encuentra en promedio cerca del valor de equilibrio, como lo ilustran los resultados de los modelos mencionados.

**Gráfica 46**

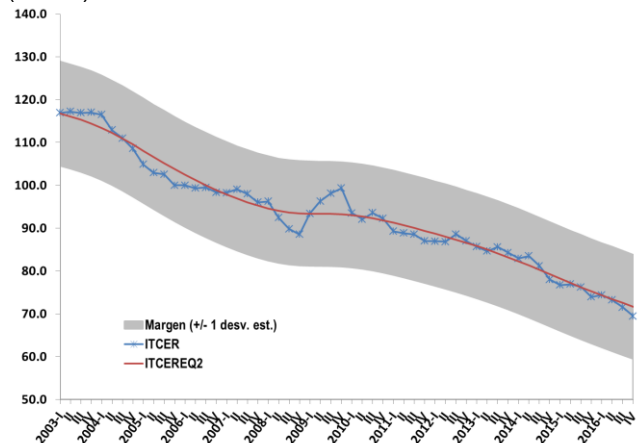
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)  
(Índice)



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

**Gráfica 47**

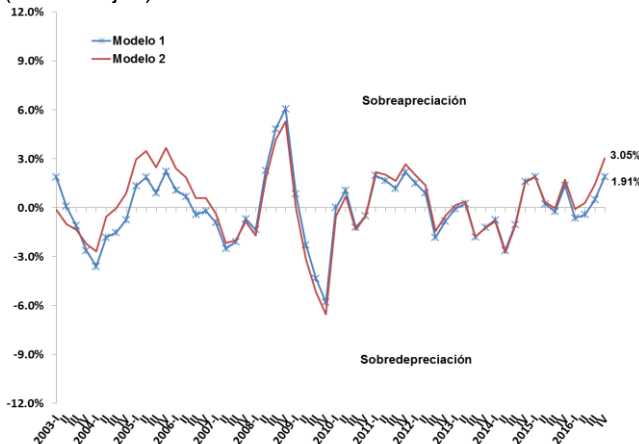
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)  
(Índice)



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

**Gráfica 48**

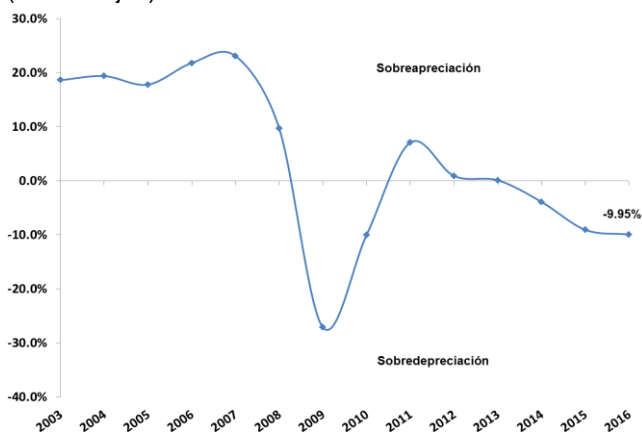
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)  
(Porcentajes)



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

**Gráfica 49**

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



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

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

La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el

equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias (deflacionarias)<sup>21</sup>. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria,

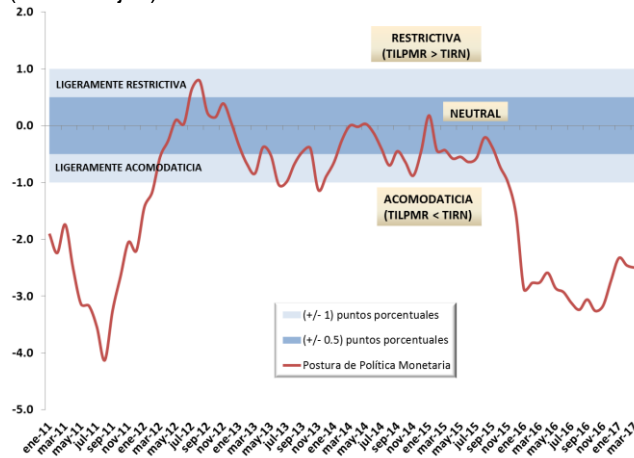
<sup>20</sup> Un mayor detalle de esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

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

definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria, es decir, si la TILPM es mayor a la TIRN, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPM es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a marzo de 2017, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia<sup>22</sup>.

### Gráfica 50

Postura de la Política Monetaria (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2017.

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.

### h) Índice de condiciones monetarias<sup>23</sup>

El índice de condiciones monetarias (ICM)

es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés

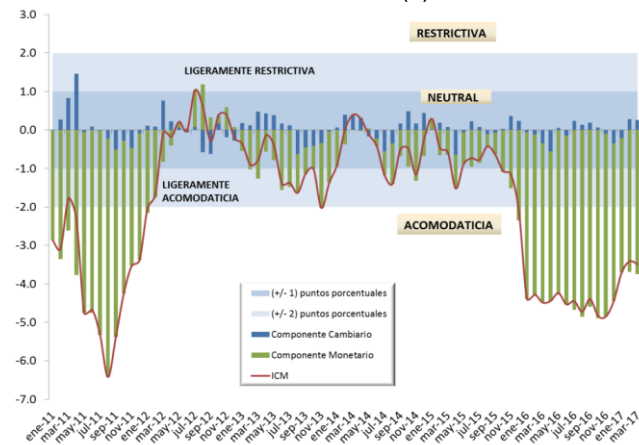
<sup>22</sup> Este resultado evidencia que la percepción de algunos analistas locales que aseguran que la política monetaria está siendo restrictiva y que, por ende, está limitando la liquidez en la economía, es totalmente erróneo.

<sup>23</sup> Un mayor detalle de esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

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 2017, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

### Gráfica 51

Índice de Condiciones Monetarias (1)



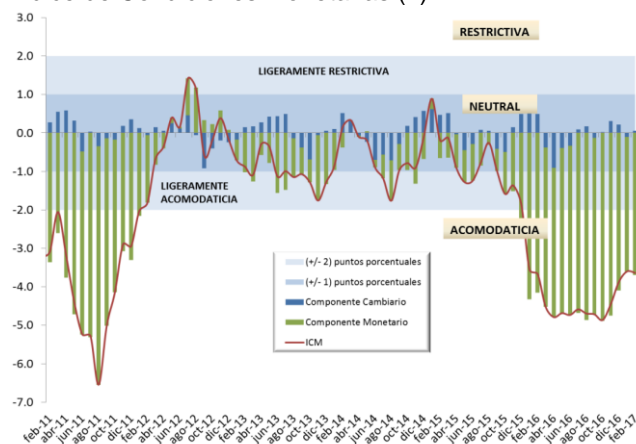
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a marzo de 2017.

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 52

### Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a febrero de 2017.

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 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. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

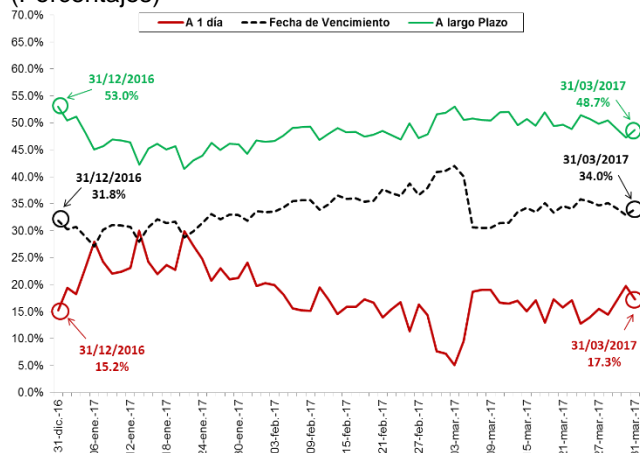
En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. Derivado de que en el período bajo análisis se observaron excedentes de liquidez asociados, principalmente, a una reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 31 de marzo de 2017, las referidas operaciones registraron un crecimiento de Q2,091.5 millones. Cabe indicar que al finalizar 2016, el 15.2% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 31 de marzo de 2017 la referida proporción aumentó a 17.3%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 31.8% en diciembre de 2016 a 34.0% al 31 de marzo de 2017, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a plazos largos<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Mayores de un año.

disminuyó en 4.3 puntos porcentuales (de 53.0% a 48.7% en las mismas fechas indicadas). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.02% del PIB.

## Gráfica 53

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

## E. FINANZAS PÚBLICAS

La política fiscal para 2017, en apoyo a la demanda agregada y congruente con la sostenibilidad de la deuda pública, prevé un aumento del déficit fiscal (1.9%) que daría un impulso al gasto público, lo que contribuiría a compensar, en alguna medida, la moderación prevista en el consumo privado.

Para el ejercicio fiscal 2017 se cuenta con un presupuesto de Q77,309.5 millones<sup>25</sup>, que equivale a 13.8% del PIB (13.6% en 2016). Entre los principales indicadores fiscales respecto del PIB, según el presupuesto aprobado para 2017, destacan: ingresos públicos totales 11.1% (11.0% en 2016), ingresos tributarios 10.4% (igual al año anterior), gastos totales 13.0% (12.1% en 2016) y deuda pública total 24.2% (igual al año previo).

<sup>25</sup> Presupuesto aprobado según Decreto Número 50-2016, incluye además, ampliación presupuestaria prevista en el artículo 98 por Q320.0 millones.

Algunos riesgos que podrían limitar la expansión del gasto público estarían asociados a las fuentes de financiamiento previstas en dicho presupuesto y a la capacidad de ejecución de las entidades de gobierno. En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del gasto, la recaudación tributaria podría ser afectada, entre otros factores, por una recaudación menor a la prevista (a marzo la recaudación acumulada se ubicó por debajo de la meta en Q671.9 millones) y por la demora en la implementación de las medidas previstas en el Plan Anual de Recaudación, Control y Fiscalización para este año por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT). En lo que corresponde al financiamiento externo, una baja ejecución de los desembolsos de préstamos externos programados (menos del 1% de ejecución al primer trimestre), podría reducir la disponibilidad de recursos. Por otra parte, los esfuerzos orientados al combate a la corrupción, así como, el cumplimiento efectivo de las normas presupuestarias, podrían limitar la capacidad de ejecución del gasto en algunas dependencias gubernamentales.

El presupuesto aprobado para este año incluye la asignación presupuestaria para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2015, por Q646.0 millones. Sin embargo, en el caso de que dichos recursos sean reorientados al gasto público, como ha sucedido en años anteriores, el déficit fiscal se ubicaría en 2.0% del PIB. Por lo que cambiar el destino de los bonos del tesoro que cubren las deficiencias netas del Banco de Guatemala hacia el financiamiento de déficit fiscal, automáticamente aumenta el déficit fiscal. Como se ha indicado recurrentemente, 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 del país, valorado no solo por la sociedad guatemalteca, sino también por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo.

## 1. Ingresos

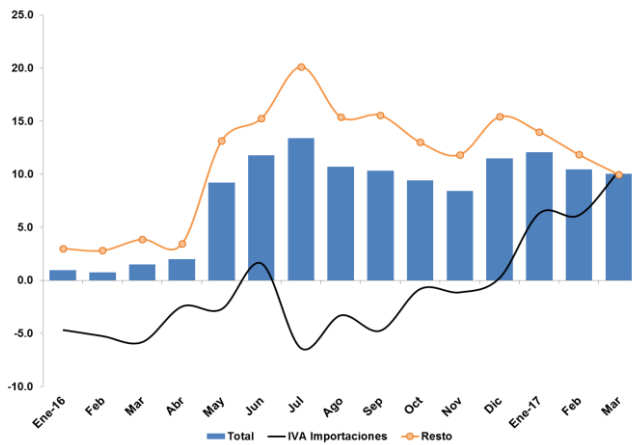
Al 31 de marzo de 2017, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.1% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 10.0% que registraron los ingresos tributarios (96.5% de los ingresos totales) en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) registraron una reducción de 46.3%, respecto de lo observado en 2016.

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 13.2%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual creció 15.9%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 2.9%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 8.2%, destacando el desempeño tanto del IVA doméstico como del IVA importaciones, los cuales crecieron 9.1% y 10.3%, respectivamente. En el caso del IVA importaciones, su evolución estaría asociada a la recuperación en el valor de las importaciones, en particular las de combustibles y lubricantes, darse el aumento en el precio internacional del petróleo (ver gráfica 54). Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 31 de marzo de 2017, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q13,771.7 millones, equivalente a 95.3% de la meta para dicho período (Q14,443.6 millones), generando una brecha de recaudación negativa, de Q671.9 millones (4.7%), ver gráfica 55.



### Gráfica 54

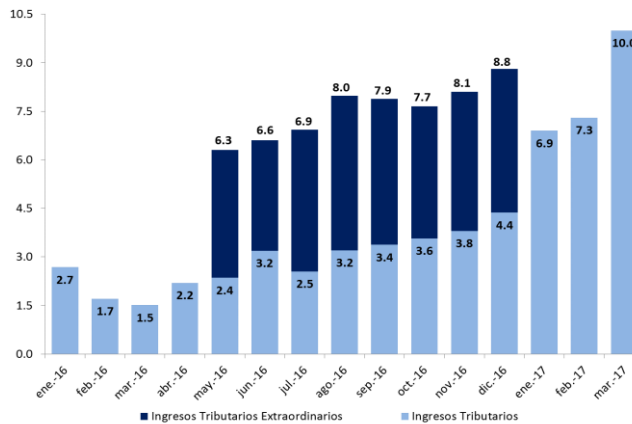
Recaudación Tributaria (1) (2)  
Años: 2016-2017  
(Porcentajes)



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

### Gráfica 55

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



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

## 2. Gastos

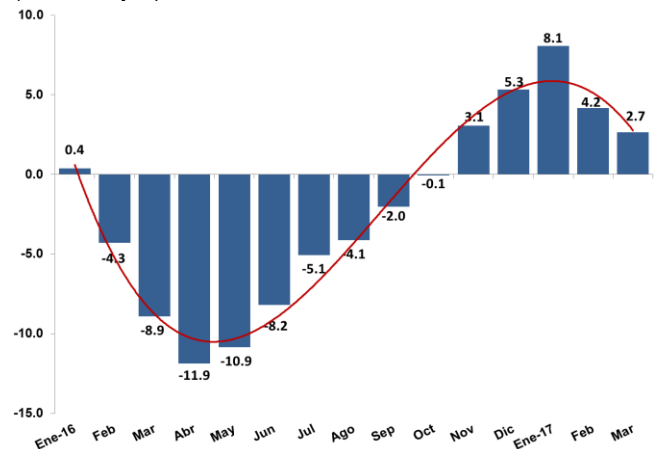
Al 31 de marzo de 2017, el leve aumentó de 2.7% del gasto público a pesar del fortalecimiento de la disponibilidad de caja del Gobierno Central en el ejercicio fiscal anterior y del desempeño de la recaudación tributaria durante el primer trimestre, estaría reflejando la dificultad en la ejecución por parte de algunas entidades estatales.

Al 31 de marzo de 2017, los gastos de funcionamiento aumentaron 0.3% y los de capital 19.2%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes crecieron 10.5%, destacando los mayores recursos trasladados a algunas entidades autónomas y a las entidades del sector justicia, entre otras; incremento que fue compensado, parcialmente, por la reducción en los gastos de bienes y servicios y los intereses de la deuda pública (27.8% y 8.2%, respectivamente). Por su parte, el gasto de capital reflejó el aumento en las transferencias de capital, las cuales aumentaron 15.7%.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 18.6%, menor a la registrada en 2016 (19.7%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (21.9%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (20.3%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen, el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (6.7%) y el Ministerio de Desarrollo Social (4.8%).

### Gráfica 56

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



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

### 3. Resultado fiscal y financiamiento

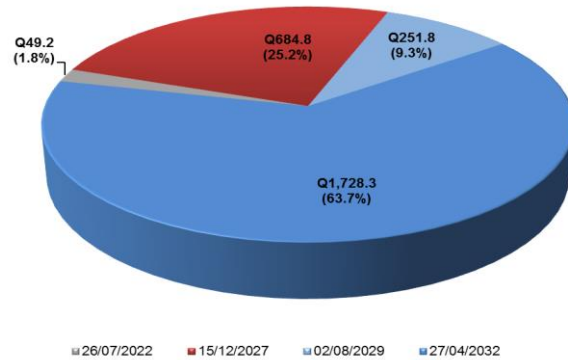
La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 31 de marzo, resultó en un superávit fiscal de Q741.8 millones (0.1% del PIB), mayor al registrado en el mismo período del año anterior (Q272.0 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q860.8 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q19.9 millones y amortizaciones por Q880.7 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q2,678.0 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q2,714.1 millones, vencimientos por Q79.0 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q42.9 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q2,559.0 millones.

Para el ejercicio fiscal 2017 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q13,150.3 millones, de los cuales Q10,863.5 millones corresponden a la nueva emisión y Q2,286.8 millones al *roll-over*. Al 31 de marzo, se había colocado el 20.6% del monto autorizado, con fechas de vencimiento 26/07/2022, 15/12/2027, 02/08/2029 y 27/04/2032 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.50%, 6.92%, 6.95% y 7.04%, respectivamente.

Al 31 de marzo, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q68,276.9 millones, mayor en Q2,635.1 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa al 28 de febrero, se situó en US\$7,944.8 millones, menor en US\$70.7 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones).

### Gráfica 57

Colocaciones de Bonos del Tesoro 2017, según fecha de vencimiento (1)  
Año: 2017  
(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 31 de marzo de 2017.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

**Cuadro 3**

Gobierno Central (1)  
Ejecución Presupuestaria a Marzo  
Años: 2016-2017  
(Millones de quetzales)

Concepto	2016 <sup>P/</sup>	2017 <sup>P/</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>13,457.7</b>	<b>14,277.2</b>	<b>819.5</b>	<b>6.1</b>
A. Ingresos (1+2)	13,443.8	14,258.7	814.9	6.1
1. Ingresos Corrientes	13,442.7	14,257.9	815.2	6.1
a. Tributarios	12,516.3	13,771.7	1,255.5	10.0
b. No Tributarios	926.4	486.2	-440.2	-47.5
2. Ingresos de Capital	1.1	0.7	-0.3	-31.6
B. Donaciones	13.9	18.5	4.6	33.2
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>13,185.7</b>	<b>13,535.4</b>	<b>349.7</b>	<b>2.7</b>
A. De Funcionamiento	11,524.2	11,555.4	31.1	0.3
B. De Capital	1,661.5	1,980.0	318.6	19.2
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal</b>	<b>272.0</b>	<b>741.8</b>	<b>469.8</b>	<b>172.7</b>
(-) Déficit				
<b>IV. Financiamiento Total</b>	<b>-272.0</b>	<b>-741.8</b>	<b>-469.8</b>	<b>172.7</b>
A. Interno	2,877.6	2,678.0	-199.6	-6.9
B. Externo	-712.7	-860.8	-148.1	20.8
C. Variación de Caja	-2,436.9	-2,559.0	-122.1	5.0
(-) aumento (+) disminución				
<b>Carga tributaria</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>		
<b>Superávit ó Déficit / PIB</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>		

(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 2016, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras), destacando industrias manufactureras; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; y transporte, almacenamiento y comunicaciones. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 80% de dicho resultado.

En el desempeño de la industria manufacturera incidió positivamente el incremento registrado en las actividades de alimentos y bebidas, entre las que destacan, la elaboración de azúcar; preparación de aceites y grasas de origen vegetal y animal; destilación, rectificación y mezcla de bebidas alcohólicas; producción de aguas minerales; y elaboración de alimentos preparados para animales, como resultado de una mayor demanda interna y externa de dichos productos. Asimismo, las actividades relacionadas a otros productos manufacturados, se vieron influenciadas por el incremento registrado en las actividades de fabricación de productos químicos, específicamente jabones, detergentes y pinturas; fabricación de productos metálicos, maquinaria y equipo; tales como metales comunes y productos elaborados de metal; y de otras industrias manufactureras. Por su parte, las actividades dedicadas a la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado registraron una caída, producto de la menor demanda externa de textiles y prendas de vestir.

El resultado de los servicios privados, estuvo influenciado por el desempeño positivo mostrado por las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler,

como consecuencia del incremento en la demanda intermedia por parte del comercio al por mayor y al por menor y de la intermediación financiera, principales consumidores de dichos de servicios. En lo correspondiente al desempeño de las actividades de hoteles y restaurantes, este se asoció al mayor número de turistas ingresados al país en el último trimestre del año, así como a un aumento en la demanda final de servicios de comida, lo que se reflejó en la apertura de nuevos locales. Por su parte, el mayor dinamismo de la actividad de mantenimiento y reparación de vehículos, obedeció al incremento observado del parque vehicular, particularmente de vehículos usados y al mayor uso de automóviles y motocicletas, derivado de precios favorables de los combustibles.

El crecimiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, estuvo influenciado por el dinamismo observado en los cultivos no tradicionales, en particular, de palma africana y hortalizas, derivado del incremento observado en la demanda interna y externa de dichos productos. Por su parte, el incremento en los cultivos tradicionales, obedece a la recuperación observada en la producción de café, como resultado de la renovación del parque cafetalero, luego de los efectos negativos provocados por la plaga de la roya que afectó la producción en los últimos años.

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 vehículos automotores; combustibles y lubricantes; alimentos; artículos de ferretería; productos farmacéuticos y medicinales; productos de plástico; aparatos eléctricos, entre otros.

Finalmente, en el comportamiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, incidió, fundamentalmente, el crecimiento de las actividades de transporte, como resultado del incremento en la demanda de estos servicios por parte

de algunas actividades agrícolas e industriales; lo que se reflejó en el aumento del volumen de mercadería embarcada y desembarcada en los puertos nacionales, de acuerdo con información de la Comisión Portuaria Nacional.

**Cuadro A1.1**

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2015	2016			
		IV	I	II	III	IV
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.5	3.6	2.2	3.1	3.5	3.3
Explotación de Minas y Canteras	0.9	10.4	-7.9	-6.6	-18.0	-10.3
Industria Manufacturera	17.6	2.2	2.1	4.2	2.9	5.0
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	6.4	5.1	9.4	4.5	2.3
Construcción	2.8	3.2	2.8	2.4	0.4	1.8
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	4.9	4.7	4.5	2.7	2.6
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.3	3.0	3.1	3.0	2.3	2.6
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.9	18.1	12.6	7.3	8.4	4.1
Alquiler de Vivienda	9.8	3.0	3.1	3.1	3.0	3.1
Servicios Privados	15.7	2.7	3.0	2.7	3.0	3.5
Administración Pública y Defensa	7.8	3.5	2.7	3.0	2.0	1.0
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		4.0	2.9	3.7	2.6	3.0

(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 2016, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 4.0%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento refleja la mejora en el ingreso disponible de los hogares por el incremento en las remesas familiares, de la cartera de crédito para consumo del sistema bancario y de los niveles de empleo reportados en las estadísticas de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS). Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un crecimiento de 1.6%, explicado, fundamentalmente, por el incremento

observado, en términos reales, de las remuneraciones pagadas y de la compra de bienes y servicios, de algunos renglones presupuestarios, por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 1.4%, principalmente por el desempeño positivo de la inversión en construcción de edificaciones residenciales privadas.

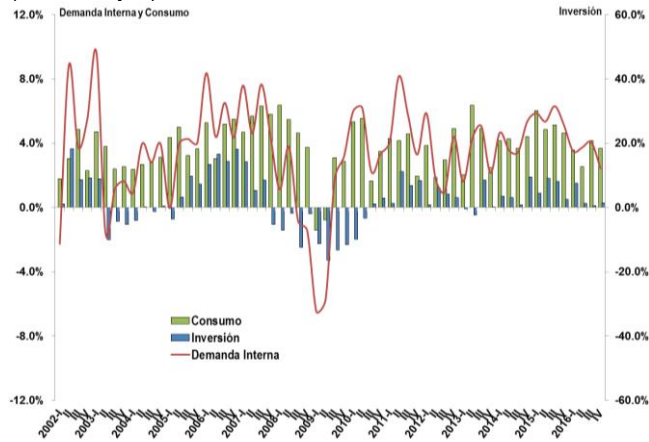
Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.4%, explicado, principalmente, por el incremento en el volumen exportado de aceite vegetal; níquel; azúcar; bebidas líquidas, alcoholes y vinagres; frutas frescas, secas y congeladas; legumbres y

hortalizas; hierro y acero; detergentes y jabones; entre otros.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 0.9%, el cual se refleja en el volumen de importación de bienes de consumo duradero, materiales de construcción y bienes de capital para el transporte.

### Gráfica A1.1

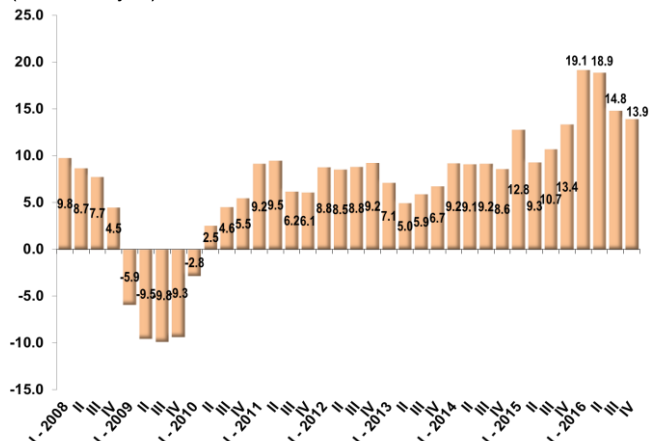
Demanda Interna, Consumo e Inversión (1) (2)  
(Porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.  
(2) Con información a diciembre de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica A1.2

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



(1) Variación interanual, con información a diciembre de 2016.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2015	2016			
		IV	I	II	III	IV
<b>Demanda Interna</b>		<b>5.1</b>	3.4	3.5	3.7	<b>4.0</b>
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	<b>85.7</b>	5.5	4.9	3.7	4.4	4.0
Gasto de Gobierno Central	<b>11.1</b>	-2.3	-7.8	-6.3	2.2	1.6
Formación Bruta de Capital Fijo	<b>14.8</b>	2.6	7.5	1.3	0.6	1.4
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>27.1</b>	-0.9	1.5	2.7	-1.5	4.4
<b>(-) Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>-39.8</b>	6.5	7.3	2.8	2.2	0.9
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		<b>4.0</b>	2.9	3.7	2.6	<b>3.0</b>

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

## II. MEDICIÓN ANUAL

La actividad económica en 2016, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), registró un crecimiento de 3.1% (4.1% en el año previo). Dicho crecimiento se explica, por el lado del gasto, por el 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; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares. Dichas actividades económicas, en conjunto representaron alrededor de 78% de la tasa de crecimiento del PIB para 2016.

### 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 de remesas familiares; al crecimiento del crédito bancario al sector privado, especialmente el

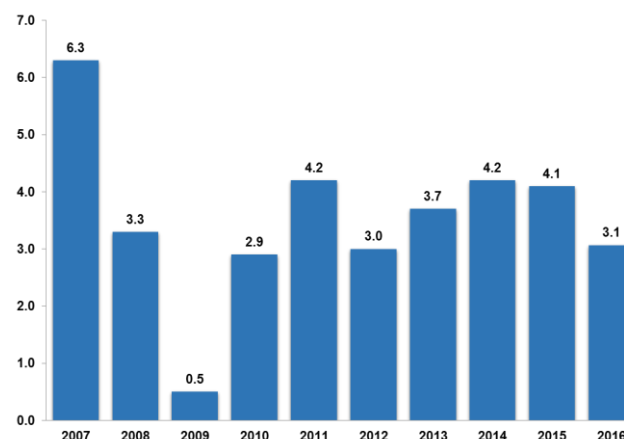
destinado al consumo; y a una inflación alrededor de la meta. Con relación a la demanda externa, destaca el dinamismo en el volumen de las exportaciones de grasas y aceites comestibles; frutas frescas, secas o congeladas; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; hierro y acero; detergentes y jabones; entre otros.

## Gráfica A1.3

Producto Interno Bruto Anual (1)

Años: 2007 - 2016

(Tasas de crecimiento anual)



(1) Cifras preliminares a 2015 y 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.



**Cuadro A1.3**

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

CONCEPTO	Estructura porcentual		Tasas de variación	
	2015	2016	2015	2016
<b>1. DEMANDA INTERNA</b>			5.7	3.4
<b>GASTO DE CONSUMO FINAL</b>	96.7	97.1	5.1	3.5
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	85.7	86.7	5.8	4.2
Gastos del Gobierno General	11.1	10.5	-0.1	-2.4
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO</b>	14.8	14.7	5.9	2.3
<b>2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	27.1	26.8	4.0	1.7
<b>3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	39.8	39.9	9.3	3.3
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)</b>			<b>4.1</b>	<b>3.1</b>

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

## 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 3.6% (5.8% en 2015), 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 y bebidas; así como al mayor dinamismo en el volumen de bienes importados, entre los que destacan: la importación de combustibles y lubricantes; vehículos y material de transporte, así como de hierro y acero.

El crecimiento de 3.6% registrado por las industrias manufactureras se explica principalmente, por el incremento mostrado en las actividades de alimentos, bebidas y tabaco, el cual se asocia al mayor dinamismo

en la demanda de dichos bienes, particularmente, los relacionados con la elaboración de azúcar; elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal; elaboración de alimentos preparados para animales; destilación de bebidas alcohólicas; y aguas minerales. Asimismo, contribuyeron al crecimiento de la actividad manufacturera la fabricación de maquinaria y equipo; fabricación de productos elaborados de metal; fabricación de metales comunes; fabricación de productos de plástico; entre otras.

En cuanto a la actividad de servicios privados, esta mostró un crecimiento de 3.1% (3.7% en 2015), explicado, principalmente, por el incremento en los servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler, entre los cuales destacan los servicios inmobiliarios demandados por las actividades de comercio al por mayor y al por menor e intermediación financiera. En adición, se observó un desempeño positivo en los

servicios de reparación y mantenimiento de vehículos, derivado del incremento del parque vehicular, particularmente de vehículos usados, y del mayor uso de automóviles y motocicletas asociado al mantenimiento de precios favorables de los combustibles. En cuanto al desempeño de las actividades de hoteles y restaurantes, este se explica por el mayor número de turistas ingresados al país y por el aumento en la demanda final de servicios de comida, lo que se reflejó en la apertura de nuevos locales.

En cuanto a la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca esta registró un crecimiento de 3.1% (3.2% en 2015), debido al incremento en la

producción de café. Asimismo, se observó un crecimiento de la demanda externa de frutas, principalmente melón y plátano. Por su parte, se registró un comportamiento favorable en la demanda intermedia de caña de azúcar y de otras nueces.

Finalmente, la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares creció 8.1% en 2016 (14.5% el año previo), resultado del desempeño de la actividad de bancos y financieras, vinculado al crecimiento de las comisiones efectivas e intereses netos percibidos por este tipo de entidades, así como por el incremento en las actividades de seguros.

#### Cuadro A1.4

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

Ramas de actividad	Participación	2015	2016	Incidencias	
				2015	2016
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	3.2	3.1	0.33	0.32
Explotación de minas y canteras	0.9	8.5	-10.6	0.22	-0.25
Industrias manufactureras	17.6	3.5	3.6	0.65	0.66
Suministro de electricidad y captación de agua	2.8	4.5	5.3	0.10	0.12
Construcción	2.8	3.4	1.8	0.14	0.07
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	5.8	3.6	1.12	0.72
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.3	3.3	2.8	0.24	0.20
Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	5.9	14.5	8.1	0.51	0.30
Alquiler de vivienda	9.8	3.1	3.1	0.24	0.23
Servicios privados	15.7	3.7	3.1	0.49	0.40
Administración pública y defensa	7.8	2.7	2.2	0.19	0.16
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		<b>4.1</b>	<b>3.1</b>		

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Adler, Gustavo; Magud, Nicolas E.; y Werner, Alejandro (2017): "Terms-of-Trade Cycles and External Adjustment". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/29. Febrero.
2. Arezki, Rabah; Jakab, Zoltan; Laxton, Douglas; Matsumoto, Akito; Nurbekyan, Armen; Wang, Hou; y Yao, Jiaxiong (2017): "Oil prices and the global economy". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper No. WP/17/15. Enero.
3. Conference Board (2016): Base de Datos de la Economía del "Conference Board". Mayo.
4. Crafts, Nicholas (2017): "Whither Economic Growth?" Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Marzo.
5. Havik, Karel; McMorrow, Kieran; Orlandi, Frabrice; Planas, Christophe; Raciborski, Rafal; Röger, Werner; Rossi, Alessandro; Thum-Thysen, Anna, y Vandermeulen, Valerie (2014): "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps." European Economy - Economic Papers No. 535. Comisión Europea, Bruselas.
6. International Monetary Fund (2016): "Rebalancing in China – Progress and Prospects". IMF Working Paper WP-16-183. September.
7. International Monetary Fund (2017): "Gaining Momentum?". World Economic Outlook IMF. April.
8. Kharroubi, Enisse y Kohlscheen, Emanuel (2017): "Consumption-led Expansions". Banco de Pagos Internacionales, Revisión Trimestral. Marzo.
9. Mallaby, Sebastian (2016): "Replantear la Globalización". Fondo Monetario Internacional (FMI). Finanzas & Desarrollo. Volumen 53, No. 4. Diciembre.
10. Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de América (2016): "An Update to the Budget and Economic Outlook, 2016 to 2026." Washington, DC, Agosto.