



**BANCO DE GUATEMALA**



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,  
CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2017,  
Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2018**



# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>I.</b>	<b>ANTECEDENTES</b> .....	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	<b>2</b>
<b>III.</b>	<b>EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2017</b> .....	<b>7</b>
<b>A.</b>	<b>ENTORNO EXTERNO</b> .....	<b>7</b>
	1. Panorama general .....	7
	2. Desempeño de las economías avanzadas .....	11
	3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo .....	13
	4. Mercados financieros internacionales .....	18
	5. Precios internacionales de algunas materias primas .....	19
	6. Inflación y política monetaria .....	25
<b>B.</b>	<b>ENTORNO INTERNO</b> .....	<b>28</b>
	1. Actividad económica.....	28
	2. Inflación .....	29
	3. Tipo de cambio .....	34
	4. Tasas de interés .....	38
	5. Agregados monetarios y de crédito .....	39
	6. Índice de condiciones monetarias .....	43
	7. Variables del sector externo .....	44
	8. Finanzas públicas .....	49
<b>C.</b>	<b>RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2017</b> .....	<b>52</b>
<b>IV.</b>	<b>ESTIMACIONES DE CIERRE 2017 Y PERSPECTIVAS PARA 2018</b> .....	<b>54</b>
<b>A.</b>	<b>DEL ENTORNO EXTERNO</b> .....	<b>54</b>
	1. Crecimiento económico .....	54
	2. Inflación internacional .....	56
<b>B.</b>	<b>DEL ENTORNO INTERNO</b> .....	<b>58</b>
	1. Balanza de pagos .....	58
	2. Actividad económica.....	60

<sup>1</sup> Este documento fue elaborado con información disponible al 11 de diciembre de 2017, salvo otra indicación.

3.	Sector fiscal .....	63
4.	Sector monetario .....	63
<b>V.</b>	<b>REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA .....</b>	<b>65</b>
A.	ASPECTOS GENERALES.....	65
B.	POLÍTICA MONETARIA .....	67
1.	Revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas .....	67
2.	Revisión de la metodología de cálculo de la tasa de interés parámetro .....	68
C.	POLÍTICA CAMBIARIA .....	69
1.	Revisión del margen de fluctuación de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario .....	69
2.	Mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales .....	70
<b>VI.</b>	<b>RECOMENDACIÓN.....</b>	<b>71</b>
 <b>ANEXOS</b>		
	ANEXO 1 .....	73
	ANEXO 2 .....	77
	ANEXO 3 .....	89
	ANEXO 4 .....	96
	ANEXO 5 .....	100
	ANEXO 6 .....	108
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	109

# EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2017, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2018

## I. ANTECEDENTES

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

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia con vigencia indefinida y una meta de inflación de mediano plazo, en la cual se establece que, de acuerdo con la evolución del entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, el Banco de Guatemala debe revisar y, de ser el caso, proponer las modificaciones que se consideren necesarias a dicha política. Con esa base, la modificación más reciente a dicha política se realizó mediante resolución JM-123-2016.

Para continuar dando cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2017, las perspectivas económicas para 2018, así como la revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

## II. RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, la recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuó consolidándose durante 2017, aunque en un entorno de riesgos a la baja. Según el FMI, la economía mundial crecería 3.6% en 2017 y 3.7% en 2018, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%), resultado del mejor desempeño previsto tanto para las economías avanzadas como para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento económico son positivas tanto para 2017 (2.2%) como para 2018 (2.0%). Estados Unidos de América crecería 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo, en un entorno de elevados niveles de confianza y de condiciones monetarias aún acomodaticias, en línea con el proceso gradual de normalización de la política monetaria. No obstante, persiste la incertidumbre en torno a la capacidad de la administración Trump de implementar las medidas de política económica anunciadas a inicios de su mandato.

En la Zona del Euro, la actividad económica continuó evidenciando un crecimiento sostenido, con una mejora cada vez más generalizada a nivel de países, reflejo de una recuperación de la demanda tanto interna como externa, así como de una política monetaria ampliamente acomodaticia. Las previsiones de crecimiento económico para 2017 (2.1%) y para 2018 (1.9%), aunque han mejorado respecto de 2016 (1.8%), aún denotan riesgos importantes, principalmente, por la incertidumbre que sigue generando el *Brexit* y por la fragilidad de los sistemas bancarios en algunos países de la región.

Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el desempeño económico continuaría fortaleciéndose, con un crecimiento económico de 4.6% en 2017 y de 4.9% en 2018, aunque con heterogeneidad entre países y regiones. Destaca el

comportamiento esperado de la actividad económica de la República Popular China, que crecería 6.8% en 2017 y 6.5% en 2018, reflejando un ajuste económico más gradual al que se había previsto, resultado, en buena medida, de la implementación de medidas de estímulo económico por parte del gobierno chino. Asimismo, Brasil y Rusia dejarían atrás las recesiones que experimentaron en años previos, con crecimientos positivos, pero moderados tanto para 2017 como para 2018, ante la recuperación en el precio de las materias primas y un aumento gradual del consumo de los hogares.

El PIB de Centroamérica crecería 3.6% en 2017 y 3.4% en 2018, apoyado en 2017, por el comportamiento positivo de la demanda interna, particularmente, del consumo privado, debido al dinamismo de las remesas familiares en los países que integran el Triángulo Norte (El Salvador, Guatemala y Honduras) y de las mejores perspectivas del comercio exterior, ante el fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos de América.

A lo largo del presente año, los mercados financieros internacionales, en términos generales, mantuvieron un desempeño positivo, con niveles bajos de volatilidad y respaldados por un escenario de mejora del entorno económico a nivel mundial, lo cual ha reforzado la confianza de los consumidores y empresarios y favorecido un mayor apetito por riesgo; ello a pesar de las persistentes fuentes de incertidumbre, particularmente de índole política y geopolítica que aún mantienen latente la posibilidad de que se generen algunos episodios de inestabilidad en el entorno externo, lo que en alguna medida podría moderar el optimismo de los inversionistas y, por tanto, propiciar correcciones en la dinámica del precio de los activos.

Los precios internacionales de las materias primas que tienen un efecto relevante en la inflación de Guatemala, presentaron comportamientos mixtos a lo largo del año. El precio internacional del petróleo registró

un incremento respecto de finales del año pasado, ello a pesar de que la producción de petróleo en Estados Unidos de América mostró un crecimiento relevante. Dicho incremento se asocia, por una parte, a la creciente demanda mundial del crudo y, por la otra, al cumplimiento casi pleno de la cuota de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros importantes productores a nivel mundial. Por su parte, el precio internacional del maíz amarillo mostró una disminución durante el año, atribuida al adecuado abastecimiento mundial del grano; en tanto que el precio internacional del trigo presentó un leve incremento durante el año, influenciado por las condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores. Para finales de 2017 y de 2018, las proyecciones de precios promedio del petróleo, del maíz amarillo y del trigo, en el escenario base, se ubicarían por arriba de los registrados en 2016, aunque en niveles aún bajos.

A nivel internacional, la inflación se ha mantenido estable y en niveles cercanos a los del año anterior. En las economías avanzadas, a pesar del repunte de precios entre finales del año previo y los primeros meses del presente año, la inflación se moderó, debido, principalmente, al menor dinamismo que registraron los precios de la energía; en tanto que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, con algunas excepciones, el ritmo inflacionario se desaceleró ante la relativa fortaleza de sus monedas y del incremento moderado en el precio de los combustibles. En el caso de los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de México, la inflación se moderó, como resultado de menores presiones de demanda agregada, de la reversión de los choques de oferta externos y de la apreciación de sus monedas respecto del dólar estadounidense. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo relativamente contenida, con niveles, en general, dentro de las respectivas metas.

**En el ámbito interno,** la estimación de cierre del PIB se ubica en 2.8% para 2017, por debajo del crecimiento de 2016 (3.1%) y del PIB potencial (3.5%). Dicho resultado se explicaría, por el lado del gasto, por la moderación de la demanda interna, que crecería 2.9% (3.4% en 2016), derivado, principalmente, de la desaceleración del consumo privado (al pasar de 4.2% en 2016 a 3.8% en 2017); en tanto que, las exportaciones y las importaciones en términos reales aumentarían 2.3% y 2.9%, respectivamente. Por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas, excepto la de explotación de minas y canteras. En el comercio exterior a octubre, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un aumento de 7.1%, respecto de similar periodo de 2016, resultado del leve incremento en el volumen (1.8%) y en el precio medio (4.7%). Entre los principales productos que registraron aumento destacan: cardamomo, café, grasas y aceites comestibles, banano, artículos de vestuario, azúcar, caucho natural y energía eléctrica. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 7.9%, explicado por el alza tanto en el volumen importado (2.4%), como en el precio medio (5.1%), este último asociado al alza en el precio medio de importación de los combustibles y lubricantes, el cual fue contrarrestado, parcialmente, por la disminución que se registró en el precio medio de algunas importaciones, particularmente de bienes de consumo duradero y de materiales de construcción. A octubre, se observó un aumento de US\$403.6 millones en el valor de las importaciones de combustibles y lubricantes, a diferencia de lo ocurrido en 2015 y 2016 en los que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones por ese concepto, respecto de 2014.

Al 30 de noviembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$7,471.9 millones, superior en US\$990.4 millones (15.3%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo, resultado que, entre otros factores, se asocia a la reducción del nivel de desempleo hispano, al mayor



número de guatemaltecos que vive en Estados Unidos de América y al continuo temor por el posible endurecimiento de las medidas anti-migratorias en dicho país, que habría provocado que algunos migrantes, en adición al envío normal, enviaran parte de sus ahorros, como una medida precautoria.

El nivel de Reservas Internacionales Netas continúa reflejando la sólida posición externa del país, al registrar al 30 de noviembre un monto US\$11,572.6 millones, mayor en US\$2,412.2 millones al de diciembre de 2016.

El tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar registró al 30 de noviembre una apreciación interanual de 2.27% (acumulada de 2.40%). El Banco de Guatemala, tomando en cuenta la evolución del tipo de cambio nominal durante las primeras semanas del año, a partir del 24 de febrero implementó ajustes operativos a la regla de participación en el mercado cambiario (horario de participación) y empezó a recibir depósitos en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Adicionalmente, desde el 3 de agosto se efectuó otro ajuste operativo consistente en que, si en un mismo día se cumplen los criterios de participación, tanto para la compra como para la venta de dólares estadounidenses, el Banco de Guatemala convoca a subasta de compra y a subasta de venta, conforme la regla de participación aprobada por la Junta Monetaria. Al 30 de noviembre, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario generó compras netas de divisas por US\$2,327.4 millones y captó US\$337.7 millones mediante depósitos a plazo.

El ritmo inflacionario a noviembre se ubicó en 4.69%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria de la inflación en el país responde a condiciones tanto de demanda como de oferta y se explicó, principalmente, por el comportamiento de los precios de los bienes de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas,

dado que el resto de divisiones de gasto presentó un comportamiento relativamente estable. En ese contexto, más allá de los choques de oferta a los que ha estado expuesta la inflación, esta responde a las condiciones de la demanda agregada y, particularmente, del consumo privado, asociadas al comportamiento de los salarios, de las remesas familiares y del crédito bancario al consumo. Por su parte, las moderadas presiones de demanda, dada la posición cíclica de la economía, han permitido mantener una política monetaria acomodaticia, sin comprometer la meta de inflación, dado que las expectativas de inflación permanecen ancladas.

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, lo que evidencia que los elevados niveles de liquidez en la economía responden a la menor demanda de créditos.

Los principales agregados monetarios al 30 de noviembre, con excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con las condiciones de la actividad económica. Con relación al crédito bancario al sector privado, este ha tenido un comportamiento menos dinámico (aumento de 4.9% en términos interanuales), resultado de la moderación del crédito destinado al consumo, el cual ha sido parcialmente compensado por la recuperación que muestra el crédito empresarial. Por su parte, el crecimiento interanual de la emisión monetaria se ubicó en 13.0%, reflejo de una mayor demanda de efectivo por parte del público, asociada al mayor ingreso de divisas por remesas familiares; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 7.5%, en términos interanuales.

En cuanto a las perspectivas para 2018 relativas al ámbito interno, cabe destacar que la actividad económica estaría creciendo en un rango entre 3.0% y 3.8%, debido a una recuperación de la demanda interna y un entorno internacional que favorecería un aumento en la demanda externa. Por el lado de la oferta, se



anticipan tasas de crecimiento positivas en todas las ramas de la actividad económica. En cuanto al comercio exterior, se prevé que el valor de las exportaciones registraría un incremento en 2018 entre 5.0% y 8.0% y el valor de las importaciones crecería entre 5.5% y 8.5%, en ambos casos debido a la mejora de la demanda interna y al incremento previsto en los flujos de comercio internacional para dicho año. La inversión extranjera directa estaría creciendo 5.0%, debido, principalmente, a la reinversión de utilidades de las empresas extranjeras que actualmente operan en el país. Se prevé que las remesas familiares crecerían en un rango entre 9.0% y 12%, todavía en niveles altos, debido a la fortaleza que evidencia el mercado laboral en Estados Unidos de América y, por ende, en el nivel de ingreso de los migrantes. En cuanto a los principales agregados monetarios (emisión monetaria, medio circulante y medios de pago) y al crédito bancario al sector privado, estos mostrarían un comportamiento en 2018 congruente con los niveles de inflación y el crecimiento económico previsto para ese año.

Por otra parte, conforme al calendario previsto para 2017, la Junta Monetaria revisó la tasa de interés líder de política monetaria en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre, ocasiones en las que decidió mantener el nivel de dicha tasa de interés en 3.00%, mientras que en noviembre acordó reducirla 25 puntos básicos para ubicarla en 2.75%. Lo anterior tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna, contenido en el balance de riesgos de inflación, en el que se destacó, por una parte, que las presiones inflacionarias tanto externas como internas se encuentran contenidas y, por la otra, que las expectativas de inflación continúan ancladas, por lo que, ante ese escenario, se generaba un espacio limitado y temporal para un mayor relajamiento de la política monetaria.

Al 30 de noviembre, las operaciones de estabilización monetaria (OEM) registraron un crecimiento de Q11,970.4 millones, de los cuales el

72.4% corresponde al sector privado y el 27.6% a entidades públicas. Cabe indicar que, a la referida fecha, el 15.8% de las OEM estaba colocado a un día plazo, el 49.4% a fechas de vencimiento menores a dos años y el 34.8% restante a largo plazo. El costo de política monetaria, derivado del total de operaciones se situó en 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

En lo relativo a las finanzas públicas, según el Ministerio de Finanzas Públicas, al finalizar el ejercicio fiscal 2017, los ingresos tributarios y el gasto total crecerían 4.2% y 3.6%, respectivamente. Los ingresos tributarios y el gasto público total equivaldrían a 10.2% y 11.8% del PIB, en su orden; lo que haría que el déficit fiscal se sitúe alrededor de 1.0% del PIB. Según cifras preliminares al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.7%; mientras que los gastos se incrementaron en 4.1%, respecto de similar periodo del año previo. En el año aumentó la disponibilidad de recursos en la caja del gobierno y mejoró la programación, derivado de la aprobación de cuotas financieras cuatrimestrales; no obstante ello, la evolución del gasto reflejó la baja ejecución en algunas entidades de gobierno y en el gasto financiado con préstamos externos. A esa fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q71,938.4 millones, mayor en Q6,296.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,233.9 millones, mayor en US\$218.4 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones). Al 30 de noviembre el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 90.9% de los Bonos del Tesoro programados para el ejercicio fiscal 2017 (Q13,150.3 millones). En adición, cabe resaltar que luego de varios años de no haberse cumplido con el pago para la restitución de las deficiencias netas del Banco de Guatemala, en 2017 el Ministerio de Finanzas Públicas emitió bonos del tesoro por un monto de Q646.0 millones, para cubrir parcialmente las deficiencias netas correspondientes al ejercicio contable de 2015.

**En síntesis**, la recuperación de la actividad económica mundial, a pesar de la incertidumbre, continúa consolidándose, impulsada por un mejor desempeño tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con riesgos que permanecen sesgados a la baja. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala reflejan resultados mixtos, los del petróleo y del trigo aumentaron; mientras que el del maíz disminuyó. Los pronósticos de precios medios para 2017 y 2018 apuntan a que estos registrarían un incremento moderado con respecto a los de 2016, pero aún seguirían en niveles bajos.

En el entorno interno, la economía crecería 2.8% en 2017, principalmente por la evolución de la demanda interna, a pesar de la moderación del consumo privado; en tanto que, por el lado de la oferta, la mayoría de actividades económicas registrarían tasas de variación positivas, aunque, en algunos casos, inferiores a las del año previo. Para 2018, se estima que la actividad económica crecería en un rango entre 3.0% y 3.8%, debido, principalmente, a la recuperación de la demanda interna y a un entorno internacional que favorecería un aumento en la demanda externa.

Las políticas monetaria y fiscal han contribuido a que los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) permanezcan estables. Tanto el Fondo Monetario Internacional como las principales empresas calificadoras de riesgo soberano en las distintas evaluaciones efectuadas<sup>2</sup> han resaltado la estabilidad macroeconómica del país, particularmente, por el manejo prudente de su política monetaria.

En el contexto descrito, la política monetaria en el transcurso del año mantuvo una postura acomodaticia,

la cual se refleja en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria (2.75%). La autoridad monetaria mantiene su compromiso de continuar monitoreando el comportamiento de la inflación, sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, con el propósito de adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

---

<sup>2</sup> Si bien la agencia calificadora *Standard & Poor's Global Ratings*, el 18 de octubre de 2017 rebajó la calificación crediticia de deuda soberana de Guatemala, continuó destacando que la estabilidad macroeconómica es una fortaleza del país, la cual se apoya, según expresa dicha calificadora, en una política monetaria prudente, que ha mantenido la inflación dentro de la meta y en una política fiscal con bajos déficits fiscales.

### III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2017

#### A. ENTORNO EXTERNO

##### 1. Panorama general

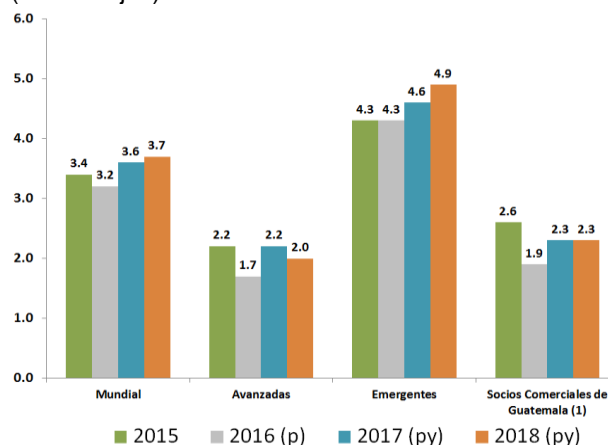
Durante 2017, la recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuó consolidándose, reflejando la mejora del comercio internacional, el incremento en la inversión privada y el dinamismo de la producción manufacturera, en un ambiente en el que los indicadores de confianza mantuvieron niveles elevados, la volatilidad en los mercados financieros permaneció baja y la política monetaria en las principales economías avanzadas siguió siendo ampliamente acomodaticia. Ese mejor desempeño estuvo acompañado de alguna moderación de riesgos, particularmente, los relativos a los resultados electorales en Europa (Francia, especialmente), en adición a un desempeño económico, mejor al previsto, en la República Popular China. Algunos retos que venía enfrentando la economía mundial se han moderado, particularmente la caída de los precios de las materias primas, la probabilidad de deflación, los rendimientos negativos de los bonos gubernamentales y las políticas fiscales restrictivas.

A pesar de lo anterior, aún privan algunos riesgos a la baja, especialmente en cuanto al entorno político y geopolítico actual. En el ámbito político, destaca la falta de consenso en el congreso estadounidense en cuanto a la política fiscal de ese país, lo cual aunado a otros aspectos relevantes, como la posible materialización de una postura de política económica proteccionista y anti-inmigratoria, que podrían limitar el crecimiento económico. En la Zona del Euro, destacan las presiones tanto internas como externas que podrían propiciar una fragmentación de dicha Zona o de la Unión Europea y la incertidumbre asociada a las negociaciones en el marco del *Brexit*. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aún prevalecen las tensiones políticas en algunos países, así como condiciones económicas que seguirían influenciando las expectativas, entre las que destacan la exposición al aumento de las tasas de

interés en Estados Unidos de América y la vulnerabilidad financiera de la economía china. En cuanto a los factores geopolíticos sobresale la posible intensificación de las tensiones existentes y del terrorismo, especialmente el conflicto bélico que pudiera desencadenarse entre Estados Unidos de América y Corea del Norte, factores que podrían afectar las actuales previsiones de crecimiento de la actividad económica a nivel mundial.

**Gráfica 1**

Crecimiento Económico Anual (Porcentajes)



(p) Preliminar.

(py) 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*.

Se prevé que la economía mundial crezca 3.6% en 2017 y 3.7% en 2018, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%). En 2017, debido tanto al mejor desempeño esperado en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas crecerían 2.2%, superior al 1.7% de 2016, ante un mayor dinamismo de la actividad manufacturera y del comercio internacional, así como, de adecuados niveles de confianza del empresario y de los consumidores. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo el crecimiento para 2017 superaría al de 2016 y en 2018 al

de 2017, apoyado por el impulso proveniente de las economías avanzadas, condiciones financieras aún benignas y el reciente fortalecimiento de la actividad económica en la República Popular China.

En Estados Unidos de América, el crecimiento sigue siendo apoyado por el aumento de la demanda interna, principalmente por el consumo, en un entorno de condiciones monetarias acomodaticias que habrían mejorado la inversión; sin embargo, la falta de certeza en cuanto a la posibilidad de implementar los cambios de política fiscal, comercial, financiera y migratoria por parte del gobierno actual, se traduce en un panorama complejo que podría limitar un crecimiento más dinámico y sostenido. Las proyecciones apuntan a que la economía estadounidense crecería 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018.

En la Zona del Euro, la recuperación económica se ha consolidado y generalizado en toda la región, impulsada por la demanda interna, ante el fortalecimiento de las condiciones del mercado laboral y el fortalecimiento de la confianza del consumidor; pero también por la mejora en la demanda externa, dado el mayor volumen de comercio internacional. El crecimiento previsto para la región es de 2.2% para 2017 y de 1.9% para 2018, aunque estas proyecciones están sujetas a riesgos, principalmente relacionados con la vulnerabilidad de los sistemas bancarios en algunas de las economías de la región.

Por su parte, el desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúa evidenciando mejores perspectivas y un aporte al crecimiento económico mundial mayor que el de las economías avanzadas. Destaca, por una parte, el dinamismo de las economías de India y de la República Popular China que registrarían una tasa de crecimiento superior a la de 2016, lo cual implica una desaceleración más gradual respecto de la prevista y, por la otra, que tanto Brasil como Rusia han superado las recesiones registradas en los años previos. No obstante, este conjunto de economías sigue enfrentando importantes

retos, particularmente derivados de la posibilidad de un endurecimiento mayor de las condiciones financieras a nivel internacional, ante el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América y precios todavía moderados de las principales materias primas. Se estima que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en conjunto, crecerían 4.6% en 2017 y 4.9% en 2018.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, mostraron un desempeño positivo, con niveles históricamente bajos de volatilidad, apoyados por la mejora en el entorno económico, que reforzaron la confianza de los consumidores y empresarios, favoreciendo un mayor apetito por riesgo y aumentando la resiliencia de dichos mercados; sin embargo, ante las persistentes fuentes de incertidumbre de índole política y geopolítica, no se puede descartar la posibilidad de que existan algunos episodios de inestabilidad, lo que en alguna medida podría moderar el optimismo de los inversionistas y propiciar correcciones en la dinámica de precios de los activos.

Durante el presente año, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación de Guatemala mostraron comportamientos mixtos respecto de los precios observados a finales del año anterior. El precio internacional del crudo presentó un incremento en términos acumulados debido, principalmente, al reequilibrio en el mercado del crudo, explicado por la creciente demanda mundial y la moderación de la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de algunos importantes productores (Rusia, entre otros), que se refleja en la disminución de los inventarios mundiales del crudo, aunque aún permanecen en niveles históricamente altos. Por su parte, el precio internacional del maíz amarillo registró una disminución, ante la expectativa de un adecuado abastecimiento mundial del grano. El precio internacional del trigo experimentó un aumento, ante la preocupación de que las condiciones climáticas adversas,

principalmente en Estados Unidos de América, se traducirían en una menor oferta mundial de este producto.

A nivel internacional, la inflación se mantuvo moderada, resultado, principalmente, de la relativa estabilidad que mostraron los precios de las principales materias primas, particularmente del petróleo y sus derivados, debido a los factores ya mencionados. En las economías avanzadas, la inflación se moderó, debido al menor dinamismo que registraron los precios de la energía y de presiones salariales reducidas. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se observó, con algunas excepciones, una desaceleración del ritmo inflacionario. En los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de México, la inflación disminuyó, en respuesta a la moderación de las presiones de demanda agregada, la reversión de choques de oferta y la fortaleza de sus monedas. Finalmente, en Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo relativamente contenida, con niveles, en general, cercanos a sus respectivas metas.

## RECUADRO 1

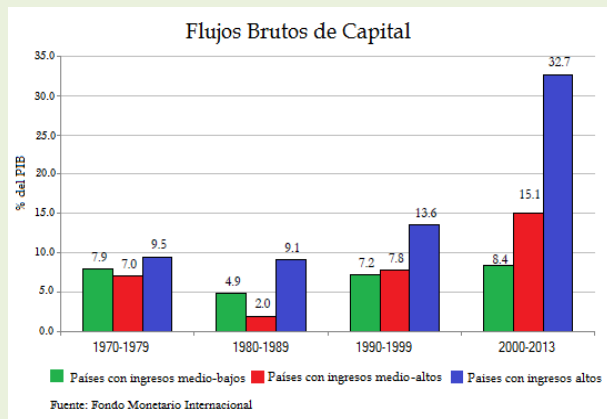
### GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: ¿UN VASO MEDIO LLENO O MEDIO VACÍO?

Desde la década de los setenta, la economía mundial transitó hacia una nueva era de globalización financiera, registrando un aumento en los flujos de capital entre las economías avanzadas y las economías en desarrollo. No obstante, a pesar de los beneficios previstos originalmente, como una mayor diversificación de capitales, sistemas financieros más desarrollados y un mayor crecimiento económico, particularmente en las economías en desarrollo, los efectos positivos han sido, más bien, limitados y distintos a lo anticipado.

En ese contexto, Abraham y Schmukler (2017) analizan los determinantes que explican la globalización financiera durante el periodo 1970-2016. Para ello, los autores utilizan un modelo teórico que establece que los dos canales que fomentan la globalización financiera son, primero, la acumulación de capital (financiamiento neto positivo) de los países de economías avanzadas hacia los países de economías emergentes y en desarrollo y, segundo, la diversificación del riesgo.

Los resultados obtenidos por los autores sugieren que la globalización financiera se ha orientado mayormente a la diversificación del riesgo y, en menor medida, a incrementar el financiamiento neto. En efecto, el aumento de los activos y pasivos transnacionales ha sido indicativo de una mayor globalización financiera; sin embargo, se ha cuestionado si el incremento ha sido conducido por flujos brutos o netos de capital a nivel mundial.

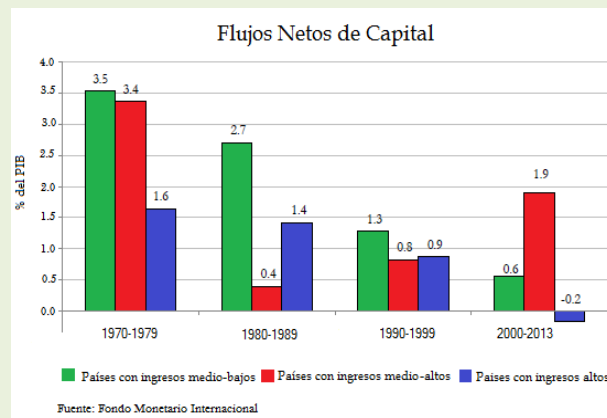
En ese sentido, los autores señalan que los flujos brutos de capital a nivel mundial, han experimentado un incremento significativo, tanto en países de ingreso medio como en países de ingreso alto. En contraste, los flujos netos de capital no demuestran un patrón claro y la tendencia es distinta en cada grupo de países, demostrando que la globalización financiera podría estar menos relacionada con el financiamiento neto entre países pobres y ricos, de lo que se había anticipado. Lo anterior, según los autores, se atribuye a que el financiamiento neto no puede incrementarse indefinidamente ya que este, eventualmente, debe de ser reembolsado. Por el contrario, los flujos financieros brutos pueden continuar creciendo mientras los inversionistas tengan los recursos para invertir en el exterior.



De acuerdo con los autores, mientras que el financiamiento neto no puede incrementarse indefinidamente, la diversificación del riesgo se puede expandir sin fronteras. No obstante, aunque una mayor diversificación del riesgo puede ser beneficioso para las economías, la desventaja es que estos flujos de capital son volátiles y procíclicos, lo cual tiende a exacerbar los ciclos financieros.

Por otra parte, los resultados señalan que las empresas juegan un papel fundamental en los flujos brutos de capital extranjero. Al respecto, se ha establecido que la globalización financiera beneficia a las empresas, ya que les permite acceder a los mercados internacionales de capital y obtener inversión extranjera, lo que favorece el rápido crecimiento en términos de activos, de ventas y de empleo. No obstante, el número de empresas que tienen acceso a los mercados internacionales es limitado, especialmente en los países en desarrollo, lo cual se explica por varias razones, entre las que destacan, los altos costos de transacción y el cumplimiento de mayores requerimientos, factores que desincentivan a las empresas a participar en los referidos mercados de capital. Adicionalmente, los inversionistas internacionales limitan su demanda de valores a cierto tipo de empresas, privilegiando a empresas de mayor reconocimiento en países específicos, como consecuencia de asimetrías de información y factores de índole institucional y político propios de cada país.

Finalmente, los autores destacan que, si bien la globalización financiera ha avanzado significativamente, logrando un sistema financiero mundial más integrado, sus beneficios no se han expandido de la manera esperada, dada su limitada capacidad para promover el crecimiento económico, propiciando resultados desiguales no solo entre países (según su ingreso) sino también entre grupos de empresas (según su tamaño). Asimismo, consideran que los ciclos económicos pueden llegar a ser más profundos, debido a la naturaleza volátil de los flujos de capital asociados a la globalización financiera. En tal sentido, los países pueden implementar políticas macroprudenciales para suavizar la prociclicidad y, de esta manera, reducir los riesgos y propiciar una mayor estabilidad financiera.



Fuente: Abraham, Facundo y Schmukler, Sergio L. (2017). "Financial Globalization. A Glass Half Empty?". Banco Mundial. Septiembre.



## 2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico fue de 3.3% en el tercer trimestre de 2017, superior al registrado en el trimestre previo (3.1%). Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el resultado estuvo determinado por la contribución positiva del consumo privado, los inventarios, la inversión no residencial, de las exportaciones y del gasto del gobierno federal, parcialmente contrarrestada por la disminución de la inversión residencial y del gasto del gobierno a nivel estatal y local.

El ritmo de crecimiento, a pesar de los efectos de los desastres naturales (huracanes *Harvey* e *Irma*) y la incertidumbre política, confirma la fortaleza de la actividad económica, respaldada por el repunte de la inversión y el aumento del consumo de los hogares, que continúa siendo apoyado por condiciones financieras aún favorables, elevados niveles de confianza, aumento de la riqueza (como resultado de las ganancias en el mercado de valores y los precios más altos de las viviendas) y la mejora continua del mercado laboral (que se reflejó en una tasa de desempleo de 4.1% en noviembre).

Si bien el referido desempeño ha sido sólido, el ritmo de crecimiento económico ha sido menor que el previsto a principios de año, ante el retraso en la adopción de las medidas de estímulo ofrecidas por la administración Trump, orientadas a impulsar la economía, como la reforma tributaria y el gasto en infraestructura, lo que ha propiciado que las expectativas del mercado, tanto de los consumidores como de los empresarios, se estén moderando gradualmente.

En el contexto descrito, la Reserva Federal continúa avanzado con el proceso gradual de normalización de la política monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó la tasa de interés de fondos federales dos veces en lo que va del presente año (en marzo y junio), 25 puntos básicos en cada ocasión,

ubicándola en un rango entre 1.00% y 1.25% y, aun cuando decidió dejarla sin cambios en las últimas tres reuniones (en julio, septiembre y noviembre), las expectativas del mercado sugieren, con una alta probabilidad, que podría aumentarla en la reunión de diciembre. En el horizonte de mediano plazo, prevalece cierta incertidumbre respecto a la conducción de la política monetaria estadounidense, debido a los cambios de varios miembros del FOMC, incluido el presidente de la Reserva Federal<sup>3</sup>; no obstante, el mercado aún prevé que prevalezca el enfoque gradual y predecible en el proceso de normalización de dicha política.

Por otra parte, la estrategia de reducción de la hoja de balance de la Reserva Federal inició en octubre del presente año, con desinversiones mensuales de títulos por un monto de US\$10.0 millardos; lo cual, hasta el momento, no ha generado tensión en los mercados, dado que esta medida había sido comunicada con suficiente anticipación. Cabe indicar que dicha estrategia consiste en dejar de reinvertir mensualmente títulos del tesoro y activos respaldados por hipotecas (US\$6.0 millardos y US\$4.0 millardos, respectivamente), incrementando dicho monto trimestralmente hasta alcanzar US\$50.0 millardos mensuales (US\$30.0 millardos y US\$20.0 millardos, en su orden) en los primeros 12 meses de vigencia de la medida.

En cuanto a la política fiscal, esta mantuvo una postura moderadamente expansiva (durante el año fiscal que finalizó el 30 de septiembre de 2017). De hecho, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) reportó que el déficit presupuestario fue de 3.5% del PIB, por arriba del observado en 2016 (3.2%) y en 2015 (2.4%). A pesar de la controversia en torno a la propuesta de presupuesto para el año fiscal 2018<sup>4</sup>, que fue presentada el 23 de mayo por la Oficina

<sup>3</sup> El presidente de Estados Unidos de América, Donald Trump, anunció la nominación de Jerome Powell como Presidente de la Reserva Federal, quien, de ser confirmado por el Senado, asumiría a partir del 4 de febrero de 2018. Cabe indicar que se espera que su nombramiento no modifique la continuidad de la política monetaria estadounidense.

<sup>4</sup> La CBO advierte que, bajo la legislación vigente, la deuda pública podría alcanzar su mayor nivel desde 1947 (91.2% del PIB en 2027).



de Administración y Presupuesto de la Casa Blanca (OMB, por sus siglas en inglés), la aprobación de dicho presupuesto ha avanzado en el Congreso, lo cual reviste particular relevancia, debido a que dicho presupuesto incluye reglas presupuestarias que facilitarían la aprobación de la reforma fiscal promovida por la administración Trump<sup>5</sup>.

Por otra parte, el congreso estadounidense tiene pendiente no solo la aprobación del presupuesto para 2018, sino también la tarea de alcanzar un acuerdo para incrementar o suspender nuevamente el techo de la deuda. En efecto, si bien a principios de septiembre, la Cámara de Representantes aprobó un paquete de apoyo para los damnificados por los desastres naturales (huracanes *Harvey* e *Irma*) y, además, suspendió temporalmente el techo de la deuda (hasta el 8 de diciembre de 2017)<sup>6</sup>, ello brindó un breve periodo de continuidad para las operaciones del gobierno federal, siendo insuficiente para generar un consenso político sobre la reforma fiscal necesaria para abordar los retos fiscales estructurales, por lo que queda pendiente alcanzar un acuerdo de mayor alcance, que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano y largo plazos.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería a un ritmo de 2.2% en 2017 y de 2.3% en 2018, apoyada por el incremento de la inversión y del consumo privado, en un ambiente en el que la incertidumbre sería elevada, dado que, como se

indicó, la implementación de las medidas de política económica anunciadas por la administración Trump sigue siendo incierta.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 2.6% durante el tercer trimestre de 2017, superior al crecimiento registrado en el trimestre previo (2.4%). Dicha expansión sigue siendo impulsada por la demanda tanto interna como externa, la postura ampliamente acomodaticia de la política monetaria y la política fiscal moderadamente expansiva en algunas de las principales economías de la región. El consumo privado y la inversión, continúan siendo los principales motores del crecimiento económico, debido a la mejora en las condiciones del mercado laboral y la mayor confianza del consumidor, en un entorno en el que el fortalecimiento progresivo de la demanda mundial respalda el crecimiento de las exportaciones. Los indicadores de la actividad económica son particularmente sólidos en Alemania, España y Francia, aunque el proceso de recuperación económica ha sido cada vez más generalizado en toda la región.

El panorama económico se ha fortalecido, debido a un mejor desempeño respecto del previsto, a la tendencia positiva de los indicadores de confianza y a la disminución de la incertidumbre política; no obstante, la agenda electoral pendiente, el *Brexit* y algunas vulnerabilidades financieras (especialmente en Italia y Grecia), junto con otros riesgos de índole geopolítica, continúan siendo motivo de preocupación. En ese marco, las previsiones apuntan a un crecimiento de la actividad económica de 2.2% para finales de 2017 y de 1.9% en 2018.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del tercer trimestre de 2017 se situó en 1.5%, igual al registrado en el trimestre previo. El modesto desempeño obedece a la desaceleración gradual en el gasto de los hogares desde mediados del año pasado, ante el débil incremento del ingreso real disponible, como consecuencia de la depreciación de la libra esterlina y de

<sup>5</sup> La propuesta de reforma se hizo pública el 27 de septiembre del presente año y entre los principales cambios que contempla destacan: la simplificación de la estructura de la base impositiva individual de siete tramos a tres (12.0%, 25.0% y 35.0%), la reducción del impuesto sobre la renta de 39.6% a 25.0% y la disminución de la tasa impositiva para empresas de 35.0% a 20.0%.

<sup>6</sup> El techo de la deuda fue suspendido en noviembre de 2015, en el marco de la Ley del Presupuesto del Gobierno Federal para el año fiscal 2016-2017, que tuvo vigencia hasta el 15 de marzo del presente año; fecha a partir de la cual el Departamento del Tesoro tomó medidas extraordinarias para no sobrepasar el referido límite; sin embargo, el espacio provisto por estas medidas se habría agotado a principios de octubre. Con la reciente suspensión, el Departamento de Tesoro nuevamente dispone de la capacidad de continuar utilizando las medidas extraordinarias hasta finales de marzo de 2018, pero de no lograrse un acuerdo antes de dicho mes, existe el riesgo de incumplir con el pago de obligaciones y, por ende, de la paralización del gasto en áreas no prioritarias, es decir, el cierre parcial del gobierno federal.

mayores niveles de inflación. En contraste, el aumento de las exportaciones y la ligera recuperación de la inversión, particularmente orientada al sector exportador, han contribuido a contrarrestar, parcialmente, la disminución del consumo de los hogares. En ese sentido, las perspectivas permanecen influenciadas por la respuesta de los agentes económicos a la materialización del *Brexit*<sup>7</sup>, en especial por la compleja naturaleza de las negociaciones comerciales y migratorias con la Unión Europea. Se espera que la economía continúe desacelerándose en el corto plazo y registre un ritmo de crecimiento de 1.6% en 2017 y de 1.5% en 2018.

En Japón, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 2.5% en el tercer trimestre del año, levemente inferior a la del segundo trimestre (2.9%). Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, el resultado refleja el aumento de las exportaciones y la inversión privada no residencial, en tanto que el consumo de los hogares, el gasto público y la inversión privada residencial disminuyeron. El crecimiento de la economía japonesa continuaría apoyado por el mantenimiento de una política monetaria expansiva, el incremento de la inversión empresarial, relacionada con la organización de los Juegos Olímpicos de 2020, la evolución positiva del consumo privado y, en menor medida, las exportaciones; no obstante, el estímulo fiscal y la contribución positiva del sector externo se reducirían el próximo año, además de que los riesgos relacionados, principalmente, con la baja inflación, la inminente consolidación fiscal y los factores demográficos, siguen siendo importantes. Derivado de lo anterior, se anticipa una modesta tasa de crecimiento económico de 1.6% para 2017 y de 1.1% para 2018.

---

<sup>7</sup> Las negociaciones dieron inicio en junio del presente año, luego de que Reino Unido invocara el artículo 50 del Tratado de Lisboa el 29 de marzo, lo cual dio inicio al proceso formal para su salida del bloque, que según el referido artículo, debe hacerse en un plazo no mayor de dos años.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron fortaleciéndose, lideradas por el desempeño, por arriba de lo previsto, de la actividad económica de la República Popular China. Ese comportamiento se ha fundamentado además en las condiciones financieras internacionales aún benignas, el creciente dinamismo del comercio internacional, el mejor desempeño de las economías avanzadas y la recuperación de los flujos de capital. Sin embargo, ese fortalecimiento ha sido afectado, parcialmente, por un crecimiento menor al previsto en América Latina y el comportamiento ampliamente heterogéneo a nivel de países y regiones, especialmente en las economías dependientes de las exportaciones de materias primas; así como por fragilidades internas en algunos países del grupo.

Este conjunto de países sigue registrando tasas de crecimiento superiores a las de las economías avanzadas, aunque el ritmo de crecimiento se mantiene por debajo del observado en los años previos a la crisis económica y financiera global de 2008-2009. Destaca, particularmente, el dinamismo en el crecimiento tanto de India como de la República Popular China, así como, los casos de Rusia y Brasil que abandonarían la recesión que experimentaron en los años previos. Es importante destacar que la mayoría de economías de este conjunto de países enfrentan importantes riesgos, los cuales se asocian, principalmente, a la previsión de condiciones financieras más restrictivas, a la potencial introducción de barreras al comercio y a la inversión internacional, al retroceso de los precios de las materias primas y a las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, así como a la intensificación de las tensiones geopolíticas.

En la República Popular China, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.8% durante el tercer trimestre de 2017, ligeramente inferior a la observada en el trimestre previo (6.9%). A pesar de ello, el desempeño sigue siendo robusto, tras el impulso

más fuerte de lo esperado en el primer trimestre del año, reflejo del apoyo de la política fiscal y de la mejora del entorno externo. Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico del tercer trimestre estuvo influenciado por el aumento de la inversión, la aceleración en el crecimiento de las exportaciones y el sólido desempeño de las ventas minoristas. Este resultado es congruente con el objetivo de crecimiento económico que la Asamblea Nacional Popular anunció en marzo del presente año (alrededor de 6.5% para 2017), por lo que el proceso de desaceleración previsto en el marco de la agenda económica, que busca reequilibrar el modelo de crecimiento económico, resultaría más gradual al esperado. No obstante, los riesgos a la baja para la economía china siguen siendo relevantes, por lo que se espera que prevalezca una postura de la política monetaria prudente con cierto sesgo restrictivo, orientada a reducir las vulnerabilidades financieras. En efecto, las autoridades de gobierno, en la Conferencia Nacional de Trabajo Financiero, realizada en julio pasado, reiteraron su compromiso con el fortalecimiento de la estabilidad financiera en el corto plazo, por lo que es factible que se continúen ampliando los esfuerzos en este ámbito, en particular un endurecimiento de las condiciones de liquidez y la implementación de medidas macroprudenciales que permitan reducir los riesgos financieros del exceso de deuda privada y del *shadow banking* (banca sombra o paralela)<sup>8</sup>, lo cual podría moderar el ritmo de crecimiento económico en el mediano plazo.

En Rusia, la actividad económica se expandió por cuarto trimestre consecutivo, al registrar un ritmo de crecimiento de 1.8% en el tercer trimestre del año. Este resultado, sin embargo, fue menor al del trimestre previo (2.5%), reflejo del débil desempeño de la producción industrial. De acuerdo con el Banco Central de Rusia, la

economía continuaría recuperándose en los próximos trimestres, apoyada por la dinámica favorable de la inversión y por el aumento del consumo de los hogares, el cual está siendo impulsado por el incremento en los salarios reales, la mejora en los niveles de confianza y la flexibilidad gradual de las condiciones crediticias. No obstante, la consolidación del proceso de recuperación requerirá de políticas de índole estructural por parte del gobierno que hagan frente a los desafíos asociados a las sanciones comerciales internacionales aún vigentes<sup>9</sup>, la baja productividad y la dependencia en la producción de petróleo y de gas.

En América Latina, la actividad económica continúa recuperándose de la contracción que registró el año previo (caída del producto de Venezuela, Brasil y Argentina, principalmente) apoyada por el mejor desempeño del sector externo, ante la mejora de la demanda mundial, la mayor flexibilidad de las políticas monetarias, la evolución positiva de los mercados financieros locales, así como por el impulso en la inversión en infraestructura en países como Argentina, Colombia y Perú. No obstante, la moderación de los precios de algunas de las materias primas exportadas por la región, las tensiones políticas internas en varios países, la debilidad de la demanda interna y el retraso en proyectos de inversión, ha propiciado que el proceso de recuperación sea más lento de lo previsto. A nivel de países, el desempeño sigue siendo heterogéneo y aunque los riesgos para las previsiones de crecimiento se han moderado para el caso de la demanda externa, continúan acentuándose para la demanda interna, por lo que dichos riesgos permanecen sesgados a la baja. Por el lado externo, destacan la posibilidad de cambios en las políticas económicas estadounidenses (especialmente en materia comercial y migratoria) y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales; mientras que, por el lado interno,

<sup>8</sup> Se refiere a las entidades que realizan una función de intermediación financiera (captar depósitos y otorgar créditos), pero fuera del sistema bancario regulado.

<sup>9</sup> En julio del presente año, el Congreso de Estados Unidos de América votó a favor de intensificar las sanciones contra Rusia, medida que podría afectar los niveles de inversión, comprometiendo la recuperación económica en el largo plazo.

sobresale la inestabilidad política derivada de los procesos electorales en algunos países, los bajos niveles de confianza empresarial y los posibles retrasos de la inversión en infraestructura, factores que podrían deteriorar el proceso de recuperación económica.

En Brasil, la recuperación de la actividad económica siguió consolidándose, registrando un crecimiento de 1.4% en el tercer trimestre de 2017, luego de la leve expansión del segundo trimestre (0.4%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al aumento del consumo privado y de las exportaciones, en tanto que la inversión y el gasto de gobierno se redujeron. El repunte del consumo refleja la mejora en el ingreso de los hogares, influenciada por la reducción de la inflación, la política monetaria expansiva (en contraste con la política fiscal contractiva) y la reducción del desempleo. Dichos factores, aunados al desempeño positivo de las exportaciones, ante la mejora de los términos de intercambio y la mayor demanda externa, contribuyeron a que la economía brasileña siguiera recuperándose, aunque a un ritmo moderado, dado que la mayor incertidumbre política sigue representando una restricción importante para la inversión. Adicionalmente, la moderación de los precios de las materias primas y los problemas de consolidación fiscal, a pesar de los ajustes ya realizados<sup>10</sup>, continúan siendo factores de riesgo para las previsiones de crecimiento económico.

En México, luego de un mejor desempeño de lo previsto en el primer semestre, el crecimiento económico fue de 1.6% durante el tercer trimestre del año, inferior al registrado en el trimestre previo (1.8%), asociado, principalmente, a la moderada expansión del consumo, el impacto negativo de los desastres naturales (terremotos y huracanes) y una reducción en la producción petrolera. Si bien se espera que el inicio de las labores de reconstrucción y la ayuda a los damnificados tengan un efecto favorable en el

<sup>10</sup> En particular, la aprobación de la ley que impone un techo al gasto público y el aumento de los impuestos a los combustibles.

desempeño económico del cuarto trimestre, el moderado crecimiento del consumo privado y la persistente debilidad de la inversión, continuarían traducándose en un menor ritmo de crecimiento. Por su parte, la reducción en los salarios reales (debido al aumento de la inflación), el endurecimiento de la política monetaria y la contracción de la inversión pública, podrían afectar el desempeño de la demanda interna; en tanto que el mayor dinamismo del sector externo, apoyado por el fortalecimiento gradual de la actividad económica a nivel mundial, constituiría uno de los principales motores del crecimiento económico en el corto plazo. No obstante, cabe indicar que existen dos factores de riesgo relevantes, el primero, relacionado con preocupaciones en torno a la relación comercial con Estados Unidos de América, luego de que las renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) se deterioraran en la cuarta ronda<sup>11</sup> y, el segundo, derivado de la incertidumbre alrededor de las elecciones presidenciales de 2018.

En Centroamérica, la actividad económica continúa mostrando un desempeño favorable, respaldado, en buena medida, por la demanda interna, en particular por el consumo privado, que ha sido beneficiado por el mayor ingreso disponible, producto, en parte, del aumento de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras) y de la

<sup>11</sup> El proceso formal de renegociación inició el 16 de agosto y comprenderá siete rondas que concluirían durante el primer trimestre de 2018 (las primeras cinco rondas tuvieron lugar del 16 al 20 de agosto, del 1 al 5 de septiembre, del 23 al 27 de septiembre, del 11 al 17 de octubre y del 17 al 21 de noviembre). Los aspectos que han generado mayor discusión en la mesa de negociación son: las reglas de origen, los mecanismos de resolución de controversias (capítulo 19) y temas laborales y ambientales. El deterioro en la cuarta ronda de negociación obedeció a que Estados Unidos de América, además de enfatizar la intención de reducir su déficit comercial, planteó algunas propuestas que resultaron inaceptables para sus contrapartes, en particular, la inclusión de una cláusula de extinción cada cinco años, a menos que los tres países acuerden la extensión del tratado; la introducción de contenido específico estadounidense en la producción automotriz (de 50%) y el aumento del contenido de América del Norte a 85% (actualmente en 62.5%); límites en el alcance de los otros dos países para ofertar por contratos del gobierno estadounidense; y la eliminación del capítulo 19 de solución de controversias en un panel independiente. Cabe indicar que, para analizar las diferencias que han surgido, se decidió extender el plazo entre rondas restantes, con un cierre previsto de negociaciones en marzo de 2018.

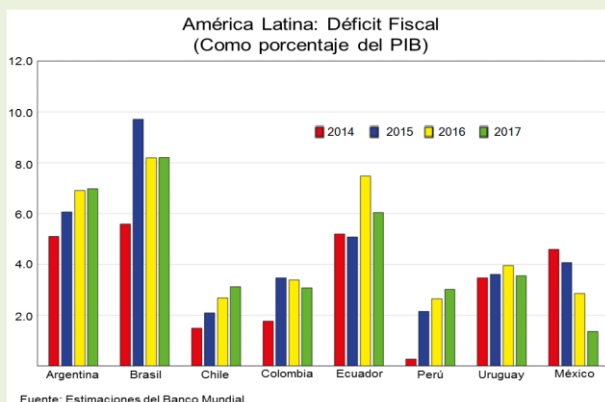
mejora en el ingreso de los hogares, en un ambiente de baja inflación. El panorama económico para el cierre de 2017 sigue siendo positivo, sustentado en la expansión del consumo privado y del aumento de las exportaciones, ante la creciente demanda externa, en particular de Estados Unidos de América, el principal socio comercial de la región. No obstante, la inversión sigue siendo limitada, particularmente en infraestructura y algunas economías enfrentan importantes restricciones fiscales, en un momento en el que el crecimiento económico está expuesto al cambio de las condiciones externas, lo cual se asocia, por un lado, al potencial aumento de las tasas de interés y de los precios de los combustibles, aunque más graduales a lo anticipado y, por el otro, a la materialización de nuevas políticas comerciales, migratorias y de inversión, así como de cooperación técnica y financiera, por parte de Estados Unidos de América.

## RECUADRO 2

### ENTRE LA ESPADA Y LA PARED: EL DILEMA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

El Banco Mundial prevé un crecimiento económico positivo para América Latina en 2017, luego de superar la desaceleración económica que afectó a la región en los últimos años y que culminó con una contracción de la actividad económica en 2016. Dicha recuperación estaría siendo liderada por Argentina y Brasil, países que estarían abandonando las recesiones que experimentaron en los años recientes.

En ese contexto, el Banco Mundial estima que los factores externos que típicamente impulsan el crecimiento económico de la región, como los precios de las materias primas y el crecimiento de sus principales socios comerciales (República Popular China y Estados Unidos de América), se mantendrían estables o mostrarían leves mejoras en el corto plazo. Asimismo, prevé que el incremento gradual en las tasas de interés podría afectar la liquidez mundial, pero en especial a las economías emergentes, incluida América Latina. Ante ese entorno el Banco Mundial, sugiere que la región deberá depender más de las fuentes internas para un crecimiento económico sostenido, particularmente, mediante la implementación de reformas estructurales en el sector laboral y en educación, así como de una mayor inversión en infraestructura. Desafortunadamente, el aumento en los niveles de inversión en la región, se encuentra limitado por los recursos fiscales, ya que para la mayoría de países las finanzas públicas se ha debilitado (el déficit fiscal promedio es de 3.1% del PIB), lo que ha conllevado a que el nivel de deuda pública se ubique, en promedio, en torno a 60.0% del PIB. De hecho situación podría, incluso, llegar a afectar las calificaciones crediticias de algunos países y, consecuentemente, elevar el costo del endeudamiento.

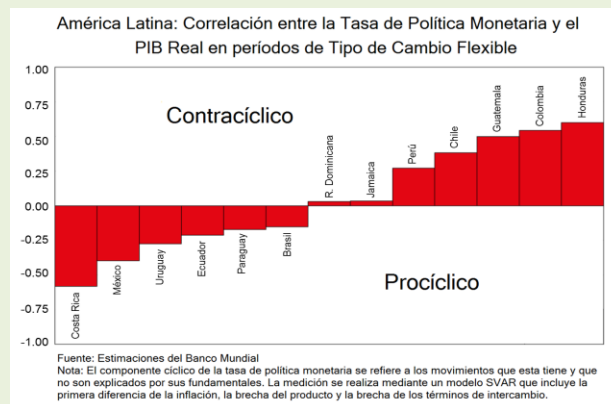


Dada la débil posición fiscal de la región, existe la preocupación por parte del Banco Mundial de que en el corto plazo el espacio para implementar una política contracíclica es reducido, lo que generaría una presión adicional a la política monetaria para propósitos de estabilización macroeconómica. En particular, si se toma en cuenta que la efectividad de dicha política para afectar el crecimiento económico, en general, es limitada y los espacios para una postura contracíclica se han venido cerrando. El reto se torna aún mayor, ante un eventual choque externo (como una caída en los precios de las materias primas) que genere depreciaciones del tipo de cambio, aumento de la inflación y reducción del crecimiento económico.

Fuente: Banco Mundial (2017). "Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean". Octubre.

Ante ese escenario, si las autoridades monetarias incrementan la tasa de interés ya sea para evitar que la inflación aumente o para defender el tipo de cambio, se podría agravar la desaceleración (política monetaria procíclica). En contraste, si las autoridades monetarias relajan su postura para estimular el crecimiento económico, se puede poner en riesgo la estabilidad macroeconómica, particularmente los objetivos de inflación.

Cabe mencionar que este tipo de dilema de política monetaria no sucede en las economías avanzadas, donde la inflación y el crecimiento económico tienden a estar correlacionados positivamente. El hecho de que el PIB y la inflación caigan durante una recesión, implica que una reducción en la tasa de interés de política monetaria tendría un doble propósito, estimular la economía y prevenir la deflación. En contraste, la evidencia empírica ha encontrado que el PIB y la inflación tienden a moverse inversamente en las economías emergentes y, por consiguiente, estas han seguido una política monetaria procíclica, provocando que las desaceleraciones económicas sean más profundas.



De acuerdo con el Banco Mundial, para resolver este dilema de política monetaria algunos países han recurrido a un segundo instrumento de política monetaria, el encaje bancario, de manera que si la tasa de interés se incrementa para resguardar el objetivo de inflación, el banco central puede disminuir los requerimientos de reserva para estimular la economía. No obstante, esto dependerá de las condiciones que priven en cada país, particularmente aquellos en los que existen excedentes estructurales de liquidez, en donde no sería prudente una reducción del encaje. El Banco Mundial subraya que las participaciones oportunas en el mercado cambiario podrían prevenir variaciones cambiarias significativas, lo que también libraría a la tasa de interés de política monetaria de procurar otros objetivos que no le competen.

Finalmente, el estudio concluye que la mejor manera de resolver este dilema es tener un banco central independiente, niveles bajos de dolarización y un marco de política monetaria que goce de credibilidad, de manera que eventos que generen procesos inflacionarios no se conviertan en una fuente de inestabilidad. Este es el caso de algunos países de la región (incluida Guatemala), cuya política monetaria es, en términos muy generales, contracíclica.



#### 4. Mercados financieros internacionales

Durante el presente año, los mercados financieros internacionales mantuvieron una dinámica positiva, con niveles históricamente bajos de volatilidad, a pesar de la persistente incertidumbre política, especialmente en las economías avanzadas, así como los crecientes riesgos geopolíticos. El desempeño de dichos mercados pareciera haber respondido al aumento del apetito por riesgo, atribuido, en buena medida, a la mejora en el entorno económico mundial, a las expectativas de que el proceso de normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales seguirá siendo gradual y a la mayor confianza de los inversionistas. En efecto, aun cuando la aversión al riesgo aumentó en algunos episodios (ante las preocupaciones en torno a las elecciones presidenciales en Europa, la agenda política del presidente estadounidense y la intensificación del conflicto entre Corea del Norte y Estados Unidos de América), las tensiones financieras continuaron relativamente contenidas.

La persistencia de importantes fuentes de incertidumbre no permite descartar la posibilidad de que se produzcan episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, en particular por las medidas de política que podrían implementarse en Estados Unidos de América, el proceso de negociaciones del *Brexit*, la situación de los sistemas bancarios en Grecia e Italia, la volatilidad de los precios de las materias primas (principalmente del petróleo) y la tensa situación geopolítica global. Lo anterior, aunque no ha detenido la tendencia al alza de los principales índices accionarios, ha moderado, en cierto grado, el optimismo de los inversionistas, propiciando correcciones en la dinámica de los precios de los activos, las cuales podrían aumentar si la información adicional sobre las perspectivas económicas y los acontecimientos en el panorama político a nivel mundial no fuera positiva.

En las economías avanzadas, los precios de las acciones han aumentado significativamente, en la medida en que se moderaron algunos riesgos en el

entorno político. En Estados Unidos de América, los precios de las acciones continuaron al alza, incluso llegando a nuevos máximos históricos, ante los sólidos resultados corporativos y las mejores perspectivas de crecimiento económico. En Europa, a pesar del retroceso temporal que registraron los precios de las acciones entre mediados de mayo y agosto, debido al débil desempeño del sector exportador, ante la apreciación del euro, ha prevalecido la tendencia al alza, influenciada por la evidencia de que las condiciones económicas de la región han mejorado.

Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas permanecen en niveles bajos, aunque más altos que hace un año, como resultado de las expectativas de un aumento moderado de la inflación, el desempeño económico positivo y el avance gradual de la normalización de la política monetaria; por lo que, se espera que dichos rendimientos sigan reflejando las expectativas de inflación y de crecimiento económico, la percepción de riesgo y la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo.

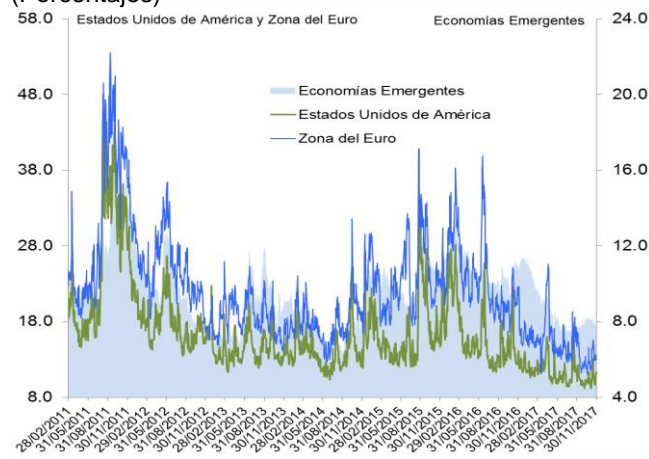
En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el comportamiento de los mercados financieros se ha caracterizado por la recuperación sostenida de los flujos de capital, así como por la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense, impulsado por la mayor demanda por activos riesgosos, tanto de renta fija como variable, asociada a tasas de interés aún bajas, reducida volatilidad y mejores condiciones económicas. En América Latina, si bien los mercados bursátiles experimentaron una tendencia positiva y baja volatilidad, reflejando no solo los factores antes mencionados, sino también la recuperación gradual de la actividad económica y el mejor desempeño de la economía china; algunos mercados fueron afectados por la incertidumbre en el entorno político interno, destacando el caso de Brasil. Las condiciones financieras continuaron siendo benignas, a pesar de que la dinámica de los activos de



la región, incluido el desempeño de sus monedas, permanece condicionada al posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial, a la evolución de los precios de las materias primas y a los riesgos relativos a las relaciones comerciales con Estados Unidos de América, lo cual es particularmente relevante para México.

### Gráfica 2

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



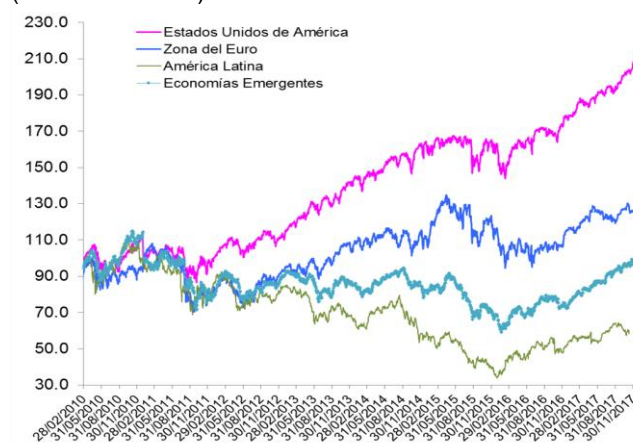
(1) Al 30 de noviembre de 2017.

(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 3

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



(1) Al 30 de noviembre 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

A lo largo del presente año, los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación de Guatemala presentaron comportamientos mixtos. El precio del petróleo mostró un aumento, en términos acumulados, de 6.9% y el precio del trigo, de 0.3%. Por el contrario, el precio del maíz amarillo registró una reducción, en términos acumulados, de 3.0%. En términos de precios promedio, en 2017 los precios de las referidas materias primas han sido superiores a los observados el año anterior.

### a) Petróleo y gasolinás

El precio internacional del petróleo presentó un comportamiento al alza a lo largo de 2016, que se extendió hasta los primeros dos meses del presente año, ante la expectativa del reequilibrio en el mercado de crudo, reforzada, en parte, por el congelamiento de los niveles de producción acordado por la OPEP a finales del año anterior y otros once importantes países productores, incluidos Rusia y México. No obstante, entre marzo y junio, el incremento observado en los inventarios mundiales del crudo, como resultado de los mayores niveles de producción, particularmente en Estados Unidos de América, ejerció una presión a la baja, al generar expectativas de que la estrategia de la OPEP para estabilizar los precios en el mercado no tendría los resultados deseados, aun cuando en mayo el acuerdo se prorrogó por nueve meses más (hasta marzo de 2018).

Posteriormente, entre finales de octubre y durante noviembre, los precios del petróleo se han recuperado, reflejo del aumento de la demanda mundial, del alto nivel de cumplimiento de las cuotas de producción establecidas en el acuerdo de la OPEP y la reciente decisión de extenderlo hasta finales de 2018<sup>12</sup>,

<sup>12</sup> También acordaron revisar el acuerdo en junio de 2018, lo que les permitiría reaccionar rápidamente si las condiciones del mercado cambian en los próximos meses.

así como de la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente.

#### Gráfica 4

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2017.  
Fuente: Bloomberg.

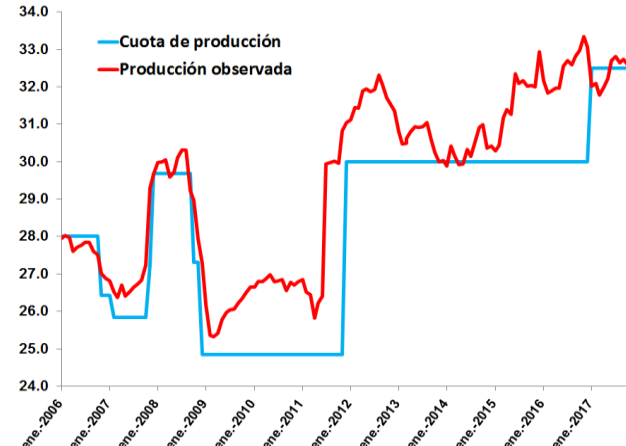
La producción de los países miembros de la OPEP y del resto de países suscritos al acuerdo de congelamiento de producción, ha estado sujeta a los niveles establecidos, principalmente en Rusia. Durante el primer semestre del año, la OPEP alcanzó un cumplimiento promedio de más de 90% y si bien entre julio y agosto este se debilitó notablemente (79%), debido al aumento en la producción en Arabia Saudita, para cubrir la creciente demanda interna en los meses de verano, luego de haber efectuado importantes recortes para compensar el menor cumplimiento de otros países; desde entonces, se ha estabilizado, registrando un promedio de cumplimiento de 86% a septiembre<sup>13</sup>. En Libia y Nigeria, países miembros de la OPEP pero que no forman parte del acuerdo, la producción continúa recuperándose, apoyada por la disminución de las interrupciones del suministro; lo cual ha contribuido para que la producción conjunta de la OPEP se sitúe por

<sup>13</sup> Por su parte, Rusia ha disminuido su producción promedio en más de 0.25 millones de barriles diarios (mdb), del nivel de la línea base de octubre de 2016 (11.6 mdb), lo que equivaldría a más del 100% del recorte acordado. Además, las autoridades han manifestado su voluntad de extender el acuerdo.

encima del nivel objetivo en los últimos meses<sup>14</sup>, aunque en menor medida en comparación con años anteriores.

#### Gráfica 5

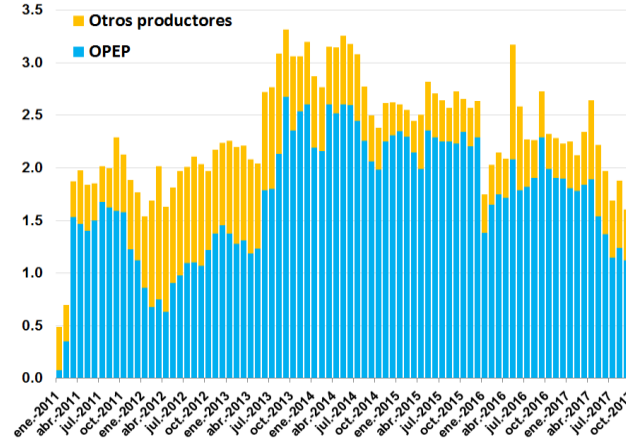
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)  
(Millones de barriles diarios)



(1) Con información preliminar a octubre de 2017.  
Fuente: Bloomberg.

#### Gráfica 6

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



(1) Con información preliminar a octubre de 2017.  
Fuente: Administración de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

En contraste, la producción en los países no pertenecientes a la OPEP y que no forman parte del acuerdo, mantiene su tendencia al alza. En Estados Unidos de América, la producción de crudo,

<sup>14</sup> La adhesión de Libia y Nigeria al acuerdo ha sido tema de debate, pero es poco factible que suceda antes de que alcancen sus niveles de producción objetivo (1.25 mdb y 1.80 mdb, respectivamente).

particularmente de esquisto (*shale oil*), continuó incrementándose, ante la mayor eficiencia en dicho proceso y al aumento, aunque recientemente más moderado, del número de plataformas petroleras activas, que a inicios de noviembre se ubicó en alrededor de 910, casi 60% más de las que estaban activas el año anterior (568 plataformas). Cabe indicar que el huracán *Harvey* habría afectado la producción solo de manera temporal, al obligar el cierre de varias plataformas en la costa del Golfo de México, aunque la mayoría de cierres se hicieron por precaución o en respuesta a las interrupciones en la refinería y el transporte, en lugar de interrupciones por daños en los pozos, lo que permitió una rápida normalización de la producción y un efecto limitado en el precio del petróleo, principalmente asociado a la reversión transitoria en la demanda de crudo por parte de las refinerías.

Ante ese escenario, el precio del petróleo, aunque con cierta volatilidad, recientemente ha alcanzado cotizaciones por arriba de US\$55.00 por barril, su valor más alto desde mediados de 2015, reflejando la estrecha brecha existente en el mercado de crudo, a medida que la creciente demanda mundial y los recortes en la producción por parte de la OPEP, eliminan gradualmente el excedente de oferta, lo que, en parte, ha contribuido a la disminución de las existencias mundiales, aunque desde niveles históricamente elevados.

La firma *IHS Energy*, con cifras a noviembre, prevé que en 2017 la producción mundial de petróleo se situaría en 97.8 mbd, mayor en 0.8 mbd respecto a la registrada en 2016. Anticipa también que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 98.2 mbd, superior en 1.8 mbd a la de 2016, apoyada, por las perspectivas de crecimiento mundial. Lo anterior evidenciaría un resultado entre la oferta y la demanda mundial de crudo levemente negativo (0.4 mbd) al finalizar el año, en contraste con el superávit de 0.6 mbd registrado en 2016.

### Cuadro 1

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

Descripción	2016 <sup>(a)</sup>	2017 <sup>(b)</sup>	Variación 2017/2016
Oferta	97.0	97.8	0.8
Demanda	96.4	98.2	1.8
Balance (oferta - demanda)	0.6	-0.4	-----

(a) Cifras preliminares.

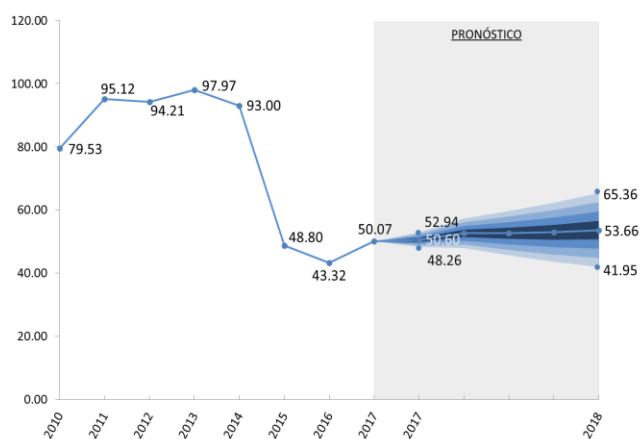
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: *IHS Energy*, noviembre de 2017.

Las proyecciones del precio promedio, en el escenario base, presentan una moderada tendencia al alza, tanto para lo que resta del año como para el próximo, previéndose que se sitúen en US\$50.60 por barril en 2017 y en US\$53.66 por barril en 2018, en ambos casos, superiores al precio promedio observado en 2016 (US\$43.32 por barril), pero inferiores a los precios promedio observados entre 2010 y 2014.

### Gráfica 7

Precio Promedio Internacional del Petróleo Observado y Pronósticos (1)  
(US dólares por barril)



(1) Con información al 30 de noviembre de 2017.

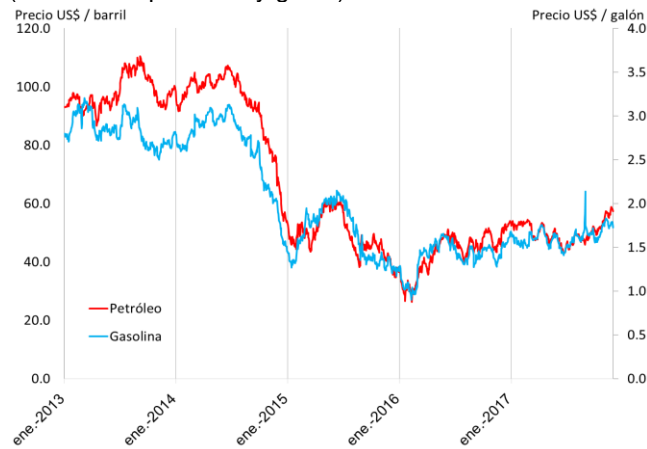
Fuente: *Bloomberg*.

Con relación al precio internacional de la gasolina, este presentó un comportamiento congruente con el del petróleo, con excepción del alza transitoria registrada a finales de agosto, ante la interrupción que sufrió la actividad de refinamiento en la costa del Golfo de México por el huracán *Harvey*, la cual generó

preocupaciones en torno al suministro de combustible, elevando el precio a su nivel máximo de los últimos dos años; sin embargo, esto se revirtió rápidamente, ante los altos niveles de las existencias de gasolina, la suspensión temporal de algunas regulaciones sobre la calidad del combustible y el restablecimiento gradual de las operaciones de las refinerías, así como la disminución en la demanda por la finalización de la temporada de vacaciones.

### Gráfica 8

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



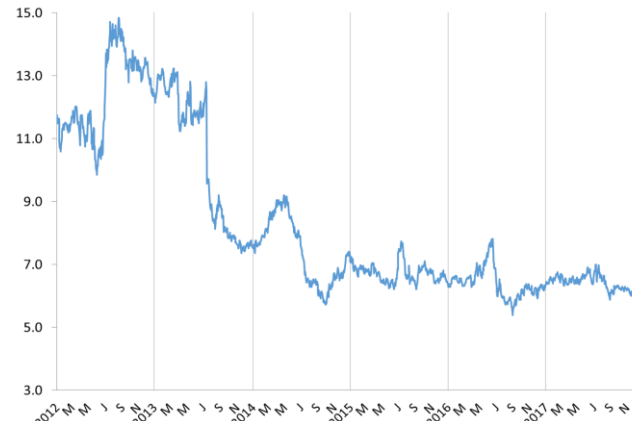
(1) Con información al 30 de noviembre de 2017.  
Fuente: Bloomberg.

### b) Maíz amarillo y trigo

A noviembre, el precio internacional del maíz amarillo registró una disminución respecto de lo observado a finales de 2016. Si bien durante el primer semestre del año mostró una moderada tendencia al alza, explicada, en buena medida, por la mayor demanda mundial del grano; esta se revirtió desde finales de julio, ante la expectativa de que las condiciones climáticas favorables en las principales regiones productoras en Estados Unidos de América beneficiaría el desempeño de los cultivos, lo que, junto al incremento esperado en la producción en América del Sur (Argentina, principalmente), contribuiría a que la reducción en la producción y los suministros mundiales del grano prevista para la cosecha actual fuera menor a la anticipada previamente.

### Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2017.  
Fuente: Bloomberg.

Para finales de 2017, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) prevé que la producción mundial para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 1,043.9 millones de toneladas métricas (mtm), inferior a la registrada en la cosecha previa (1,074.8 mtm), debido a la disminución esperada en la producción de Estados Unidos de América, Sudáfrica y la República Popular China. Adicionalmente, anticipa que la demanda mundial alcance 1,066.6 mtm, levemente superior a la del año previo (1,062.6 mtm). Finalmente, estima que el nivel de inventarios disminuiría de 226.6 mtm a 203.9 mtm, reflejando, principalmente, una reducción en las existencias de la República Popular China. Como resultado de lo anterior, los pronósticos del precio promedio del grano evidencian un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2016 (US\$6.40 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicarían en US\$6.47 por quintal en 2017 y en US\$6.93 por quintal en 2018.

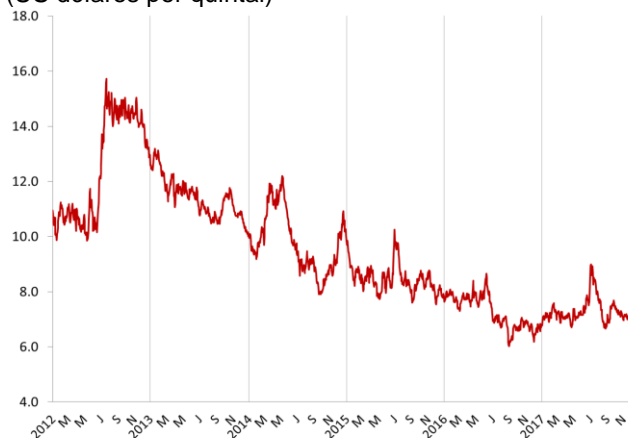
En cuanto al precio internacional del trigo, este mostró un comportamiento relativamente estable hasta finales de mayo, con un ligero sesgo al alza; no obstante, entre junio y julio registró un incremento sustancial, relacionado con las crecientes

preocupaciones en torno a las condiciones climáticas adversas, que en ese momento se previeron en las principales zonas productoras estadounidenses, efecto que posteriormente se disipó, a medida que se revisaron al alza los niveles de inventarios mundiales, dada la mejora en la producción en la región del Mar Negro (especialmente Rusia) e India. En septiembre, las preocupaciones en torno a condiciones climáticas desfavorables en Estados Unidos de América y, en menor medida, en Argentina y Australia, presionaron nuevamente al alza el precio internacional, aunque esto tendió a moderarse en octubre y noviembre, ante los mejores resultados de la cosecha estadounidense y las fuertes exportaciones de Rusia.

Unión Europea. Por su parte, los pronósticos del precio promedio del cereal reflejan un leve aumento respecto del precio promedio registrado en 2016 (US\$7.27 por quintal) y se ubicarían, en el escenario base, en US\$7.32 por quintal en 2017 y en US\$7.30 por quintal en 2018.

### Gráfica 10

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2017.

Fuente: *Bloomberg*.

Para finales de 2017, el USDA prevé que la producción para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 752.0 mtm, ligeramente por debajo del nivel récord de la cosecha del año anterior (753.9 mtm), ante la menor producción esperada en Estados Unidos de América, Australia y Canadá; mientras que estima que la demanda sería de 740.1 mtm, superior a la observada el año anterior (739.6 mtm). Por lo anterior, anticipa que el nivel de inventarios aumentaría de 255.6 mtm a 267.5 mtm entre la cosecha previa y la actual, resultado del incremento en la República Popular China, Rusia y la

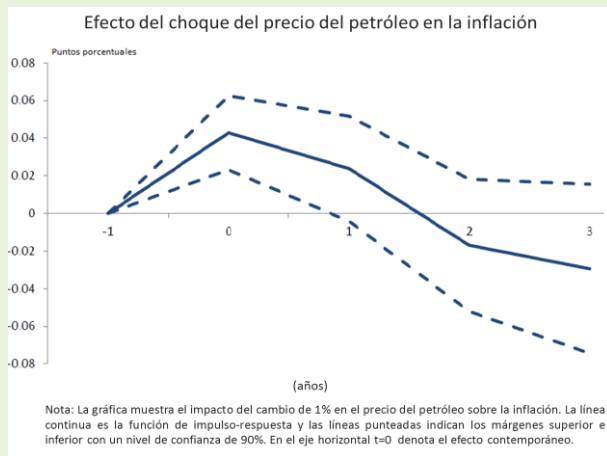


**RECUADRO 3**  
**PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DINÁMICA INFLACIONARIA:**  
**EVIDENCIA DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES**

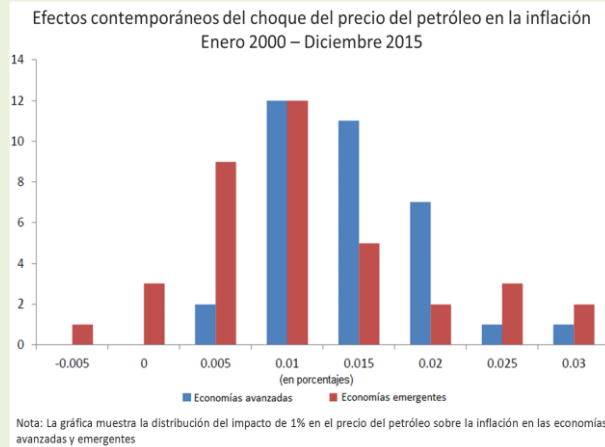
El estudio de la relación existente entre el precio del petróleo y la inflación siempre ha sido relevante, tanto para los académicos como para los formuladores de política, en especial en los últimos años, considerando la volatilidad que ha registrado el precio internacional del crudo. En particular, la comprensión del vínculo entre los cambios del precio internacional del petróleo y la inflación es importante para el adecuado manejo de la política monetaria.

En ese contexto, economistas del Fondo Monetario Internacional (Choi, *et al.*, 2017), realizaron un análisis de la referida relación, utilizando un modelo econométrico de datos de panel con información de 72 economías tanto avanzadas como de mercados emergentes y en desarrollo, en el cual evaluaron la influencia del precio del petróleo sobre la inflación en cada una de estas economías durante el periodo de 1970 a 2015.

En términos generales, los autores determinaron que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo y la inflación de los países analizados, destacando tres hallazgos fundamentales. El primero, utilizando el periodo completo de estudio (1970-2015), encontraron que un aumento de 1.0% en el precio internacional del petróleo tiene un efecto en la inflación, en promedio, de 0.04% de manera contemporánea, el cual se desvanece luego de dos años. Adicionalmente, demuestran que el referido efecto es similar tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Por otra parte, los autores establecieron que el impacto de un choque en el precio del petróleo sobre la inflación tiende a ser asimétrico, dado que los choques positivos en el precio del petróleo tienen un efecto mayor que los choques negativos.



El segundo hallazgo se relaciona con el análisis del impacto del precio internacional del petróleo sobre la inflación en dos periodos distintos (1970-1992 y 1993-2015). Los resultados mostraron que el efecto de un choque en el precio del petróleo sobre la inflación es tres veces mayor en el primer periodo que en el segundo, lo que implica que el impacto de las fluctuaciones del precio internacional del petróleo sobre la inflación ha disminuido significativamente en el tiempo, resultado que se explica, según los autores, fundamentalmente por los avances en materia de conducción de la política monetaria, en especial, en los países que utilizan el esquema de metas explícitas de inflación, dado que mediante una comunicación efectiva, los bancos centrales han logrado anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, permitiendo que los choques de oferta provenientes de las fluctuaciones en el precio internacional del petróleo se consideren temporales por parte de los agentes económicos.



El tercer hallazgo, evaluando los canales de transmisión de las variaciones del precio internacional del petróleo sobre la inflación en un horizonte de tiempo más cercano (2000-2015), los autores encontraron que existe una marcada heterogeneidad en la magnitud del choque para cada grupo de países. En efecto, como se muestra en la gráfica anterior, la distribución del efecto contemporáneo de un aumento de 1.0% en el precio internacional del petróleo sobre la inflación, es más heterogéneo entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas. Asimismo, determinaron que los principales factores que explican dicha heterogeneidad se asocian, principalmente, a la ponderación del rubro de transporte en la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cada país y a los subsidios a la energía que prevalecen en algunas economías.

Fuente: Sangyup Choi, Davide Furceri, Prakash Loungani, Saurabh Mishra y Marcos Poplawski-Ribeiro (2017). "Oil Prices and Inflation Dynamics: Evidence from Advanced and Developing Economies". Fondo Monetario Internacional. Working Paper WP/17/196. Septiembre.

## 6. Inflación y política monetaria

La inflación mundial, en términos generales, después del repunte registrado entre finales del año pasado y principios del presente año, se mantuvo moderada, reflejando cierta estabilidad en los precios de las materias primas, en particular del petróleo y de algunos alimentos. En las economías avanzadas, la inflación permaneció moderada, en la mayoría de los casos ubicándose por debajo de sus respectivas metas, en un contexto de presiones salariales leves, a pesar del mejor desempeño en el mercado de trabajo (particularmente, en Estados Unidos de América, Japón y Alemania), situación que moderó la probabilidad de un endurecimiento más acelerado de las condiciones monetarias, por lo que el ritmo del proceso de normalización de la referida política continúa siendo más gradual con relación a los ciclos anteriores. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el ritmo inflacionario se desaceleró, ante la relativa fortaleza de sus monedas frente al dólar estadounidense y la estabilidad en los precios del petróleo, permitiendo que la política monetaria se haya tornado más acomodaticia en algunos países.

En Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en octubre en 2.04%, revirtiendo parcialmente el alza registrada en el tercer trimestre del año. A pesar de que la inflación se ubica en el objetivo de la Reserva Federal (FED), esta estima que las recientes presiones inflacionarias son reflejo de algunos choques temporales de oferta, como las interrupciones de la cadena de suministros de combustibles, tras los daños ocasionados por el huracán *Harvey*. Lo anterior, sugiere que el ritmo de ajuste de la política monetaria continuaría siendo gradual, a pesar de la evolución favorable del mercado laboral. De hecho, tras dos aumentos durante el primer semestre del año (en marzo y junio), el FOMC mantuvo sin cambios la tasa de interés de fondos federales en julio, septiembre y noviembre, en un rango entre 1.00% y 1.25%, como anticipaban los mercados. Por otra parte, la FED ha manifestado que el proceso de normalización

de la política monetaria resulta apropiado en el contexto actual, confirmando la intención de mantener un enfoque gradual y predecible, por lo que se espera que la cautela y una comunicación clara y oportuna sobre la postura de la política monetaria (*forward guidance*), continúe teniendo un papel central en dicho proceso, a efecto de evitar una sobre-reacción en los mercados. Asimismo, la Reserva Federal inició el programa de reducción de su hoja de balance en octubre. En ese contexto, las expectativas del mercado anticipan que, muy probablemente, se observe un incremento adicional en la tasa de interés objetivo de fondos federales en la reunión de diciembre.

En la Zona del Euro, la inflación registró una desaceleración en octubre, situándose en 1.38%, por debajo de la meta de 2.0% del Banco Central Europeo (BCE). Este resultado refleja, principalmente, la moderación en los precios de los productos importados, debido a la apreciación del euro registrada desde mediados de año. En su reunión de octubre, el BCE decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 0.00%; además, dispuso ampliar el plazo del programa de compras de activos por lo menos hasta septiembre de 2018, pero con un ritmo mensual de compras de €30.0 millardos a partir de enero del próximo año (€60.0 millardos hasta diciembre de 2017). De acuerdo al BCE, este ajuste refleja el aumento de la confianza en la convergencia gradual de la inflación hacia el nivel objetivo de mediano plazo, apoyado por una expansión económica cada vez más sólida y generalizada; no obstante, ha manifestado que todavía será necesario un grado sustancial de apoyo de la política monetaria para que las presiones inflacionarias, principalmente las subyacentes, se incrementen de forma sostenida alrededor del objetivo, por lo que se espera que la tasa de interés de dicha política permanezca en los niveles actuales por un periodo prolongado y de ser necesario podría ampliar en términos de monto y duración el programa de compra de activos.



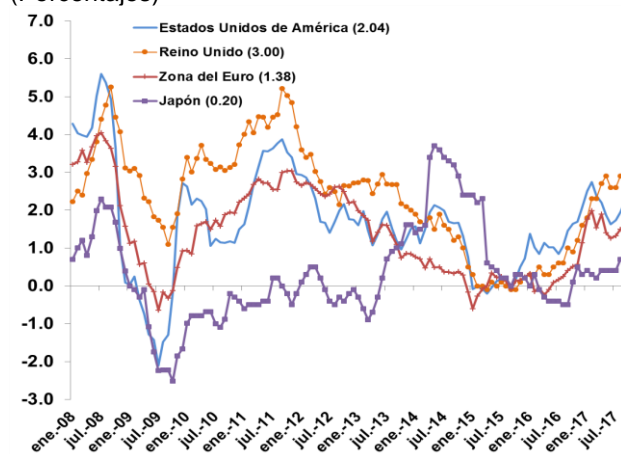
En el Reino Unido, la inflación presentó una tendencia al alza desde el segundo semestre de 2016, ubicándose en 3.00% en octubre, por arriba de la meta del Banco de Inglaterra (2.0%). Este incremento se asoció, principalmente, al efecto traspaso de la depreciación de la libra esterlina a los precios internos. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, dicho efecto continuará generando presiones inflacionarias, por lo que se requerirá de cierto endurecimiento de la política monetaria para garantizar el retorno sostenido de la inflación al nivel objetivo; consecuentemente, el Comité de Política Monetaria decidió en su reunión de noviembre aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (ubicándola en 0.50%) y mantener 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 tasa de inflación se ubicó en 0.20% en octubre, por debajo del objetivo de 2.0% del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés), ante el aumento moderado en los precios internos de la energía con respecto al año anterior. El BOJ en su reunión de política de octubre, previó un retraso en la convergencia de la inflación a la meta, sugiriendo que esto ocurriría hasta en 2019, lo cual permite descartar la posibilidad de que el BOJ empiece a considerar la normalización de su política monetaria en el corto plazo. En efecto, el BOJ decidió continuar con el programa de estímulo monetario denominado “Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa con Control de la Curva de Rendimiento” implementado desde septiembre de 2016, el cual implica el control, por un lado, sobre las tasas de interés de corto plazo, mediante la tasa de interés de política monetaria en niveles en torno a -0.10% y, por el otro, sobre las tasas interés de largo plazo, mediante la compra de bonos a 10 años del gobierno japonés a un ritmo anual de ¥80.0 billones (US\$698.0 millardos), para mantener los rendimientos de dichos bonos en torno a 0.00%. En cuanto a la compra de otros 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 ¥6.0 billones (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 octubre de 2017.  
Fuente: Bancos centrales.

La inflación en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tendió a moderarse en todas las regiones, particularmente en algunas de las principales economías de América Latina y en los países emergentes de Asia. En efecto, en el caso de los países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación de América Latina, con excepción de México, el ritmo inflacionario continuó desacelerándose en los meses recientes, como resultado de las menores presiones de oferta, la relativa fortaleza de sus monedas y la debilidad de la demanda interna, lo cual ha permitido que algunos bancos centrales adopten un sesgo acomodaticio de sus políticas monetarias, conforme los espacios monetarios lo permiten.

En la República Popular China, la inflación disminuyó considerablemente en febrero (al ubicarse en 0.80%), ante la reducción temporal de los precios de los alimentos y, aunque luego mostró una ligera tendencia al

alza (1.90% en octubre), permanece por debajo de la meta oficial de inflación (3.0%). El Banco Popular de China (BPC) mantiene una postura de política monetaria prudente y ha implementado un nuevo marco de regulación financiera, denominado Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir los crecientes riesgos financieros, principalmente los asociados con el *shadow banking*; lo que se suma a los esfuerzos de otros entes reguladores por fortalecer el sistema financiero. En la Conferencia Nacional de Trabajo Financiero realizada en julio, las autoridades de gobierno establecieron el Comité de Desarrollo de la Estabilidad Financiera como una instancia del Consejo de Estado, que pretende la coordinación de la regulación financiera, para lo cual el BPC adquiriría un papel central en la implementación de la política macroprudencial y en el mantenimiento de la estabilidad financiera.

En México, la inflación se situó en 6.63% en noviembre, por encima del límite superior de la meta de la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual), debido al alza en el precio de los alimentos después de los terremotos, a los ajustes estacionales en las tarifas de electricidad y al aumento en el precio internacional del petróleo, así como al efecto traspaso de la depreciación acumulada del tipo de cambio nominal, al impacto transitorio de la liberalización de los precios de los combustibles y al incremento al salario mínimo en enero del presente año. El Banco de México incrementó su tasa de interés de política monetaria en 125 puntos básicos en el primer semestre del año, con el objetivo de anclar las expectativas inflacionarias de mediano plazo y reforzar la contribución de la política monetaria en el proceso de convergencia de la inflación a la meta. No obstante, las autoridades monetarias indicaron que en las circunstancias actuales el nivel de la tasa de referencia (7.0%) es congruente con el referido proceso de convergencia. De hecho, la inflación alcanzó su punto máximo en agosto (6.66%) y ha comenzado a disminuir, como resultado del desvanecimiento parcial de los

efectos de los choques mencionados, así como de las acciones de política monetaria implementadas, de tal forma que se espera que continúe exhibiendo una tendencia a la baja en lo que resta del presente año y durante el próximo, convergiendo a la meta hacia finales de 2018.

En Brasil, si bien el ritmo inflacionario se aceleró (ubicándose en 2.80% en noviembre), continúa por debajo del límite inferior de la meta (4.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), resultado de las políticas monetarias restrictivas implementadas previamente, de la disminución de las presiones de oferta en el precio de algunos alimentos y de la aún débil demanda interna. Este comportamiento permitió que el Banco Central de Brasil continuara relajando las condiciones monetarias, al reducir la tasa SELIC (tasa de interés de política monetaria) en 675 puntos básicos a lo largo del presente año, para situarla en 7.00%.

En Chile, la inflación se ubicó en 1.91% en noviembre, luego de importantes disminuciones en los meses previos que la situaron por debajo del límite inferior de la meta establecida por el Banco Central de Chile (3.0% +/- 1 punto porcentual), lo cual se explica, fundamentalmente, por la apreciación del tipo de cambio nominal, la reducción de la inflación de alimentos y las presiones moderadas de demanda agregada. La autoridad monetaria ha indicado que mantendrá una postura de política monetaria expansiva por un periodo prolongado; específicamente, luego de disminuir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos en los primeros meses del año, espera mantenerla en el nivel actual (2.50%) hasta que se empiece a cerrar la brecha del producto; aunque no descarta realizar recortes adicionales, considerando que en el corto plazo los riesgos para la inflación permanecen sesgados a la baja.

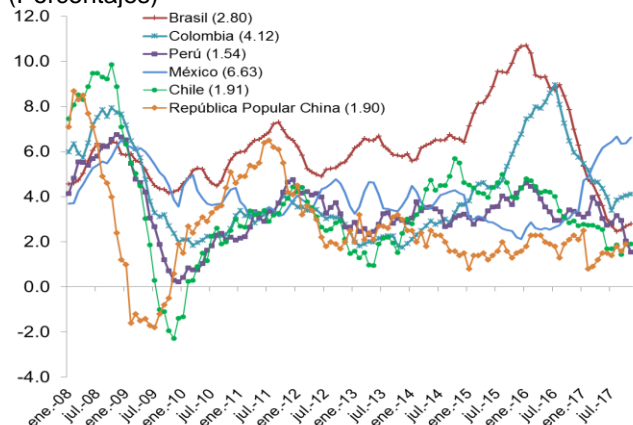
En Colombia, si bien la inflación (4.12% en noviembre) detuvo su tendencia descendente observada desde julio de 2016 y mostró aumentos en los últimos meses, continúa influenciada, en buena medida, por el

desvanecimiento de algunos choques de oferta, que provocaron una moderación del precio de los alimentos, así como, la estabilización del costo de los productos importados. Ello, junto con los pronósticos y las expectativas de que la inflación seguirá relativamente estable en lo que resta de 2017 y que se reducirá en 2018, permitió que el Banco de la República de Colombia, entre febrero y noviembre, redujera su tasa de interés de referencia en 275 puntos básicos.

En Perú, luego de las presiones transitorias al alza que registraron los precios en el primer trimestre del año, asociadas a choques de oferta que afectaron el precio de los alimentos, la inflación se desaceleró, ubicándose en 1.54% en noviembre, ante la normalización en los precios de los productos agrícolas y los menores precios de los combustibles, manteniéndose dentro del rango de la meta establecida por el Banco Central de Reserva del Perú (2.0% +/- 1 punto porcentual). La autoridad monetaria espera que la inflación permanezca dentro del rango meta en el cuarto trimestre del presente año y durante 2018, sobre la base de presiones de demanda contenidas, moderada depreciación de la moneda y ausencia de choques significativos de oferta; estos factores permitieron que dicho Banco Central redujera su tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos.

**Gráfica 12**

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



(1) Datos a noviembre de 2017. República Popular China a octubre. Fuente: Bancos centrales.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación permaneció relativamente estable y, en general, en niveles en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región, resultado, principalmente, de la moderación interanual de los precios de los combustibles. Con relación a las tasas de interés de política monetaria, en el caso del Banco Central de la República Dominicana se registró un incremento de 25 puntos básicos en marzo y una reducción de 50 puntos básicos en julio, en un entorno de bajas presiones inflacionarias; en tanto que el Banco Central de Costa Rica efectuó siete aumentos por un total de 300 puntos básicos, seis aumentos consecutivos entre abril y junio, con el propósito, fundamentalmente, de contrarrestar la acelerada depreciación que registró su moneda y uno adicional en noviembre, para moderar algunas presiones inflacionarias; por su parte, el Banco de Guatemala redujo en noviembre su tasa de interés líder de política monetaria en 25 puntos básicos, tomando en cuenta la posición cíclica de la economía y que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas, lo cual genera un espacio limitado y temporal para un relajamiento adicional de las condiciones monetarias.

**B. ENTORNO INTERNO**

**1. Actividad económica**

En 2017, el crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima que cierre en 2.8%, levemente inferior al observado el año previo (3.1%), pero debajo del PIB potencial (3.5%). Dicho comportamiento se explica por la moderación registrada en la demanda interna la cual aumentaría 2.9% (3.4% en 2016), debido, principalmente, a que el consumo privado estaría registrando una ligera moderación (al pasar de 4.2% en 2016 a 3.8% en 2017). No obstante dicha moderación, el consumo privado continuó siendo apoyado por el incremento en el ingreso de los hogares, debido, entre otros factores, al dinamismo en el flujo de remesas familiares, al incremento en el salario en el empleo formal (con base en información del Instituto

Guatemalteco de Seguridad Social), a la contribución, aunque moderada, del crédito bancario al consumo y a la evolución estable en el nivel general de precios.

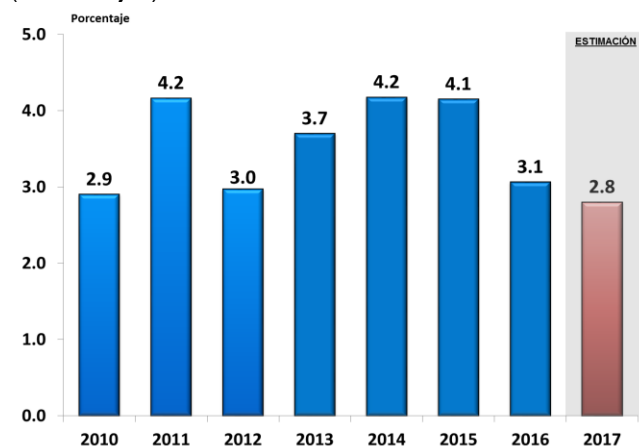
Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 2.1% (2.3% el año anterior), asociado, principalmente, al comportamiento de los bienes de capital importados para el transporte, la industria, telecomunicaciones y construcción.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando un aumento, en términos reales, de 2.3%, superior al crecimiento observado en 2016 (1.7%), explicado, fundamentalmente, por el incremento del volumen exportado de concentrados de níquel, banano, bebidas y líquidos alcohólicos, grasas y aceites comestibles y frutas, entre otros. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento real de 2.9%, levemente inferior al del año previo (3.3%), derivado de la moderación, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de consumo, de combustibles y lubricantes y de materiales de construcción. No obstante, se espera un comportamiento favorable en la importación de materias primas y productos intermedios, así como en los bienes de capital.

Por el lado del origen de la producción, la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras) mostraron crecimientos positivos aunque, en algunos casos, menos dinámicos que en 2016, particularmente, industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, que en conjunto explican alrededor de 81.4% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2017 (ver Anexo 1).

**Gráfica 13**

Producto Interno Bruto (1)  
(Porcentajes)



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

Fuente: Banco de Guatemala.

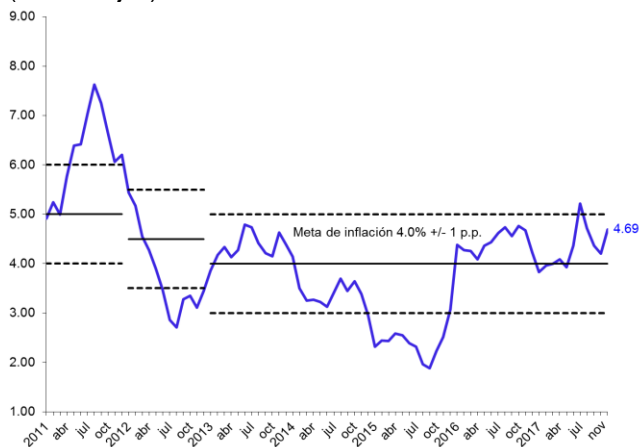
## 2. Inflación

### a) Observada

A noviembre de 2017, el ritmo inflacionario se situó en 4.69%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1.0 punto porcentual). Durante el año, la inflación se mantuvo dentro del margen de tolerancia de la meta, a pesar de un episodio observado entre junio y julio, cuando se registró un considerable choque de oferta en el rubro de alimentos (particularmente el tomate y otras legumbres y hortalizas), que impactó significativamente el ritmo inflacionario; no obstante, dada la naturaleza temporal del referido choque, el efecto se revirtió rápidamente, aunque en noviembre se registró nuevamente un choque de oferta que afectó la inflación de alimentos.

## Gráfica 14

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)  
(Porcentajes)

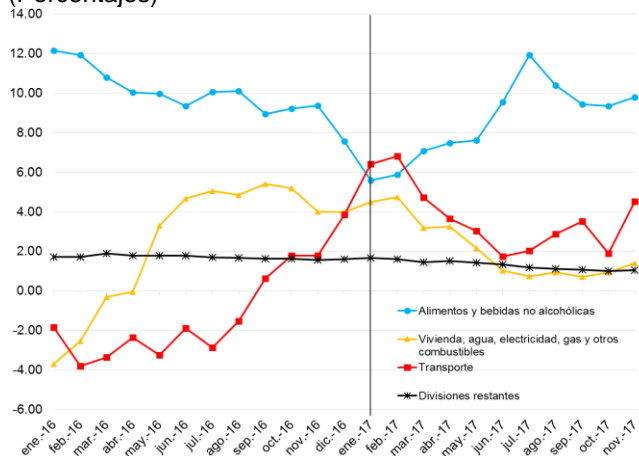


(1) Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En general, la trayectoria de la inflación se explica por el comportamiento de los precios de los bienes de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, dado que el resto de divisiones de gasto presentó un comportamiento relativamente estable.

## Gráfica 15

Ritmo Inflacionario por División de Gasto (1)  
(Porcentajes)



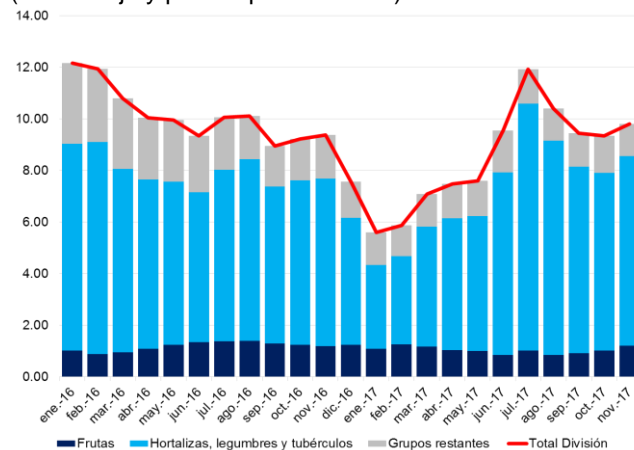
(1) Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En el caso de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, después de haber registrado un comportamiento a la baja durante 2016, en el presente año registró una importante tendencia al alza (al pasar de 5.60% en enero a 9.80% en noviembre), alcanzado un máximo de 11.93% a julio, asociado, al choque de

oferta mencionado. Dicha división de gasto está compuesta por diez grupos de gasto<sup>15</sup>, dentro de los cuales los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos; y de frutas son los que explican básicamente el comportamiento al alza en la inflación de alimentos. Por su parte, los factores que incidieron en dicho comportamiento se encuentran, el copioso invierno registrado durante el año; el incremento en la demanda externa, principalmente de El Salvador, que limitó la oferta disponible en el mercado interno; daños en la infraestructura vial del país; y las importaciones de origen mexicano, que ingresaron al país a precios superiores, dichos factores afectaron, principalmente, el tomate, la cebolla, la papa, el güisquil y el culantro, en el grupo de hortalizas, legumbres y tubérculos; así como, el aguacate, la naranja y las frutas de estación, en el grupo de frutas.

## Gráfica 16

División de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (1)  
Ritmo Inflacionario e Impactos por Grupo de Gasto  
(Porcentaje y puntos porcentuales)



(1) Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

La inflación de la división de alimentos, en términos generales, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan

<sup>15</sup> Pan y cereales; carnes; pescados y mariscos; productos lácteos, quesos y huevos; aceites y grasas; frutas; hortalizas, legumbres y tubérculos; azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar; otros productos alimenticios; y aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta.

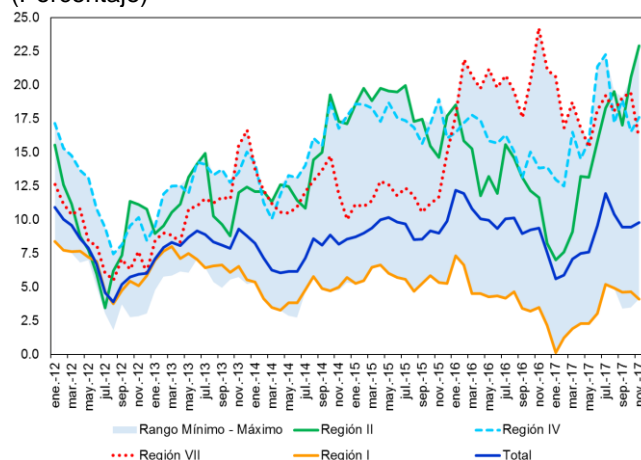


presiones en los precios finales de los productos, tales como, la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos; la intensificación del comercio internacional de la mayoría de productos agrícolas, que incrementó la exposición a choques de demanda externa y propició la homogenización de precios entre países; así como, la heterogeneidad en cuanto a los hábitos de consumo, factores culturales e ingresos de las familias en las diversas regiones del país, entre otros factores.

Además, la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es significativamente mayor en tres de las ocho regiones a nivel país, siendo estas, la Región II, Norte (departamentos de Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región IV, Suroriente (departamentos de Jutiapa, Jalapa y Santa Rosa) y Región VII, Noroccidente (departamentos de Huehuetenango y Quiché). En contraste, la Región I, Metropolitana (departamento de Guatemala), muestra un comportamiento considerablemente menor en los precios de los alimentos, lo cual, dada su ponderación (dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC), tiende a moderar la inflación de alimentos a nivel de la República.

**Gráfica 17**

División de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas  
Ritmo Inflacionario por Principales Regiones (1)  
(Porcentaje)

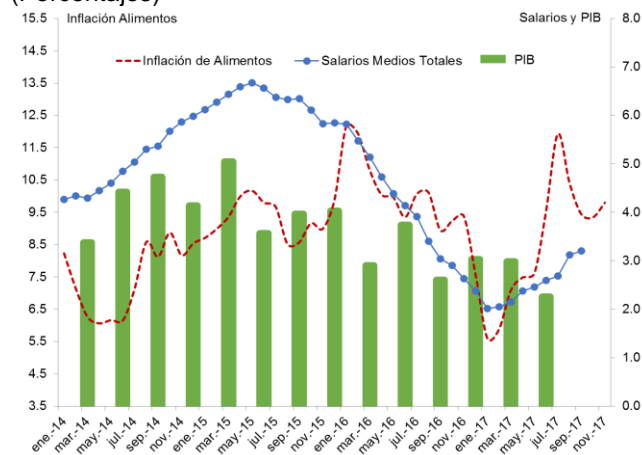


(1) Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 18 se observa que los salarios medios y la inflación de alimentos muestran alta correlación, registrando una desaceleración que abarca el periodo de junio de 2015 a enero de 2017 y mostrando una leve tendencia al alza durante el presente año. Asimismo, se observa que, en términos generales, la evolución de los salarios es congruente con las condiciones de actividad económica.

**Gráfica 18**

Salarios Medios de los Afiliados Cotizantes al IGSS (1),  
Producto Interno Bruto Trimestral (2) e Inflación de  
Alimentos (3)  
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2017.  
(2) Con información al segundo trimestre de 2017.  
(3) Con información a noviembre 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.

Por su parte, la división de transporte luego de registrar una tendencia al alza el año anterior, en 2017 registró una tendencia a la baja al pasar de 6.41% en enero a 4.52% en noviembre. Lo anterior se explica, principalmente, por la moderación, en términos interanuales, de los precios de la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, situación que se atribuyó al comportamiento del precio internacional del petróleo durante el primer semestre del año derivado de la expectativa de que persistiría un excedente en la oferta mundial de crudo. A partir del segundo semestre del año, el precio del petróleo empezó a incrementarse gradualmente, derivado del aumento en la demanda



mundial en combinación con la expectativa de una menor oferta, resultado del cumplimiento casi pleno del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros importantes productores, que congelaron sus niveles de producción desde enero, a pesar de que la producción de Estados Unidos de América aún se mantiene en niveles altos. Un factor que afectó el precio de los combustibles levemente al alza, fue el paso del huracán *Harvey* en el Golfo de México a finales de agosto, fenómeno climático que obligó a una suspensión temporal de las actividades tanto de extracción de crudo como de refinamiento.

En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, durante el presente año, también registró una tendencia a la baja al pasar de 4.50% a enero a 1.42% a noviembre. El menor crecimiento en esta división de gasto se explica, principalmente, por el comportamiento observado en el precio medio del servicio de electricidad, el cual registró una reducción, asociada al mantenimiento del subsidio a la tarifa social, a la reducción en el pliego tarifario del trimestre de mayo a julio de 2017 y del trimestre de noviembre de 2017 a enero de 2018, autorizado por la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE); así como, a la estabilidad en el precio medio del gas propano a lo largo del año, con excepción de noviembre, cuando se registró un incremento importante.

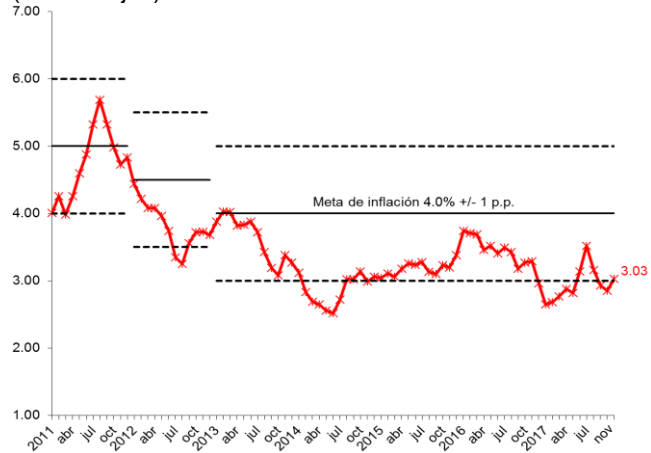
En cuanto a la inflación subyacente<sup>16</sup>, a noviembre de 2017, medida de inflación cuya finalidad es evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, registró una variación interanual de 3.03%, situándose alrededor del límite inferior del rango meta establecido para la inflación (4.0 +/- 1.0 p.p.). Cabe indicar que

<sup>16</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".

durante la mayor parte del año, este indicador permaneció por debajo del límite inferior del rango indicado, sugiriendo que al aislar 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, el nivel de inflación es relativamente bajo, congruente con presiones de demanda moderadas a lo largo del año.

**Gráfica 19**

Inflación Subyacente (1)  
(Porcentajes)



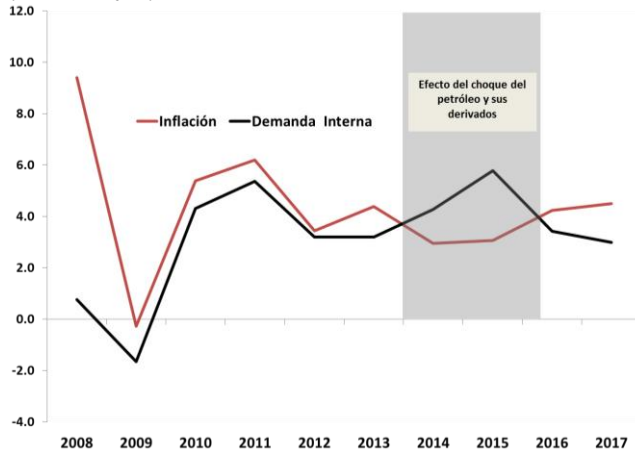
(1) Con información a noviembre de 2017.

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 a lo largo 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, al efecto del choque de oferta asociado al incremento registrado en los precios de algunos alimentos de origen agrícola.

**Gráfica 20**

**Inflación y Demanda Interna (1)**  
(Porcentajes)

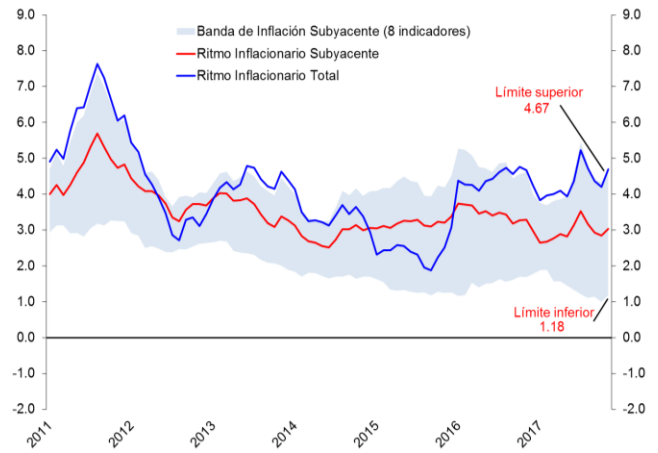


(1) Con información a 2016 y estimaciones para 2017.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

**Gráfica 22**

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

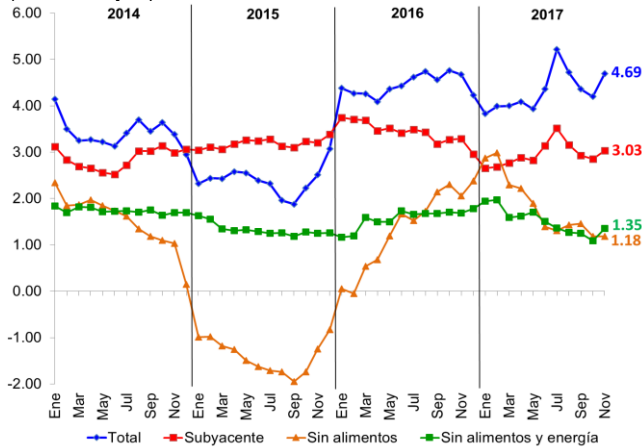


(1) Con información a noviembre de 2017.

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

**Gráfica 21**

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



(1) Con información a noviembre de 2017.

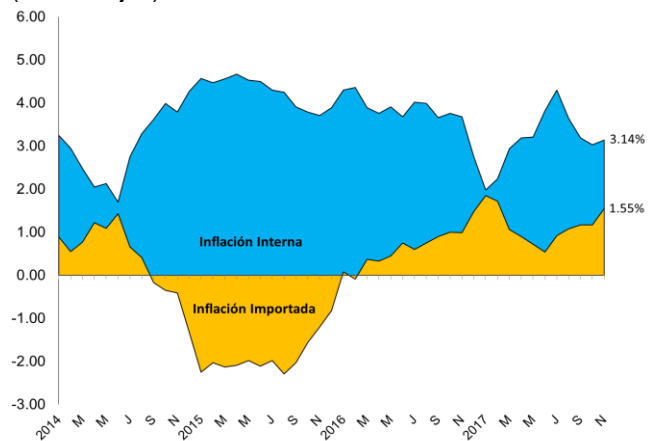
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

El Banco de Guatemala elabora ocho diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías tanto de exclusión fija como de exclusión variable. La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 22). Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a noviembre de 2017, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.18% y 4.67%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación han tenido una incidencia limitada.

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, que durante el año registró impactos positivos, explicados en su mayor parte por la evolución del precio del petróleo y sus derivados, así como de la inflación de los principales países socios comerciales. A noviembre, la descomposición de la inflación total en interna e importada registró valores de 3.14% y 1.55%, en su orden.

**Gráfica 23**

**Composición de la Inflación Total (1)**  
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2017.

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

El efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues la postura

de dicha política ha sido acomodaticia, derivado de que la coyuntura ha favorecido una inflación total en torno a la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, y disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre, ello a pesar de que aumentaron los niveles de liquidez en la economía por la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Cabe señalar que dichos excedentes de liquidez fueron compensados con aumentos de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala y por incrementos en los niveles de encaje, dada la desaceleración del crédito bancario al sector privado. 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 del esquema de agregados monetarios en el que se establecen metas operativas para dichos agregados.

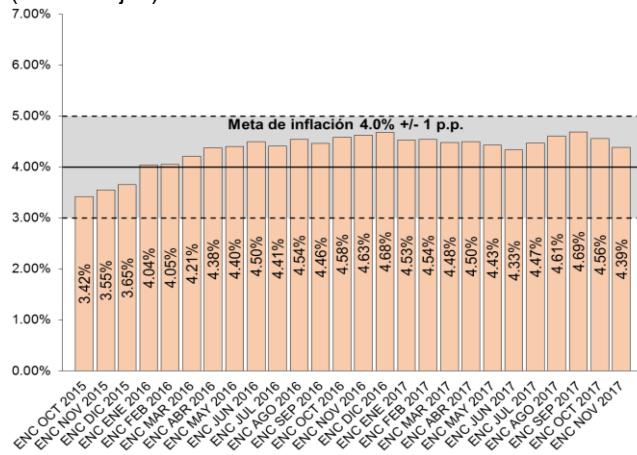
### b) Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados<sup>17</sup>, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de año como para el siguiente, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.39% en diciembre de 2017 y en 4.49% en diciembre de 2018. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento en los precios de los combustibles; la trayectoria del precio internacional del petróleo; el comportamiento del tipo de cambio nominal; la estacionalidad de los productos agrícolas; y el desempeño de las políticas monetaria y fiscal.

<sup>17</sup> Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en noviembre de 2017.

**Gráfica 24**

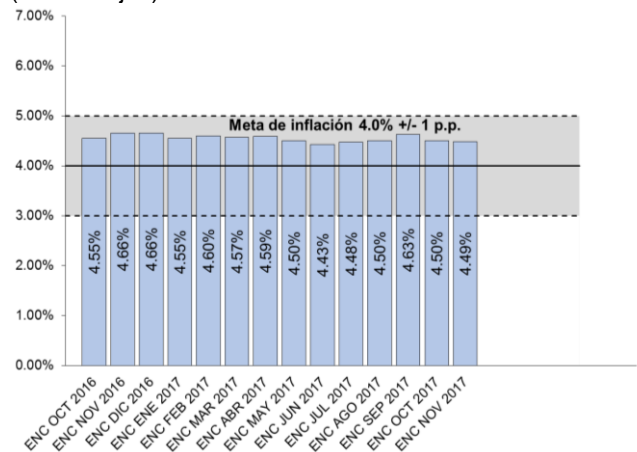
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2017 (1)  
(Porcentajes)



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

**Gráfica 25**

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



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

## 3. Tipo de cambio

### a) Nominal

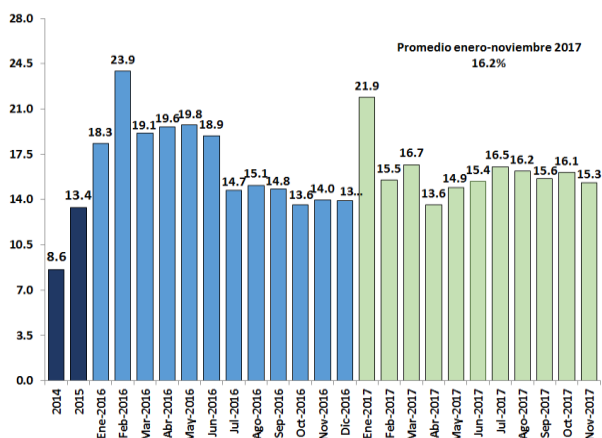
En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad es importante porque permite que los choques 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.

Al 30 de noviembre, se registró una apreciación nominal de 2.27% en términos interanuales (una apreciación acumulada de 2.40%), menor a la registrada en meses anteriores, que se explica, principalmente, por cuatro factores fundamentales. El primer factor se asocia al comportamiento al alza que se ha venido observando en el flujo de divisas por remesas familiares, cuya tasa de crecimiento es de dos dígitos (ver gráfica 26), esperando se sitúe en alrededor de 15% a final de año.

**Gráfica 26**

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



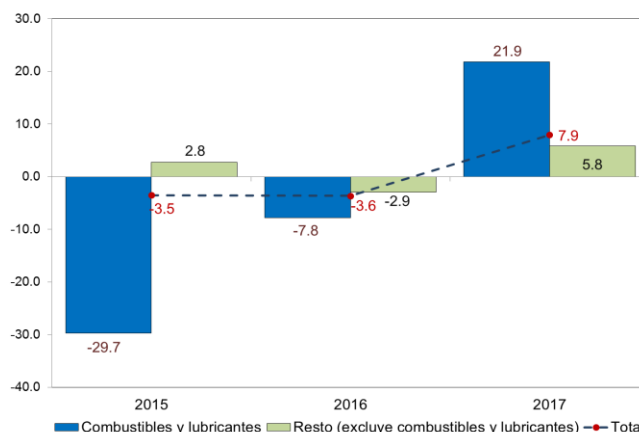
Fuente: Banco de Guatemala.

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 provocó un ahorro en la importación de combustibles en 2015 y en 2016, lo que, a su vez, contribuyó a generar un excedente de divisas en el mercado y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también registraron disminuciones en sus precios medios de importación (ver gráfica 27). No obstante, este factor empezó a revertirse, como

consecuencia del incremento que ha registrado el valor de estas importaciones a octubre del presente año.

**Gráfica 27**

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



(1) A Con información a diciembre de cada año. Para el caso de 2017, a octubre.

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

El tercer factor se refiere a la contracción en el gasto público que persistió hasta octubre de 2016; aunque cabe mencionar que desde finales del año anterior, este factor también comenzó a tener menos influencia.

En adición a los factores antes mencionados, que han tenido un efecto importante en el tipo de cambio nominal en los años previos, en el presente año se ha agregado un factor adicional relativo al crecimiento en el valor de las exportaciones superior a lo esperado, asociado, en buena medida, al comportamiento al alza de los precios medios de las exportaciones y, en menor medida, por el aumento del volumen exportado.

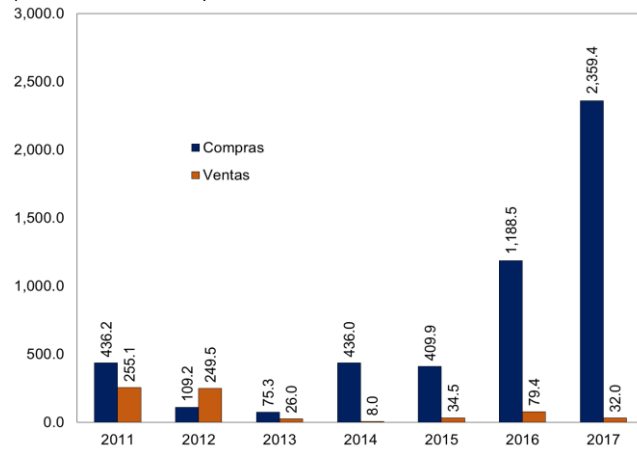
Los cuatro factores mencionados han generado un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se ha traducido en un excedente en la oferta de divisas en el mercado cambiario, contribuyendo a mantener las expectativas de apreciación cambiaria por parte de los agentes económicos.

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 nominal sin alterar su tendencia, mediante una regla de participación. El Banco de Guatemala, a partir del 24 de febrero, implementó ajustes operativos a la regla de participación en dicho mercado (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. Adicionalmente, a partir del 3 de agosto, dispuso que, cuando en un mismo día se cumplan los criterios para la participación, tanto para la compra como para la venta de dólares de los Estados Unidos de América, convocará a subasta de compra y a subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América.

Al 30 de noviembre de 2017, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario generó compras por US\$2,359.4 millones y ventas por US\$32.0 millones (gráfica 28), equivalentes, en su orden, a 5.89% y 0.08% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas. En 2016 las compras ascendieron a US\$1,188.5 millones y las ventas a US\$79.4 millones, equivalentes a 2.93% y 0.20% del total negociado, respectivamente. En lo que respecta a los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América, entre el 24 de febrero y el 30 de noviembre se efectuaron colocaciones por US\$337.7 millones y hubo vencimientos por US\$123.6 millones, por lo que el saldo de dichos depósitos al 30 de noviembre fue de US\$214.1 millones.

**Gráfica 28**

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

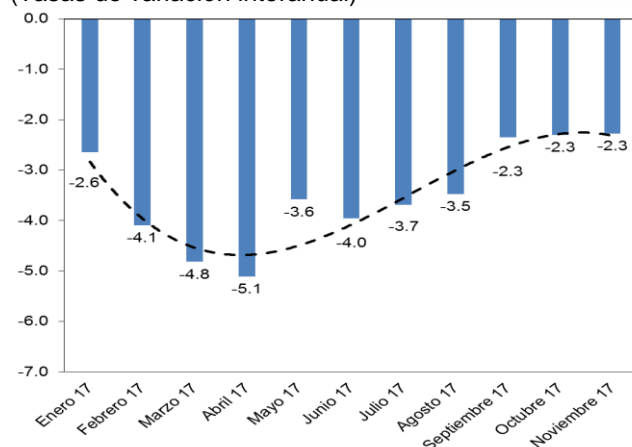


(1) Con información a diciembre de cada año. Para el caso de 2017, al 30 de noviembre.  
Fuente: Banco de Guatemala.

La apreciación interanual del tipo de cambio nominal durante el año alcanzó un máximo de 5.28% el 16 de abril y se redujo gradualmente hasta alcanzar un nivel de 2.27% al 30 de noviembre, como resultado no solo de la reversión gradual del efecto de algunos de los factores mencionados, sino también de las medidas adicionales implementadas por parte del Banco Central, las cuales han permitido reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia.

**Gráfica 29**

Tipo de Cambio Nominal  
Año 2017 (1)  
(Tasas de variación interanual)



(1) Al 30 de noviembre.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## b) Real de equilibrio

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

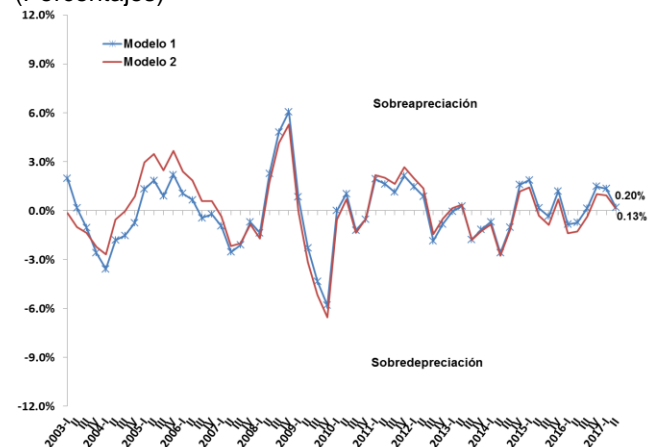
La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2017, 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> denotan una leve sobreapreciación de entre 0.20% y 0.13% (gráfica 30), valores que se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 9.91% (gráfica 31),

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

como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo de la 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.

### Gráfica 30

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



(1) Con información a junio de 2017.

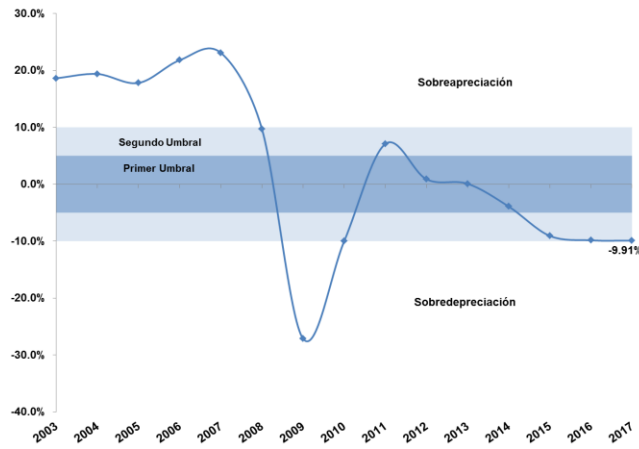
Fuente: Banco de Guatemala.

<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.



### Gráfica 31

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

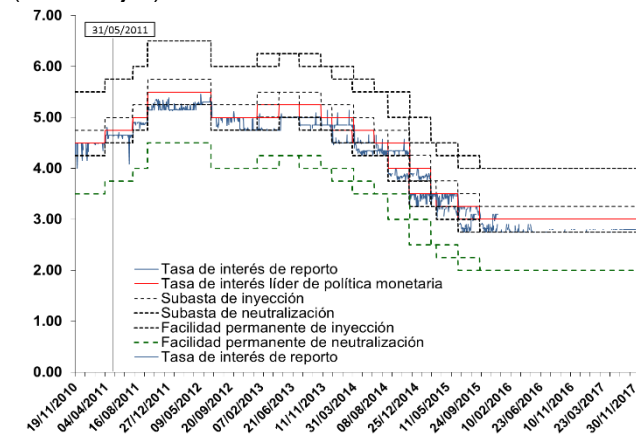
## 4. Tasas de interés

### a) De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, se ha ubicado en lo que va del año, en promedio, 20 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 las condiciones 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 32

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



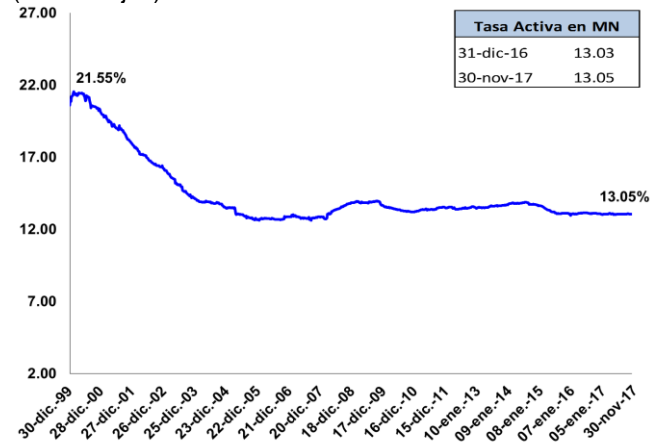
(1) Con información al 30 de noviembre de 2017.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

### b) De largo plazo

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

### Gráfica 33

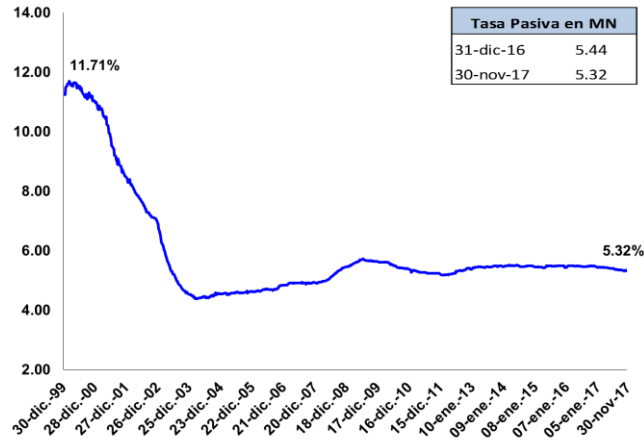
Tasa de Interés Activa (1) (Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de noviembre de 2017.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

### Gráfica 34

Tasa de Interés Pasiva (1)  
(Porcentajes)



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

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, aumentó dos puntos básicos, al pasar de 13.03% en diciembre de 2016 a 13.05% al 30 de noviembre de 2017 (gráfica 33). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.32% (gráfica 34), menor en doce puntos básicos al valor observado a diciembre de 2016 (5.44%).

#### c) Real neutral

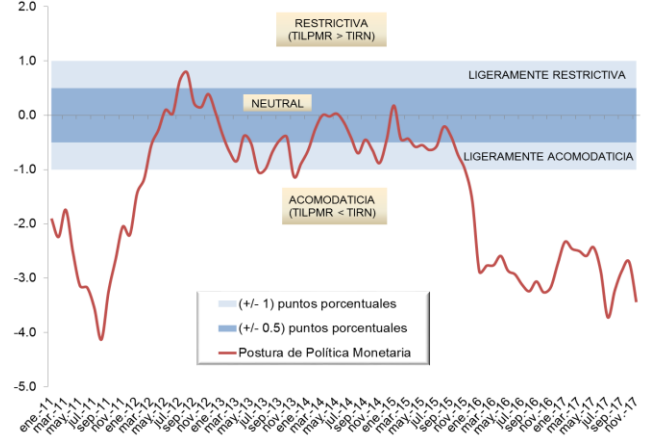
La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias (deflacionarias)<sup>20</sup>. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria, definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria; es decir, si la TILPM es mayor a la TIRN, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPM es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia.

<sup>20</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%.

Con información a noviembre, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.

### Gráfica 35

Postura de la Política Monetaria (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre 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.

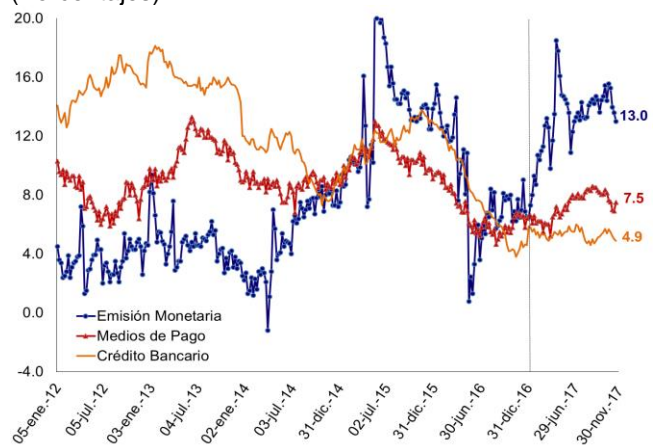
Fuente: Banco de Guatemala.

## 5. Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2017, los principales agregados monetarios y de crédito, con excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con las condiciones de la actividad económica.

### Gráfica 36

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



(1) Variación interanual observada al 30 de noviembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

### a) Emisión monetaria

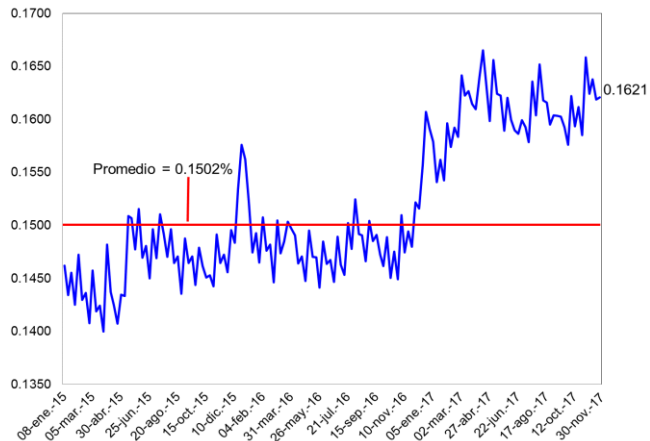
El ritmo de crecimiento de la emisión monetaria mostró una tendencia al alza que alcanzó un máximo de 18.5% en abril y, aunque se ha moderado, continúa registrando un crecimiento superior a lo previsto. Dicho comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición 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. En cuanto al componente cíclico, a pesar que 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 a un incremento en la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez<sup>21</sup>. El referido coeficiente (componente aleatorio), se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos derivado del dinamismo en el ingreso de divisas por remesas familiares. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó, en promedio, en 0.1607, superior al valor promedio observado en similar periodo de 2016 (0.1480).

<sup>21</sup> El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Este es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

### Gráfica 37

Coeficiente de Preferencia de Liquidez (1)  
(Porcentajes)



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

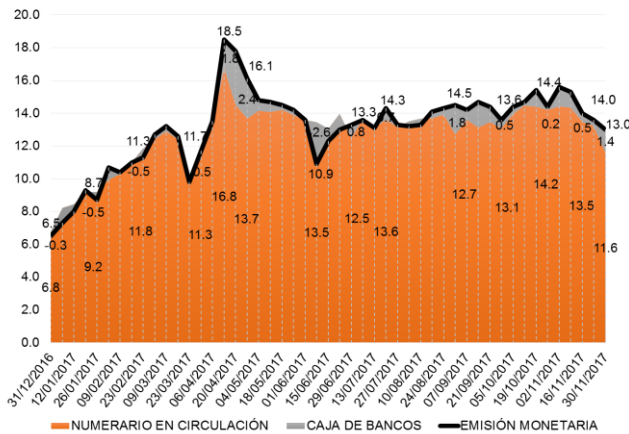
Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 30 de noviembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 13.5%, con una incidencia de 11.6 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (6.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2016); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 10.1% con una incidencia que pasó de -0.3 puntos porcentuales a finales del año anterior a 1.4 puntos porcentuales (gráfica 38).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario<sup>22</sup>, no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria y por los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

<sup>22</sup> Al 30 de noviembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$2,327.4 millones equivalente a Q17,072.8 millones.

**Gráfica 38**

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



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

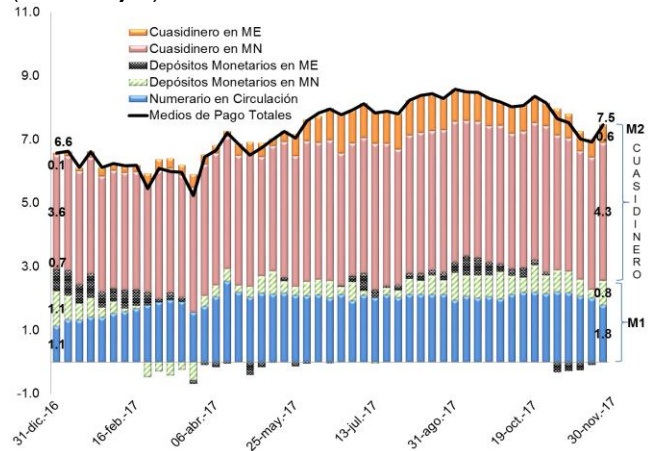
**b) Medios de pago**

Los medios de pago (M2), al 30 de noviembre, registraron un crecimiento interanual de 7.5%, evidenciando una recuperación respecto del observado en diciembre de 2016 (6.6%), pero aún por debajo del registrado a diciembre de 2015 (9.4%). En el presente año, el crecimiento de los medios de pago se explica, principalmente, por el dinamismo mostrado por el numerario en circulación y el cuasidinero tanto en moneda nacional como extranjera.

Al analizar por moneda, el crecimiento de M2 se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 83.1% de dicho agregado y, en lo que va de 2017, estos muestran un crecimiento interanual de 8.4%. Por su parte los medios de pago en moneda extranjera al 30 noviembre registraron una variación interanual de 3.3% (4.4% en diciembre de 2016).

**Gráfica 39**

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



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

Al analizar los componentes de los medios de pago, se observa que, en cuanto a los componentes del medio circulante (M1)<sup>23</sup>, 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 pasaron de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una incidencia de 0.8 puntos porcentuales al 30 de noviembre. Por su parte, el numerario en circulación pasó de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una de 1.8 puntos porcentuales al 30 de noviembre. En términos agregados, el M1 ha reflejado un crecimiento de 7.2% al 30 de noviembre y a la misma fecha, el cuasidinero<sup>24</sup> en moneda nacional y extranjera, ha mostrado una tasa de variación interanual de 9.3% y 6.2%, respectivamente.

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 pasar, en promedio del 31 de diciembre de 2016 al 30 de noviembre de 2017, a Q4,785.6 millones.

Los altos niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para

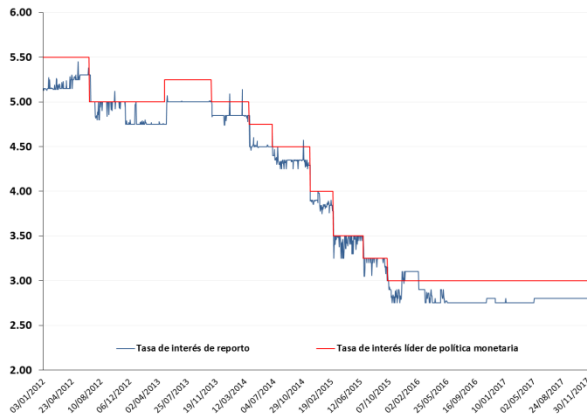
<sup>23</sup> Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

<sup>24</sup> Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

operaciones de reporte a un día, la cual en lo que va del año, se ubica aproximadamente 20 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, alrededor de 2.80%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

**Gráfica 40**

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 noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

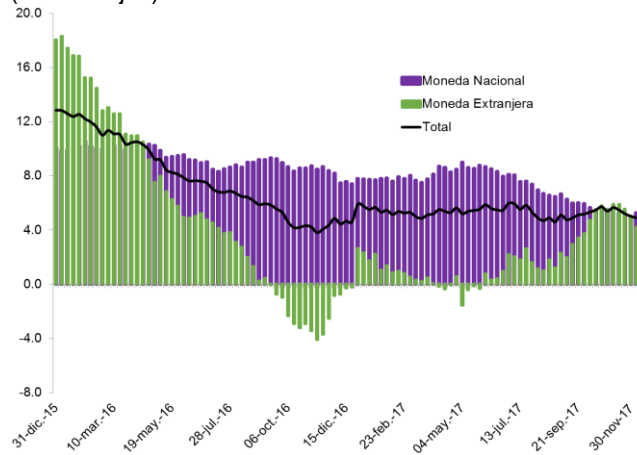
Considerando que la liquidez de corto plazo del sistema bancario se mantiene en niveles altos, como lo evidencia el comportamiento de las tasas de interés de corto y largo plazo y que la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 40.4%, se estima que el crecimiento actual de los medios de pago totales guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

### c) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de noviembre registró un crecimiento interanual de 4.9%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda nacional (5.3%) y en moneda extranjera (4.2%).

**Gráfica 41**

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



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

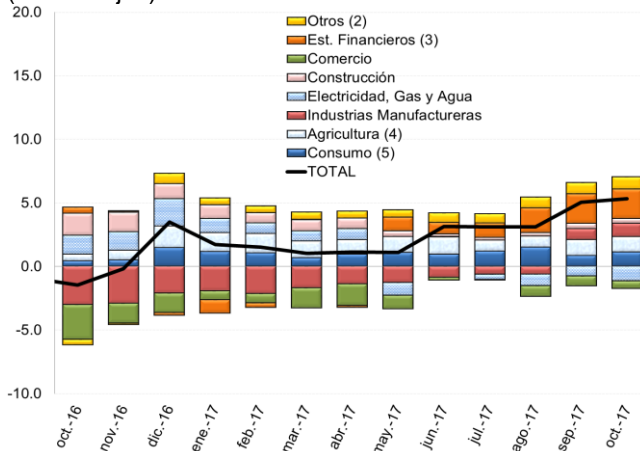
El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un ritmo de crecimiento estable (7.2% en promedio), explicado principalmente por el crédito destinado al sector empresarial mayor y al consumo, que en conjunto representan 79.1% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de noviembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 5.4%, en tanto que al sector empresarial mayor aumentó 8.1%, asociado entre otros factores, al mejor desempeño del crédito para los sectores de establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas e industrias manufactureras, los cuales, a octubre, mostraron tasas de crecimiento de 17.6% y 14.5%, respectivamente.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera al 30 de noviembre, creció a un ritmo interanual de 4.2%, asociado, principalmente, a una recuperación de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor del 89.7% del financiamiento concedido en dicha moneda).



### Gráfica 42

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



(1) Con información a octubre de 2017.

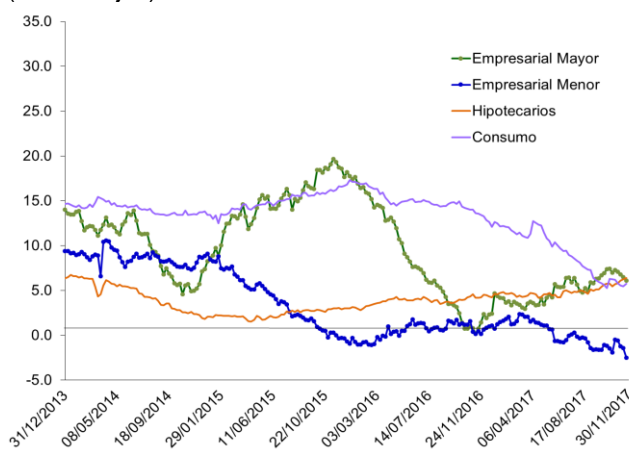
- (2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
- (3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
- (4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
- (5) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

### Gráfica 43

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



(1) Con información al 30 de noviembre de 2017.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia, consumo (con una variación interanual de 7.0%), establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas (17.0%) e industrias manufactureras (7.8%).

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.

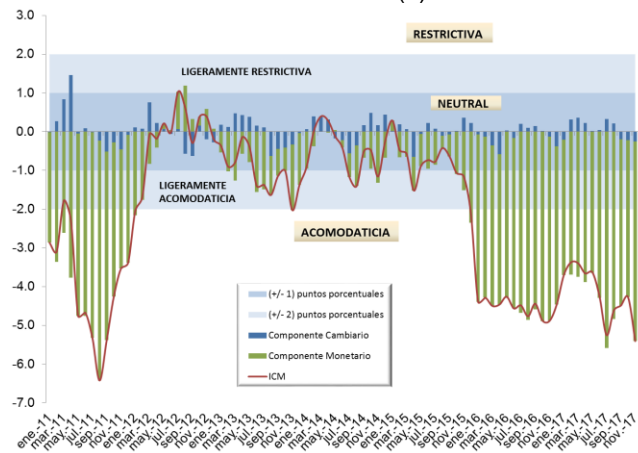
## 6. Índice de condiciones monetarias

El índice de condiciones monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción entre los mercados de bienes y de dinero. En ese sentido, el ICM mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por los cambios en los fundamentos de la economía o choques externos, y no exclusivamente a decisiones del banco central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información a octubre de 2017, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.



## Gráfica 44

### Índice de Condiciones Monetarias (1)



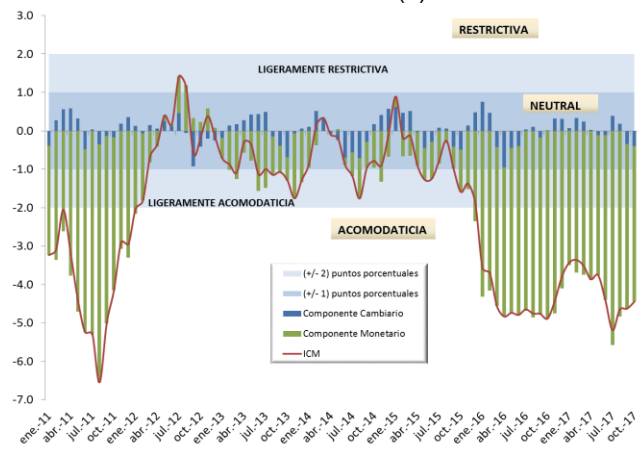
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a noviembre de 2017.

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 45

### Índice de Condiciones Monetarias (1)



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

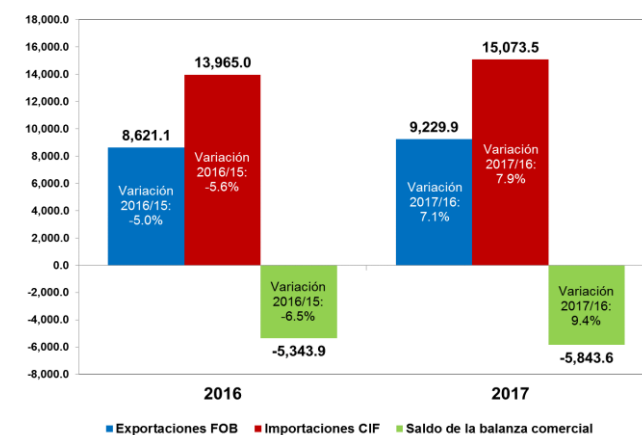
## 7. Variables del sector externo

El comercio exterior de Guatemala, con base en información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró un aumento de 7.1% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a octubre de 2017, respecto de similar periodo de 2016, explicado por un incremento en el precio medio de exportación (4.7%) y en el volumen exportado (1.8%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 7.9%, reflejo de un incremento tanto en el volumen (2.4%), como en el precio medio (5.1%). El referido aumento en el volumen importado se asocia a un incremento en la demanda de materiales de construcción, de materias primas, de bienes de capital y de bienes de consumo; en tanto que, el incremento en el precio medio, se explica, fundamentalmente, por el alza que registró el precio medio de importación de combustibles y lubricantes, el cual refleja el comportamiento del precio promedio del petróleo en los mercados internacionales.

La balanza comercial reflejó un déficit de US\$5,843.6 millones, mayor en US\$499.7 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$5,343.9 millones).

## Gráfica 46

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



(1) Con información a octubre de cada año.

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

Con relación a los términos de intercambio, estos han sido favorables para Guatemala en los últimos años, lo que se ha traducido en una mejora en el saldo de cuenta corriente, llegando incluso a convertirse en un superávit de 1.5% 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 (el dinamismo de las remesas familiares también ha contribuido en el referido superávit). Cabe resaltar que dicho resultado empieza a moderarse conforme los precios internacionales de algunas materias primas, comienzan a incrementarse con relación a los precios medios registrados en el mismo periodo del año previo<sup>25</sup>.

En el aumento del valor FOB de las exportaciones, destacaron los incrementos en las exportaciones de cardamomo, café, grasas y aceites comestibles, banano, artículos de vestuario, azúcar, caucho natural y energía eléctrica.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$105.0 millones (63.9%), derivado del significativo incremento en el precio medio por quintal (81.8%), el cual pasó de US\$259.19 en octubre de 2016 a US\$471.16 en octubre de 2017. De acuerdo al Comité de Cardamomo de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), en el comportamiento del precio internacional influyó la disminución del volumen de producción de India y Guatemala, como consecuencia de condiciones climáticas adversas. El volumen exportado cayó 9.8%, los destinos de exportación son, principalmente, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Bangladesh, Pakistán, Nepal e India.

El alza en el valor de las exportaciones de café de US\$98.5 millones (16.1%), refleja, tanto el aumento en el volumen exportado (11.8%), como en el precio medio por quintal (3.9%), que pasó de US\$162.03 a US\$168.35 entre octubre de 2016 y octubre de 2017. El alza en el volumen se explica, de acuerdo con la Asociación

Nacional del Café (ANACAFÉ), a que la cosecha del presente año fue superior a la del año anterior debido a condiciones climáticas favorables. Por su parte, de acuerdo con el servicio informativo *Bloomberg*, el alza en el precio internacional del café se explica, principalmente, por una cosecha menor a la esperada en Brasil y Vietnam, así como por un moderado aumento en la demanda mundial.

El valor de las exportaciones de grasas y aceites comestibles se incrementó US\$93.5 millones (26.5%), explicado por el aumento en el precio medio (19.3%) y en el volumen exportado (5.8%). El aceite de palma tuvo la mayor participación (77.8%) en este rubro; de acuerdo al Banco Mundial, el alza en el precio internacional de este producto se asocia a la mayor demanda para fines industriales y alimenticios.

El incremento en el valor de las exportaciones de banano de US\$75.5 millones (12.8%), se asocia tanto al alza en el volumen exportado (8.5%), como en el precio medio por quintal (4.0%), que pasó de US\$14.77 en octubre de 2016 a US\$15.36 en octubre 2017. 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 restringió las condiciones de oferta mundial. Por su parte, el aumento en el volumen exportado fue factible, principalmente, por el aumento de las áreas de cultivo.

Por su parte, el valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario se incrementó US\$73.3 millones (6.9%), debido, principalmente, al aumento en el precio medio (9.4%), dado que el volumen exportado disminuyó (3.7%). Según la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), el principal comprador fue Estados Unidos de América, país al que se destinó, a octubre, alrededor del 92.0% de las exportaciones.

Las ventas al exterior de azúcar aumentaron US\$55.3 millones (8.2%), reflejo del incremento en el precio medio de exportación (14.8%), que pasó de

<sup>25</sup> Esta situación podría reducir la presión hacia la apreciación que se observa en el tipo de cambio nominal.

US\$17.42 a US\$20.00 por quintal, entre octubre del año anterior y octubre del presente año, lo cual compensó, parcialmente, la caída en el volumen (5.7%). Según *The Public Ledger*<sup>26</sup>, el aumento en el precio internacional del azúcar se asocia a la significativa reducción en la producción de caña de azúcar en India y la República Popular China, así como a las perspectivas de una moderada producción en Brasil, en todos los casos por previsiones de condiciones climáticas adversas. Por su parte, la moderada caída en el volumen se explica, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Azasgua), por el bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016 y 2016-2017, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

Las exportaciones de caucho natural registraron un alza de US\$54.7 millones (58.1%), como consecuencia del significativo aumento, tanto en el precio medio de dicha materia prima (30.0%), como en el volumen exportado (21.7%). El comportamiento al alza en el precio internacional de este producto, se asoció, principalmente, al incremento registrado en la demanda de la República Popular China (principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial), así como a las políticas de algunos países asiáticos (Malasia, Indonesia e India), orientadas a reducir las áreas de cultivo.

Finalmente, el valor de las exportaciones de energía eléctrica se incrementó US\$46.9 millones (124.7%), explicado, principalmente, por las inversiones en la red de transmisión de electricidad del país, situación que ha permitido satisfacer el aumento de la demanda proveniente, principalmente, de El Salvador y de Honduras (incrementos de US\$33.3 millones y US\$11.8 millones, respectivamente).

Entre los rubros de exportaciones que registraron disminuciones destacan el plomo, por US\$119.0 millones (43.8%), y las piedras y metales preciosos y semipreciosos por US\$113.5 millones (54.6%); la

reducción en el volumen exportado se debe, en el primer caso, a la suspensión temporal de la Minera San Rafael; en tanto que en el segundo, por el cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora.

El aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (7.9%), estuvo determinado, como se indicó, por el incremento, tanto en el volumen importado (2.4%), como en el precio medio de importación (5.1%). El alza en el volumen importado se explica, principalmente, por el desempeño del precio medio de los combustibles y lubricantes, que fue contrarrestado, parcialmente, por la disminución que se registró en el precio medio de algunas importaciones, particularmente de bienes de consumo duradero y de materiales de construcción. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de combustibles y lubricantes (21.9%), bienes de capital (10.0%), materias primas y productos intermedios (8.0%), y bienes de consumo (2.2%); mientras que se registró una disminución en el valor de los materiales de construcción (3.4%).

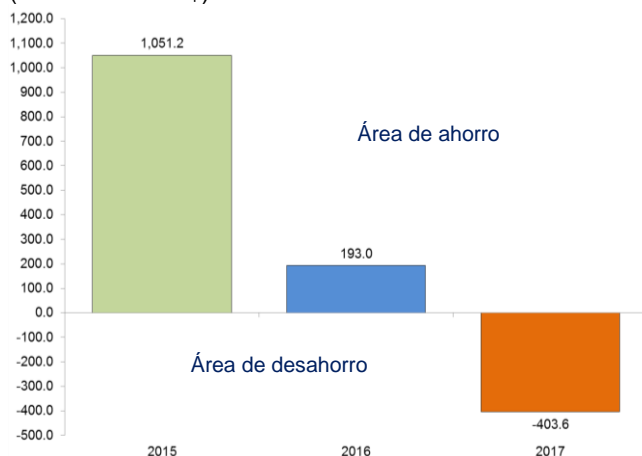
La evolución del precio medio del crudo respecto de similar periodo del año anterior, ha provocado, que el ahorro acumulado que hasta el año pasado se venía observando en la factura petrolera<sup>27</sup> comience a reducirse. En efecto, a octubre de 2017, la factura petrolera registró un aumento de US\$403.6 millones, que contrasta con lo que se observó en 2015 y 2016 (ahorros totales de US\$1,051.2 millones y US\$193.0 millones, respectivamente).

<sup>26</sup> Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

<sup>27</sup> Se refiere al total de importaciones en el rubro de combustibles y lubricantes.

### Gráfica 47

Variación Absoluta Acumulada el Rubro de  
Combustibles y Lubricantes (1)  
(Millones de US\$)



(1) Con información a octubre de 2017.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de noviembre, continuó reflejando un dinamismo importante (15.3%), al situarse en US\$7,471.9 millones, superior en US\$990.4 millones al monto alcanzado en igual periodo del año anterior. Dicho resultado sigue explicándose, principalmente, por la reducción del nivel de desempleo hispano en Estados Unidos de América, al incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país<sup>28</sup>, así como por el continuo y creciente temor sobre la postura anti-inmigratoria del gobierno estadounidense, lo cual ha estimulado que algunos migrantes envíen parte de sus ahorros, en adición a la remesa que solían enviar.

Al 30 de noviembre de 2017, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$11,572.6 millones, mayor en US\$2,412.2 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\$2,359.4 millones y la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones. El referido nivel de

RIN equivale a 7.7 meses de importación de bienes; por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

<sup>28</sup> Con base en los resultados de la Encuesta Sobre Migración Internacional de Personas Guatemaltecas y Remesas 2016. Organización Internacional para las Migraciones. Febrero de 2017.

#### RECUADRO 4

### MIGRACIÓN INTERNACIONAL, REMESAS E INCLUSIÓN FINANCIERA: EL CASO DE GUATEMALA

Las remesas familiares representan una fuente importante de divisas para los países receptores, especialmente en economías pequeñas, constituyéndose en una fuente potencial de inversión y de estímulo al consumo, dado que los ingresos derivados de estas han llegado a alcanzar una proporción significativa del PIB en algunos países. En 2016, Guatemala fue la segunda principal economía receptora de remesas familiares en América Latina y el Caribe (después de México), registrando un ingreso de US\$7,160.0 millones (equivalente a 10.4% del PIB).

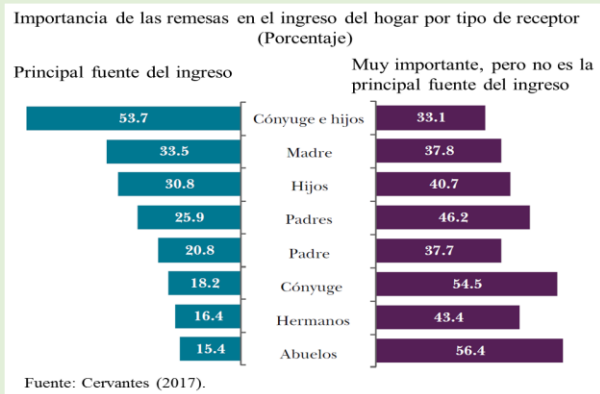
El Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) en conjunto con el Fondo Multilateral de Inversión (FOMIN), llevaron a cabo entre diciembre 2016 y enero 2017, un estudio de campo en el aeropuerto internacional La Aurora, mediante encuestas realizadas a emigrantes guatemaltecos que visitaron el país con motivo de los festividades de fin de año. El estudio permitió identificar diversos aspectos relacionados con el perfil del emigrante (género, edad, escolaridad, sector de actividad en que labora y nivel de ingreso, entre otros); con las características del envío de remesas familiares (frecuencia, monto, costo, modalidad y destinatario); así como con aspectos relacionados con la inclusión financiera, tanto del remitente como del receptor. Para el efecto, se llevaron a cabo 2,005 entrevistas a emigrantes guatemaltecos (66.4% hombres y 33.6% mujeres), en su mayoría residentes en los Estados Unidos de América (96.7%) y Canadá (2.0%).

En lo que respecta a el perfil del emigrante, los resultados de la encuesta destacan que del total de encuestados, el 77.1% envía regularmente remesas a Guatemala; que la totalidad de los entrevistados se encontraba en edad de trabajar (entre 18 y 65 años de edad); y que todos ellos han vivido en promedio 17.8 años fuera de Guatemala. Además, los resultados indican que la edad media de emigración ha aumentado, ya que en 1984 el promedio era de 22.8 años, en tanto que en 2010 aumentó la edad a 29.2 años.

En cuanto a las características del envío de remesas familiares, los principales resultados de la encuesta revelan que los beneficiarios son fundamentalmente los miembros del núcleo familiar de los remitentes, así como que el propósito fundamental es cubrir los gastos de manutención, educación y salud de los receptores. El estudio refleja que el monto de la remesa mensual promedio asciende a US\$462.00, lo que equivale a 13.7% del ingreso mensual promedio reportado por los entrevistados.

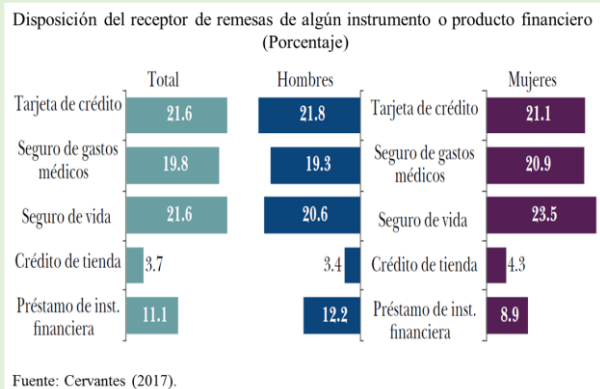
Al considerar la relevancia de las remesas en el ingreso del hogar, resulta que son más importantes cuando son enviadas al cónyuge y los hijos, dado que en el 53.7% de los casos son la principal fuente de ingreso del hogar. Los resultados también indican que el 86.8% de los casos la remesa que manda el remitente encuestado al cónyuge y los hijos representan la principal fuente de ingreso del hogar o son muy importantes, aunque no constituyan la principal fuente de ingreso.

Fuente: Cervantes, Jesús A. (2017). "Migración internacional, remesas e inclusión financiera. El caso de Guatemala". Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Octubre.



Adicionalmente, los resultados muestran que, en general, el valor remesado mensualmente aumenta conforme el nivel de ingresos de los remitentes; en ese sentido, el estudio encontró que el ingreso mensual promedio de los encuestados es de US\$3,319.00 (US\$3,559.00 los hombres y US\$2,908.00 las mujeres), identificándose que también existe una diferencia significativa entre las actividades productivas.

Por su parte, en el caso de los aspectos relacionados con la inclusión financiera tanto de los remitentes como de los receptores, resalta el importante grado de bancarización de los remitentes, ya que el 78.8% señaló que tiene cuenta bancaria en el país que residen, en tanto que el 66.6% de los receptores posee una cuenta bancaria en Guatemala. Asimismo, los resultados sugieren la existencia de una relación positiva entre el nivel educativo del remitente y el grado de bancarización de los receptores de remesas, lo que aumentaría la posibilidad de tener acceso a productos y servicios financieros; sin embargo, los resultados muestran que dicho acceso aún es limitado, ya que únicamente el 21.6% cuentan con tarjeta de crédito y el 11.1% cuenta con préstamo en alguna institución financiera.



Los resultados obtenidos indican que en Guatemala existe un amplio margen de acción para aumentar el grado de inclusión financiera de los receptores de remesas.



## 8. Finanzas públicas

Según el presupuesto aprobado para el presente año, la política fiscal se había propuesto dar un impulso a la demanda agregada mediante la elevación del déficit fiscal (de 1.1% a 1.9% del PIB), sustentado en una expansión al gasto público, manteniendo la congruencia con la sostenibilidad de la deuda pública. A noviembre, los ingresos han evolucionado cercanamente a lo previsto; no obstante, el efecto temporal de la exoneración de multas empezó a moderarse en agosto, por lo que la brecha de recaudación tributaria se amplió en septiembre y octubre; en tanto que el crecimiento del gasto público, que fue dinámico en el segundo trimestre, se moderó nuevamente a partir del tercer trimestre, por lo que el grado de ejecución presupuestaria se ubica por debajo de lo registrado en el mismo periodo de años anteriores, razón por la cual el pretendido estímulo fiscal se habría disipado al evolucionar el gasto público por debajo de lo previsto, lo que implica un déficit fiscal menor al esperado.

Por el lado de los ingresos, la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017, mediante el cual se otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes, ayudó a reducir la brecha de recaudación tributaria<sup>29</sup>, particularmente en el primer mes de vigencia. En lo que respecta a los gastos, a pesar de la disponibilidad de recursos de la caja fiscal y de una mejor programación financiera, la baja ejecución de algunas entidades debido a los retrasos en los procesos de adquisición y contratación de insumos; en la construcción y mantenimiento de la red vial; así como a la escasa ejecución del financiamiento proveniente de préstamos externos (20.0% a noviembre), moderaron la expansión del gasto público.

<sup>29</sup> Dicho Acuerdo, vigente a partir del 20 de mayo de 2017, otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes que paguen el 100% de los impuestos adeudados, por los periodos impositivos terminados antes del 1 de enero de 2017. La exoneración será de 100%, 95% y 90% si el pago del impuesto se realiza dentro del primer, segundo y tercer mes de vigencia, respectivamente. Mediante Acuerdo Gubernativo Número 182-2017 se prorrogó la vigencia de la exoneración hasta el 19 de septiembre de 2017.

Con base en información del Ministerio de Finanzas Públicas se estima que al final del año los ingresos tributarios y los gastos totales crecerían 4.2% y 3.6%, respectivamente. Con relación al PIB, los ingresos tributarios se ubicarían en 10.2%, el gasto público total en 11.8% y el déficit fiscal en 1.0%.

### a) Ingresos

Al 30 de noviembre de 2017, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.7% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 5.2% que registraron los ingresos tributarios (94.9% de los ingresos totales) en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) registraron una reducción de 4.1%, respecto de lo observado en 2016.

La vigencia del Acuerdo Gubernativo 82-2017 (exoneración de multas) aportó ingresos extraordinarios al 30 de noviembre por alrededor de 0.2% del PIB, en tanto que el año anterior, las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria permitieron una recaudación extraordinaria de alrededor de 0.4% del PIB.

Los impuestos directos crecieron 2.4%, dentro de estos, el Impuesto Sobre la Renta se incrementó 0.8% y el Impuesto de Solidaridad 7.9%. En lo que respecta a los impuestos indirectos, estos aumentaron 7.0%, destacando el Impuesto al Valor Agregado (IVA), que creció 7.7% (el IVA doméstico 8.9% y el IVA importaciones 6.6%); por otra parte, los derechos arancelarios aumentaron 5.7% y el impuesto sobre derivados del petróleo 3.4% (ver gráfica 48).

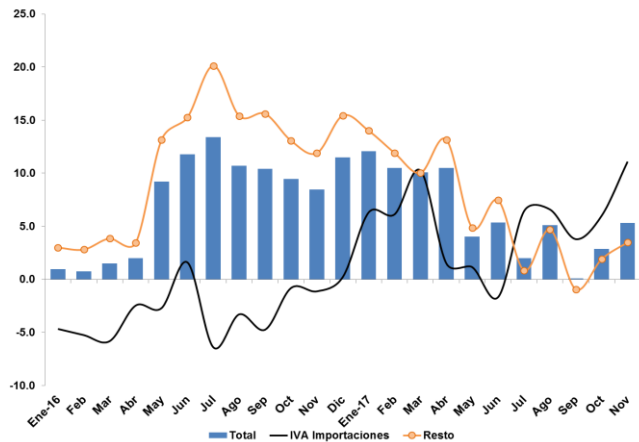
Según las autoridades tributarias, un factor que afectó la recaudación de impuestos asociados a las importaciones fue la apreciación del tipo de cambio nominal; sin embargo, el valor de las importaciones de bienes de territorio aduanero registraron un crecimiento acumulado a octubre de 9.4% y, en particular, las de combustibles y lubricantes aumentaron 24.5%, comportamiento más dinámico al previsto en el presupuesto aprobado (crecimiento de 4.5%), lo que



compensó el efecto adverso de la apreciación cambiaria<sup>30</sup>.

#### Gráfica 48

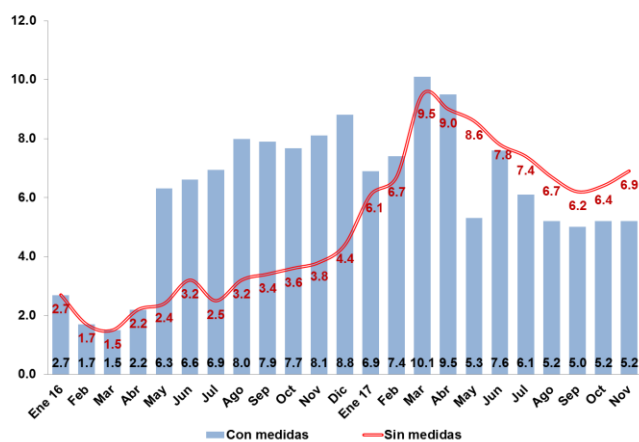
Recaudación Tributaria (1) (2)  
Años: 2016-2017  
(Porcentajes)



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

#### Gráfica 49

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



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

Con relación al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de

<sup>30</sup> Por otra parte, cabe agregar que la apreciación del tipo de cambio nominal permitió economías presupuestarias en el pago del servicio de la deuda pública expresada en moneda extranjera y en la adquisición de bienes y servicios de origen importado; asimismo, contribuyó a reducir el indicador del saldo de la deuda pública externa como porcentaje del PIB.

noviembre de 2017, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q52,450.6 millones, equivalente a 97.7% de la meta para dicho periodo (Q53,708.6 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q1,258.0 millones (2.3%).

#### b) Gastos

Al 30 de noviembre de 2017, el gasto público aumentó 4.1%, respecto de similar periodo del año anterior, apoyado por el aumento en la disponibilidad de recursos en la caja fiscal del gobierno, así como por una mejora en la programación, derivado de la aprobación de cuotas financieras cuatrimestrales; en contraste, el mismo fue moderado por la baja ejecución en algunas entidades de gobierno que han enfrentado limitaciones para el cumplimiento de las normas presupuestarias, así como por la baja ejecución del gasto financiado con préstamos externos. Como resultado, el grado de ejecución presupuestaria fue inferior al observado el año previo.

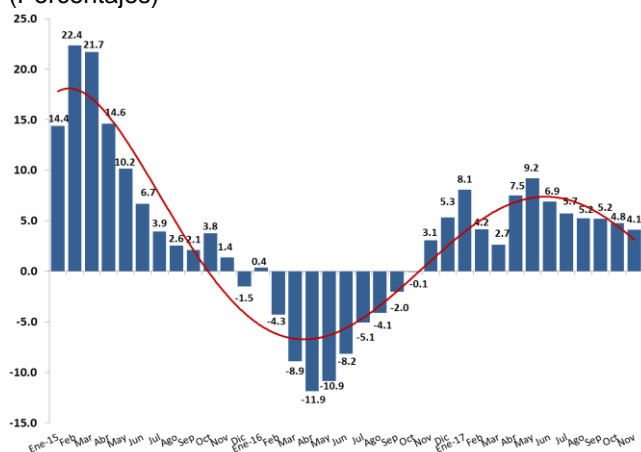
Los gastos de funcionamiento aumentaron 3.3% y los de capital 8.5%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes crecieron 11.4%, destacando los mayores recursos destinados hacia las pensiones y jubilaciones, al Instituto Nacional de Electrificación, a las 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 (4.3%). Por su parte, el gasto de capital, aunque muestra un mayor dinamismo dicho comportamiento se debe a la baja ejecución registrada el año previo.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 77.4%, inferior a la registrada en 2016 (80.8%). Los mayores porcentajes de ejecución se observan en las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (84.1%), el Servicio de la Deuda Pública (80.9%) y en el Ministerio de Educación (79.3%); en tanto que dentro de las entidades que registraron los menores porcentajes

de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (50.5%) y el Ministerio de Desarrollo Social (38.3%).

### Gráfica 50

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



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a noviembre de 2017.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

### c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de noviembre, resultó en un déficit fiscal de Q2,071.8 millones (0.4% del PIB), menor al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q2,280.6 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q1,522.2 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q528.3 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q2,684.0 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q5,806.8 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,277.9 millones, primas netas por colocación de deuda interna por Q156.2 millones, vencimientos por Q1,981.3 millones y amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala del ejercicio contable 2015 por Q646.0 millones (de un total de Q1,449.0 millones). Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un

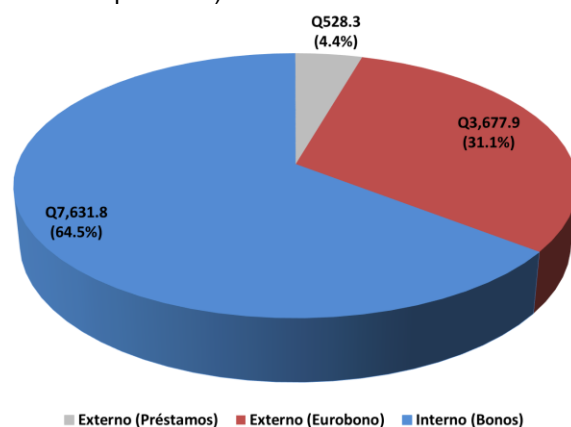
aumento en la caja del Gobierno Central por Q5,257.2 millones.

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 30 de noviembre, se había colocado el 90.9% del monto autorizado, Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) en el mercado internacional a 10 años plazo con tasa de interés de cupón de 4.375% y tasa de rendimiento de 4.50%; asimismo, se colocaron Q7,631.8 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento 14/11/2018, 26/07/2022, 15/12/2027, 02/08/2029 y 27/04/2032 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.25%, 5.50%, 6.89%, 6.93% y 7.09%, respectivamente.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q71,938.4 millones, mayor en Q6,296.6 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,233.9 millones, mayor en US\$218.4 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones).

### Gráfica 51

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)  
Año: 2017  
(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de noviembre de 2017.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

### C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2017

Conforme el calendario previsto para 2017, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

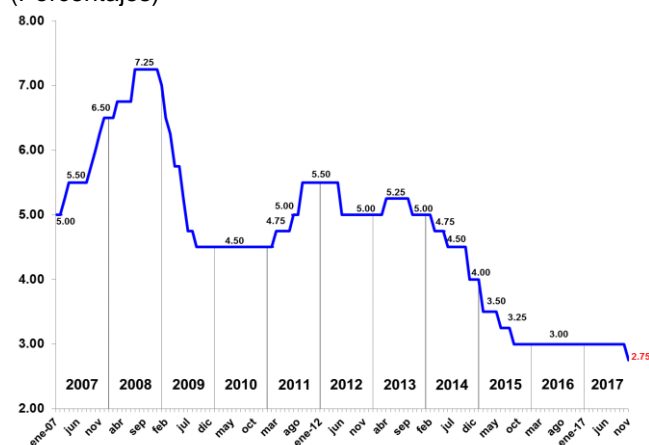
Con excepción de la reunión de noviembre, cuando redujo la tasa de interés líder en 25 puntos básicos, la Junta mantuvo dicha tasa en 3.00%, por lo que al finalizar el año, la tasa de interés líder de política monetaria se ubicó en 2.75%.

Para esas decisiones, la Junta tomó 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 a nivel mundial continuaron reflejando mejores perspectivas, tanto para 2017 como para 2018, aunque con riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que los pronósticos de los precios de las principales materias primas permanecieron estables, en niveles aún bajos. En el ámbito interno, destacó que algunos indicadores de actividad económica reflejaron un comportamiento dinámico (comercio exterior y remesas familiares); en contraste, el crédito bancario al sector privado y el gasto público, aunque crecieron mantuvieron una tendencia a la desaceleración. En cuanto a la inflación, reiteró que el pronóstico de la inflación total y las expectativas para el cierre de 2017 y para 2018, se ubican dentro del margen de tolerancia de la meta; mientras que el pronóstico de la inflación subyacente se situó a lo largo del año alrededor del límite inferior del margen de tolerancia de dicha meta. En la reunión de noviembre, la Junta consideró además, que el impulso fiscal esperado para la actividad económica en 2018 podría no materializarse, que habría aumentado el riesgo de que por factores extraeconómicos se prolongara la fase descendente del ciclo económico y que las condiciones de inflación subyacente observadas y proyectadas continúen siendo relativamente benignas, aunque se destacó que el relajamiento monetario adicional debía ser moderado.

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

#### Gráfica 52

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



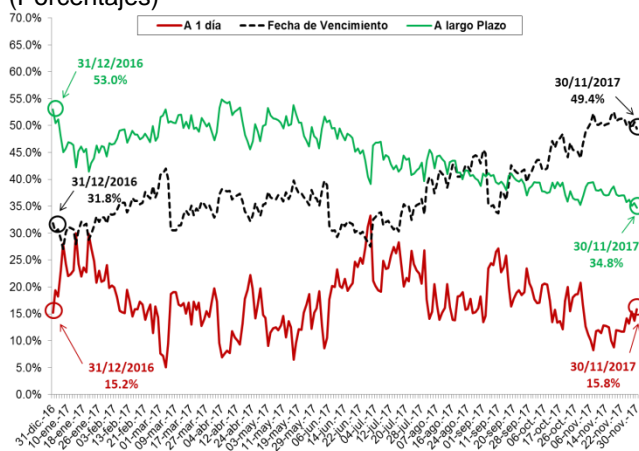
(1) Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. A lo largo del año se registraron excedentes de liquidez por encima de los estimados en diciembre del año previo, asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario; al 30 de noviembre, las referidas operaciones crecieron Q11,970.4 millones (superior al estimado en el programa monetario de finales del año anterior), monto del cual el 72.4% corresponde al sector privado y el 27.6% a entidades públicas. El monto de las OEM colocado a un día prácticamente no cambió, al mantenerse cercano a 15.5%; sin embargo, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento,

pasó de 31.8% en diciembre de 2016 a 49.4% al 30 de noviembre de 2017, aumento que se explica por la caída en la proporción de OEM colocado a largo plazo, que disminuyó en 18.2 puntos porcentuales (de 53.0% en 2016 a 34.8% en 2017). El costo de dichas operaciones monetarias equivale a 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

### Gráfica 53

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de noviembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

Para la conducción de la política monetaria, bajo el esquema de metas explícitas de inflación, se requiere de un régimen de flexibilidad cambiaria, que coadyuve a que el banco central focalice sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental (estabilidad en el nivel general de precios) y que la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuya a absorber los choques externos. No obstante, la flexibilidad cambiaria no significa que el banco central deje de participar en el mercado de divisas en situaciones determinadas o excepcionales, ya sea porque se evidencia demasiada volatilidad o porque existen circunstancias que requieren de la moderación de movimientos inusuales y significativos en el comportamiento del tipo de cambio nominal.

Para cumplir con dicho propósito, el Banco de Guatemala, conforme a la política cambiaria vigente, utiliza una regla de participación en el mercado

institucional de divisas, que es transparente, simétrica y ampliamente conocida por todos los participantes en dicho mercado, cuyo objetivo primordial es el de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. Adicionalmente, con el propósito de hacer más eficiente su participación en el referido mercado cambiario y de moderar su volatilidad, el Banco Central efectuó, como se indicó, varias modificaciones operativas con el propósito de elevar la eficiencia de su participación en el mercado mediante dicha regla.

Al 30 de noviembre de 2017, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario implicó compras por US\$2,359.4 millones y ventas por US\$32.0 millones, representando una proporción del volumen negociado en el mercado institucional de divisas de 6.01% las compras y 0.08% las ventas, lo cual confirma, por una parte, la flexibilidad del mercado cambiario guatemalteco, en el que el tipo de cambio nominal es determinado, fundamentalmente, por las fuerzas del mercado y, por la otra, que la participación del Banco Central mediante la regla cambiaria es relativamente baja respecto del volumen negociado.

Por otra parte, conforme al mecanismo previsto en la política cambiaria vigente, de captación de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América para regular la liquidez en moneda extranjera, el Banco de Guatemala, a partir del 27 de febrero, inició la captación de depósitos a plazo en dólares estadounidenses, mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Al 30 de noviembre se efectuaron colocaciones por US\$337.7 millones (US\$51.5 millones a 91 días, US\$47.1 millones a 182 días y US\$239.1 millones a 273 días) y hubo vencimientos por US\$123.6 millones, por lo que el saldo al finalizar noviembre fue de US\$214.1 millones.

## IV. ESTIMACIONES DE CIERRE 2017 Y PERSPECTIVAS PARA 2018

### A. DEL ENTORNO EXTERNO

#### 1. Crecimiento económico

En el documento relativo a las perspectivas de la economía mundial (publicado en octubre del presente año), el FMI estimó que el crecimiento económico mundial, tanto para 2017 como para 2018, sería ligeramente superior al previsto en abril de 2017, debido principalmente, a la recuperación del comercio internacional, al incremento en la inversión privada, al dinamismo de la producción manufacturera y a los elevados niveles de confianza (empresarial y del consumidor). Este escenario considera, tanto para la Zona del Euro como para la República Popular China, un mejor desempeño respecto de lo esperado, pero una moderada revisión a la baja para Estados Unidos de América, ante los débiles resultados de su actividad económica durante el primer trimestre y las dificultades que a lo largo del año enfrentó la administración Trump para aprobar las medidas de estímulo fiscal anunciadas a inicios de año. Por su parte, el FMI advierte que persisten riesgos a la baja en el mediano plazo, relacionados, fundamentalmente, con el sesgo proteccionista en algunas de las principales economías avanzadas, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, el débil incremento de la productividad, la desigualdad del ingreso y la intensificación de las tensiones geopolíticas.

El FMI estima que la actividad económica mundial registraría un crecimiento de 3.6% en 2017 y de 3.7% en 2018, tasas superiores a la observada en 2016 (3.2%). Las economías avanzadas crecerían 2.2% en 2017 y 2.0% en 2018, resultado de los mayores volúmenes de comercio internacional y de inversión, apoyados por la mejora en la demanda externa y los elevados niveles de confianza empresarial. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% en 2017 y 4.9% en 2018, impulsadas, principalmente, por las condiciones financieras aún benignas y la

recuperación de las economías avanzadas; destacando que en la República Popular China se registraría una tasa de crecimiento levemente superior a la de 2016; en India continuaría el dinamismo del crecimiento económico; mientras que en Rusia y Brasil, se observaría un mejor desempeño, dado que se encuentran en la fase de recuperación, luego de las recesiones que experimentaron recientemente.

En lo que respecta a las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento de 2.2% en 2017 y de 2.3% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo privado, en un ambiente de condiciones financieras aún favorables, un mercado laboral robusto y una sólida confianza empresarial y de los consumidores. Sin embargo, persiste la incertidumbre sobre las políticas económicas que la administración Trump pueda adoptar, particularmente en materia fiscal. En efecto, a pesar de que el 2 de diciembre el Senado de ese país aprobó la propuesta de reforma al código tributario del presidente Trump, aún queda pendiente el proceso de negociación para conciliar las diferencias con la propuesta de la Cámara de Representantes (aprobada el 16 de noviembre), dado que una vez que se defina un texto armonizado debe ser sometido nuevamente a votación en ambas cámaras, antes de que pueda ser promulgado por el presidente estadounidense. Las reformas a dicho código contemplan diversas deducciones impositivas, destacándose: i) la reducción de los tramos de ingresos afectos a impuestos; ii) la disminución de los impuestos a las empresas y sociedades; y iii) la exención para empresas estadounidenses por la repatriación de las utilidades generadas en el extranjero. No obstante, entre los cambios que el Senado introdujo a la versión de la Cámara de Representantes se encuentran: el aumento de los tramos de ingresos individuales (de cuatro a siete); la permanencia del impuesto estatal (impuesto sobre herencias); y la aplicación de la reducción de la



tasa del impuesto corporativo a partir del próximo año fiscal, en lugar del año vigente<sup>31</sup>. Se considera que la propuesta final todavía podría aprobarse en 2017. Según la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), la reforma incrementaría el déficit del gobierno federal en US\$1.4 billones en los próximos diez años; no obstante, el proyecto de ley estima que el estímulo económico que brindarían las reducciones fiscales compensaría los menores ingresos tributarios.

La Reserva Federal, por su parte, estima que la actividad económica mantendría un ritmo de expansión moderado, cercano a su potencial, dado que, si bien los efectos de los huracanes *Harvey*, *Irma* y *María* la habrían afectado moderadamente en el corto plazo, resulta poco probable que estos acontecimientos alteren sustancialmente la dinámica del crecimiento en el mediano plazo, dado que el mercado laboral seguiría fortaleciéndose.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 2.2% en 2017 y se desaceleraría a 1.9% en 2018. Dicho crecimiento, aunque leve, se atribuye, fundamentalmente, a la resiliencia del consumo privado y a la mayor demanda externa, apoyada por políticas fiscales moderadamente expansivas en algunas de las principales economías de la Zona y la continuidad de una política monetaria altamente expansiva; así como una menor incertidumbre en el ámbito político, lo cual reforzaría la confianza del sector privado y continuaría impulsando la inversión y el empleo.

En el Reino Unido, la actividad económica crecería 1.6% en 2017 y se moderaría a 1.5% en 2018, ante la desaceleración del consumo privado, en respuesta a la reducción del ingreso de los hogares, derivado de la depreciación de la libra esterlina, efecto que sería compensado, parcialmente, por el aumento de las exportaciones y de la inversión privada. Sin embargo, las perspectivas continúan inciertas y dependen, en

<sup>31</sup> Según la propuesta de la Cámara de Representantes la reducción aplicaría una vez promulgada la ley; es decir, en el año fiscal 2017-2018; en tanto que, la propuesta del Senado sería con vigencia a partir del año fiscal 2018-2019.

buena medida, de las nuevas condiciones económicas, financieras y comerciales que logre negociar con la Unión Europea, en el marco del *Brexit*.

En Japón, el crecimiento económico continuaría siendo positivo, pero aún moderado (1.6% en 2017 y 1.1% en 2018), apoyado por el fortalecimiento de la demanda externa, especialmente del sudeste asiático, el mantenimiento de condiciones monetarias expansivas y medidas de estímulo fiscal, aunque se prevé que el apoyo de dichas políticas económicas se moderaría el próximo año.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque existe heterogeneidad a nivel de países, en conjunto continúan contribuyendo de manera relevante al crecimiento de la actividad económica mundial y en una proporción mayor que las economías avanzadas. En la República Popular China, el crecimiento económico sería de 6.8% en 2017 y 6.5% en 2018, impulsado, principalmente, por las políticas de estímulo fiscal, particularmente las destinadas a incrementar la inversión pública, lo cual contribuiría al cumplimiento del objetivo de las autoridades chinas de duplicar el PIB real entre 2010 y 2020. Cabe destacar que la desaceleración prevista en el mediano plazo está determinada por la agenda económica orientada a reequilibrar su modelo de crecimiento, haciéndolo menos dependiente de la inversión y de las exportaciones; no obstante, prevalecen importantes retos en materia de vulnerabilidad financiera, principalmente relacionados con el alto nivel de apalancamiento.

En América Latina, el crecimiento económico registraría una recuperación tanto en 2017 como en 2018; sin embargo, dicho crecimiento continuaría siendo bajo y con un alto grado de heterogeneidad entre los países de la región; destacando la recuperación de Brasil, Argentina y Ecuador, la menor contracción económica en Venezuela y la relativa estabilidad en el crecimiento de los países de Centroamérica. Adicionalmente, las perspectivas de la región responden, principalmente, al mayor impulso del sector externo,



resultado de la ligera mejora en los términos de intercambio y de la creciente demanda externa, dado que persistiría la debilidad de la demanda interna, ante el pesimismo reflejado en los indicadores de confianza económica, la debilidad de los mercados laborales y la incertidumbre política prevaeciente en algunos países, lo que podría desacelerar la inversión interna. La actividad económica de la región, en promedio, crecería 1.2% en 2017 y 1.9% en 2018.

En Brasil, luego de dos años de recesión, el crecimiento económico retornaría a tasas positivas (0.7% en 2017 y 1.5% en 2018), resultado del incremento de las exportaciones y de la estabilización de la demanda interna y, en menor medida, de la postura expansiva de la política monetaria; no obstante, la incertidumbre política continuaría incidiendo en la recuperación económica, en la medida en que afecte la confianza del sector privado y las decisiones de inversión.

En México, la actividad económica se desaceleraría a un ritmo de 2.2% en 2017 y 2.1% en 2018 (2.3% en 2016), reflejando el moderado crecimiento del consumo y la debilidad de la inversión, principalmente ante la reducción del gasto en infraestructura pública. Sin embargo, las perspectivas económicas continúan presentando una alta incertidumbre, relacionadas con el complejo entorno externo, ante las preocupaciones sobre el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés), así como por los efectos de la reforma fiscal en Estados Unidos de América. A mediano plazo, las reformas estructurales implementadas en el sector financiero y en el de energía y telecomunicaciones, así como en el mercado de trabajo, contribuirían a impulsar su crecimiento.

En Chile y Colombia, el crecimiento económico se ralentizaría en 2017 (1.4% y 1.7%, en su orden), acelerándose en 2018 (2.5% y 2.8%, respectivamente), debido a la lenta recuperación de la inversión y los bajos niveles de confianza de los agentes económicos, a pesar

de políticas monetarias laxas y, en el caso de Colombia, de una política fiscal menos restrictiva.

En Centroamérica, el crecimiento económico se mantendría estable, ubicándose en 3.6% en 2017 y 3.4% en 2018, apoyado por el dinamismo del consumo privado, debido, en alguna medida, al aumento de las remesas familiares, particularmente en Guatemala, El Salvador y Honduras, pero también por las mejores expectativas respecto del desempeño de la actividad económica estadounidense, su principal socio comercial. No obstante, prevalecen los riesgos relativos al alcance que tendrían las reformas migratorias en ese país.

## 2. Inflación internacional

La inflación internacional se ha estabilizado en niveles similares a los registrados el año anterior. En el caso de las economías avanzadas, reflejo de la moderación de los precios de la energía y el efecto de algunos factores transitorios y, en el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, de la apreciación de sus monedas y la relativa estabilidad en los precios del petróleo.

De acuerdo con las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.2% tanto en 2017 como en 2018. En las economías avanzadas se ubicaría en 1.5% y 1.9%, en su orden; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en 4.5% y 4.2%, respectivamente.

En Estados Unidos de América, a pesar del fortalecimiento del mercado laboral y la depreciación del dólar estadounidense, las presiones inflacionarias permanecerían contenidas, por lo que la inflación se situaría en 1.8% en 2017 y 2.3% en 2018, facilitando el proceso de normalización de la política monetaria; no obstante, la potencial expansión de la política fiscal podría ejercer presiones adicionales al alza y condicionar el sesgo de la política monetaria.

En la Zona del Euro, la inflación se mantendría estable en el corto plazo, influenciada, principalmente, por el comportamiento de los precios de la energía; aunque la fortaleza de la demanda interna, la mejora del

mercado laboral y el aumento de los salarios, podría inducir a algunas presiones inflacionarias. Además, para ello el Banco Central Europeo estima que aún sería necesaria una postura expansiva de la política monetaria que oriente la inflación a niveles cercanos a la meta de largo plazo (2.0%), dado que en los próximos años aún permanecería por debajo de ese nivel (1.1% en 2017 y 1.6% en 2018).

En el Reino Unido, el incremento de los costos de las importaciones, reflejo de la depreciación cambiaria, continuaría provocando que la inflación supere la meta de 2.0% establecida por el Banco de Inglaterra, al situarse en 2.8% en 2017 y 2.6% en 2018.

En Japón, prácticamente no habría inflación en 2017, de situarse en 0.1% y crecería levemente a 0.6% en 2018, a pesar de los efectos de políticas monetaria y fiscal ampliamente acomodaticias.

En la República Popular China, la inflación se mantendría moderada y por debajo de la meta, situándose en 2.3% en 2017 y 2.4% en 2018, debido, entre otros factores, a los menores precios de los alimentos, el endurecimiento de las condiciones monetarias y el fortalecimiento del yuan.

En América Latina, la inflación se ubicaría en 4.2% en 2017 y en 3.6% en 2018, aunque con considerables diferencias entre países. En Brasil, se reduciría a 3.6% en 2017 y aumentaría levemente a 4.0% en 2018, como consecuencia del desvanecimiento de importantes choques de oferta, la brecha del producto aún negativa y la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal. En México, la inflación se ubicaría en 6.1% en 2017, por arriba del rango establecido por el Banco de México, como consecuencia del incremento reciente en los precios de productos agropecuarios, los cambios en las tarifas de transporte y la depreciación acumulada del tipo de cambio nominal; en tanto que en 2018 se ubicaría en 3.5%, acorde con la trayectoria convergente de la inflación hacia la meta, ante el desvanecimiento de los ajustes antes mencionados y la ausencia de presiones significativas de demanda agregada. En Chile

y Colombia, la inflación se desaceleraría en 2017, al ubicarse en 2.4% en Chile y 4.0% en Colombia, en ambos casos dentro del rango meta. En 2018, la inflación se estima que se sitúe en 2.9% y 3.1%, respectivamente. En Perú, la inflación se ubicaría en 2.7% en 2017 y 2.5% en 2018. Finalmente, en Centroamérica, la inflación registraría un aumento moderado, situándose, en promedio, en 3.6% en 2017, asociada, en buena medida, a la reversión del choque de oferta favorable relativo al precio interno de los combustibles y a mayores precios de los alimentos en algunos países; mientras que para 2018 se ubicaría en 4.0%.

## Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	1.5	2.2	2.3	2.2	1.8	2.3
El Salvador	2.4	2.3	2.1	-0.9	2.4	2.0
Honduras	3.6	4.0	3.6	3.3	4.5	4.0
Zona del Euro	1.8	2.2	1.9	1.1	1.1	1.6
México	2.3	2.2	2.1	3.4	6.1	3.5
<b>Otros socios</b>						
Colombia	2.0	1.7	2.8	5.7	4.0	3.1
Japón	1.0	1.6	1.1	0.3	0.1	0.6
Brasil	-3.6	0.7	1.5	6.3	3.6	4.0
Chile	1.6	1.4	2.5	2.8	2.4	2.9
Perú	4.0	2.7	3.8	3.2	2.7	2.5
Reino Unido	1.8	1.6	1.5	1.2	2.8	2.6
República Popular China	6.7	6.8	6.5	2.1	2.3	2.4
<b>Mundial</b>	3.2	3.6	3.7	3.1	3.2	3.2
<b>-Economías avanzadas</b>	1.7	2.2	2.0	1.5	1.5	1.9
<b>-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo</b>	4.3	4.6	4.9	4.2	4.5	4.2
<b>-América Latina y el Caribe (1)</b>	-0.9	1.2	1.9	4.6	4.2	3.6
<b>-América Central</b>	3.6	3.6	3.4	2.1	3.6	4.0
<b>Principales socios (2)</b>	1.9	2.3	2.3	1.9	2.6	2.5

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

## B. DEL ENTORNO INTERNO

### 1. Balanza de pagos

#### a) Para 2017

Tomando en consideración la coyuntura económica mundial, el volumen de comercio exterior, la leve recuperación del precio internacional de las materias primas y las perspectivas de crecimiento interno, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 2.1% del PIB en 2017 (US\$1,594.0 millones), mayor al registrado en 2016 de 1.5% del PIB (US\$1,023.4 millones). Dicho resultado se explicaría por el superávit de las transferencias corrientes netas (US\$9,087.4 millones), que estaría asociado, principalmente, al crecimiento previsto de 15.5% en las remesas familiares para finales

de 2017, el cual sería compensado, parcialmente, por los saldos deficitarios de la balanza comercial (US\$5,577.2 millones), de la renta (US\$1,740.1 millones) y del rubro servicios (US\$176.1 millones), ver Anexo 1.

El déficit en la balanza comercial aumentaría 7.5% respecto del año anterior, resultado de incrementos, tanto en el valor de las exportaciones (6.0%), como de las importaciones (6.5%). El valor FOB de las exportaciones se situaría en US\$11,215.0 millones, mayor en US\$633.9 millones respecto de 2016. Dicho resultado refleja, el aumento previsto en el valor de los principales productos de exportación por US\$304.6 millones (12.3%) y de 4.1% de los otros productos (US\$326.0 millones).

En el aumento estimado de las exportaciones de los principales productos, el valor de

las exportaciones de banano pasaría de US\$700.2 millones en 2016 a US\$794.2 millones en 2017 (13.4%), ese incremento del volumen fue posible dado el aumento de las áreas de cultivo, mientras que la mejora del precio reflejó la reducción, que por condiciones climáticas desfavorables, afectó en la producción en Ecuador, lo cual restringió la oferta mundial. En el caso del café, el valor exportado se situaría en US\$735.5 millones, mayor en US\$88.6 millones (13.7%) al de 2016, explicado, en el caso del volumen, por condiciones climáticas favorables y, en el caso del precio, por una cosecha menor a la esperada en Brasil y Vietnam, así como por un moderado aumento en la demanda mundial. Respecto al valor exportado de cardamomo, este alcanzaría US\$309.5 millones, mayor en US\$80.5 millones (35.2%) al valor registrado el año previo, consecuencia, fundamentalmente, del aumento en el precio internacional, ya que las condiciones climáticas adversas en India y Guatemala contrajeron el volumen. En cuanto al valor exportado de petróleo, se estima que este se sitúe en US\$116.3 millones, mayor en US\$31.8 millones (37.7%) al de 2016, asociado, principalmente, a la evolución de los precios internacionales del crudo. Por último, se anticipa un leve aumento en el valor exportado de azúcar de 1.2%, al pasar de US\$816.7 millones en 2016 a US\$826.3 millones en 2017, explicado por el alza en el precio ante la caída de la oferta de India, República Popular China y Brasil; no obstante dichas condiciones, el bajo rendimiento del cultivo en las zafas de 2015-2016 y 2016-2017, a causa de condiciones climáticas adversas en el país, no permitieron un aumento mayor en el volumen exportado.

En lo que respecta a los otros productos, los exportados a Centroamérica mostrarían un aumento de US\$126.0 millones (4.0%), principalmente por el aumento en el valor de las exportaciones de energía eléctrica, que se ubicaría en US\$102.4 millones (US\$48.7 millones en 2016) y por el incremento de grasas y aceites comestibles se situaría en US\$126.6 millones (US\$109.3 millones en 2016). En lo que

respecta a otros productos destinados al resto del mundo (4.1%), sobresalen el aumento en el valor de las exportaciones de grasas y aceites comestibles, el cual se ubicaría en US\$442.8 millones (US\$360.0 millones en 2016); artículos de vestuario US\$1,299.4 millones (US\$1,232.2 millones en 2016); caucho natural en US\$163.3 millones (US\$112.7 millones en 2016); hierro y acero en US\$120.0 millones (US\$93.0 millones en 2016), dicho aumento sería contrarrestado, parcialmente, por la disminución del valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos, que se ubicaría en US\$101.4 millones (US\$252.3 millones en 2016) y plomo en US\$251.2 millones (US\$328.0 millones en 2016), resultado de la menor actividad minera.

El valor FOB de las importaciones se situaría en US\$16,792.2 millones en 2017, mayor en US\$1,025.2 millones (6.5%) al de 2016, reflejo del aumento en el valor de los combustibles y lubricantes (17.9%), bienes de capital (7.9%) y materias primas y productos intermedios (7.2%).

En cuanto a los servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$176.1 millones, explicado, fundamentalmente, por el déficit en los rubros de transporte, servicios de seguros y otros servicios, ya que en los rubros de viajes, servicios de comunicación y servicios de gobierno hubo superávit. Por su parte, se estima un saldo deficitario de US\$1,740.1 millones en el rubro de renta.

Las transferencias corrientes registrarían ingresos netos por US\$9,087.4 millones, mayores en US\$1,128.7 millones (14.2%) a los observados en 2016, explicados, esencialmente, por el ingreso de remesas familiares que crecerían 15.5% respecto al año anterior.

Por su parte, la cuenta capital y financiera continuaría registrando un saldo positivo (US\$976.6 millones), aunque menor al de 2016 (US\$1,059.3 millones). Al desagregar el saldo de la cuenta financiera, el rubro de inversión directa en el país se situaría en US\$1,216.2 millones, mayor en US\$31.6 millones (2.7%)

al registrado en 2016. Por su parte, el rubro de inversión de cartera registraría un superávit de US\$794.8 millones (superávit de US\$677.2 millones en 2016), el cual se explica, principalmente, por la colocación en el mercado internacional de bonos del tesoro nacional por US\$500.0 millones y de títulos de deuda emitidos por el sector privado por US\$330.0 millones. El resultado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera, generaría un aumento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$2,700.0 millones.

#### **b) Para 2018**

Tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que en 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 2.0% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por el saldo superavitario de las transferencias corrientes netas, ante el crecimiento previsto de 10.5% en las remesas familiares, que sería compensado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, los servicios y la renta (ver Anexo 1).

El comportamiento del comercio exterior sería congruente con el desempeño del comercio mundial. En efecto, según el FMI, el crecimiento del volumen del comercio mundial pasaría de 4.2% en 2017 a 4.0% en 2018. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, este se situaría en US\$11,948.2 millones, mayor en 6.5% al de 2017. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$169.3 millones (6.1%) en el valor de las exportaciones de los principales productos y el de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$553.1 millones (6.7%). En el caso de los principales productos, el mejor desempeño se asociaría a mayores exportaciones de azúcar, banano, café y cardamomo como resultado de una mejora prevista, tanto en el volumen como en los precios medios de exportación, asociado a la recuperación de la demanda externa. Con relación a los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan alrededor de

5.2%; mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando 7.6%.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$17,967.1 millones (crecimiento de 7.0% respecto de 2017), que se reflejaría en aumentos en los rubros de combustibles y lubricantes (9.7%), bienes de consumo (7.0%), materias primas y productos intermedios (6.5%), bienes de capital (5.8%) y materiales de construcción (5.8%).

El superávit en cuenta corriente y el flujo de inversión extranjera directa (5.0%) permitirían aumentar los activos y disminuir algunos pasivos de residentes en el exterior, propiciando que las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementen en US\$500.0 millones<sup>32</sup>.

## **2. Actividad económica**

En el transcurso de 2017, se observó una moderación de los niveles de actividad económica, resultado, entre otros factores, de una ejecución menor a la prevista en el gasto público y la influencia de factores extraeconómicos que habrían desacelerado significativamente la inversión privada, que junto con la menor inversión pública terminaron afectando la demanda interna. Asimismo, se observó una leve desaceleración del principal componente de la demanda interna, el consumo privado. Lo anterior, se vio reflejado en el comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) y del producto interno bruto trimestral. Vale indicar que en términos reales la demanda externa, reflejaría una leve mejora en las exportaciones respecto de la contracción registrada el año previo. Para 2017, el crecimiento del PIB anual se estima en 2.8%. Por su parte, las perspectivas para 2018, con base en la última información disponible en cuanto a las proyecciones sobre la evolución de la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), así como las condiciones

<sup>32</sup> Cabe indicar que dicho aumento provendría, fundamentalmente, de la implementación del mecanismo de acumulación previsto en la política vigente.

económicas internas, anticipan un crecimiento del PIB que podría ubicarse en un rango de entre 3.0% y 3.8%. Dicho comportamiento reflejaría que la demanda interna aumentaría 3.7% en 2018 (3.0% en 2017), debido, principalmente, a que tanto el gasto de consumo de gobierno general, como la formación bruta de capital fijo se recuperarían, porque el consumo privado registraría cierta moderación, aunque seguiría siendo apoyado por el incremento en el ingreso real de los hogares, debido, entre otros factores, al dinamismo en el flujo de remesas familiares, al incremento en el salario formal, al moderado aumento en el crédito bancario al consumo y a la estabilidad el nivel general de precios. Por su parte, la demanda externa real podría aumentar dada la mayor demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país (ver Anexo 1).

mantenimiento de condiciones crediticias favorables y la estabilidad en el nivel general de precios.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se prevé un crecimiento de 3.3%, asociado, por una parte, al mayor dinamismo estimado en la importación de bienes de capital y, por la otra, a la evolución positiva de la inversión en construcción como resultado de mayores niveles de ejecución esperados en las obras de ingeniería civil por parte de la Administración Central.

#### b) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 4.1%, ante la mayor demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país, así como a expectativas de precios internacionales favorables para la mayoría de los principales productos.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 5.1% en 2018, resultado de las perspectivas de un mayor crecimiento en el volumen de importaciones de bienes de consumo; materias primas y productos intermedios; y bienes de capital.

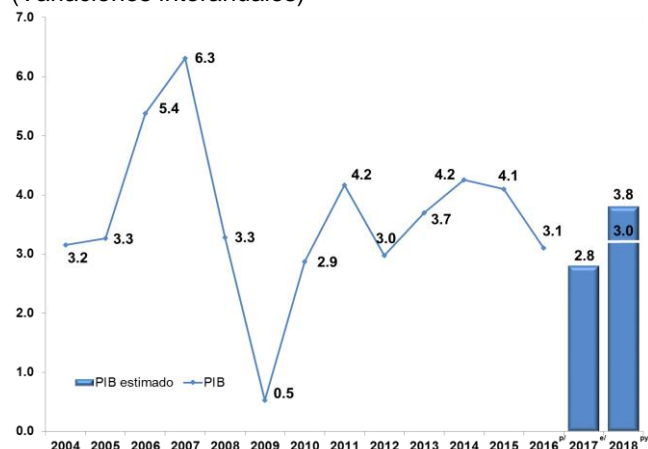
#### c) Actividad sectorial

La actividad de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.5% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.32 puntos porcentuales) se estima aumente 3.2%, debido, particularmente, a la recuperación en la producción de caña de azúcar para la zafra 2017-2018, así como por mayores niveles de producción en los cultivos de café, banano, hortalizas, frutas y palma africana, en virtud del comportamiento positivo en la demanda interna y externa de dichos productos y a condiciones climáticas favorables.

Se estima que la actividad de explotación de minas y canteras (con una participación de 0.6% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.04 puntos porcentuales) crezca 3.6%, ante a la recuperación en la extracción de minerales metálicos de reiniciar operaciones la Minera San Rafael, así como al

**Gráfica 54**

Producto Interno Bruto  
(Variaciones interanuales)



<sup>p/</sup> Cifras preliminares.

<sup>e/</sup> Cifras estimadas.

<sup>pv/</sup> Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación, se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2018.

#### a) Demanda interna

Para 2018 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.7%, impulsada, principalmente, por la evolución positiva del consumo privado, asociada al crecimiento en las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares, el



incremento en la demanda de piedra, arena y arcilla, por parte de la actividad de construcción.

Las industrias manufactureras (con una participación de 17.5% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.55 puntos porcentuales) crecerían 3.0%, influenciadas, principalmente, por la expectativa de un desempeño favorable en las actividades de alimentos, bebidas y tabaco; y de fabricación de textiles y prendas de vestir, ante expectativas de un mayor crecimiento en la demanda de dichos bienes. Además, como resultado de una mayor demanda esperada, tanto interna como externa, se espera que las actividades relacionadas con la elaboración de productos químicos; materiales de construcción; productos de metal y papel; y edición e impresión, registren un desempeño positivo.

El suministro de electricidad y captación de agua (con una participación de 3.0% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima que crezca 4.7%, en virtud del dinamismo esperado en la demanda intermedia y final de energía eléctrica; así como al comportamiento positivo de las exportaciones a la región centroamericana.

El sector de construcción (con una participación de 2.7% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 3.1% en 2018, influenciado por el incremento esperado en la ejecución de obras de ingeniería civil, por parte de la Administración Central; así como por el dinamismo previsto en la construcción de edificaciones privadas para uso residencial.

El comercio al por mayor y al por menor (con un peso relativo de 11.9% en el PIB y una contribución de 0.87 puntos porcentuales) aumentaría a un ritmo de 3.8%, en razón del comportamiento esperado en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno; así como al crecimiento en términos de volumen, de las importaciones de bienes, particularmente de consumo y materias primas.

El transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.3% en el

PIB contribuiría con 0.24 puntos porcentuales) de crecer a un ritmo de 3.1%, explicado por el incremento esperado en la demanda intermedia de transporte de carga por parte de las actividades agrícolas, industriales y comerciales; así como por la expectativa de crecimiento en el volumen de carga embarcada y desembarcada en los puertos nacionales. Por su parte, se estima que la actividad de telecomunicaciones muestre un comportamiento favorable, como resultado de la diversificación de los servicios digitales.

La intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 6.5% en el PIB y una contribución de 0.20 puntos porcentuales) crecería 5.8%, influenciado, principalmente, por la evolución prevista para el crédito al sector privado, así como por la evolución favorable de las actividades de seguros y emisores de tarjetas de crédito.

El alquiler de vivienda (con un peso relativo de 9.8% en el PIB y una contribución de 0.22 puntos porcentuales) aumentaría 3.1%, ante el dinamismo previsto en la cantidad de viviendas terminadas en 2018, consecuencia de la evolución positiva esperada en el rubro de edificaciones residenciales en la actividad de construcción.

Los servicios privados (con una participación de 15.9% en el PIB y una contribución de 0.46 puntos porcentuales) podría registrar un crecimiento de 3.6%, resultado de las perspectivas favorables en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, cuya demanda se vería favorecida, principalmente, por el incremento esperado en las actividades de comercio y en las telecomunicaciones.

La actividad administración pública y defensa (con un peso relativo de 7.5% en el PIB y una contribución de 0.15 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 2.1%, considerando el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno

Central, de acuerdo con la estimación de la situación de las finanzas públicas para el ejercicio fiscal 2018.

### 3. Sector fiscal

Considerando que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2018 no fue aprobado por el Congreso de la República<sup>33</sup>, registrará de nuevo el presupuesto del ejercicio fiscal 2017, de conformidad con lo dispuesto en el inciso b) del artículo 171 de la Constitución Política de la República de Guatemala. El presupuesto ascendió a Q77,622.6 millones, al 30 de noviembre.

Para el ejercicio fiscal 2018 se estima que los ingresos y donaciones se ubicarían en Q62,623.6 millones, mayores en Q2,328.9 millones (4.8%) respecto a la estimación de cierre de 2017, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q73,066.8 millones, monto superior en Q7,708.0 millones (11.8%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q10,443.2 millones, equivalente a 1.8% del PIB, porcentaje superior a la estimación de cierre para 2017 (1.0% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, al igual que en 2017, la principal fuente de financiamiento sería la colocación de bonos del tesoro, la cual, tomando en cuenta las condiciones financieras relativamente favorables a nivel mundial, el MFP podría realizarla en el mercado internacional<sup>34</sup>.

El financiamiento interno neto sería de Q6,484.3 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q7,142.7 millones, la amortización de deficiencias netas del Banco de

Guatemala por Q646.0 millones (menor a la solicitada de Q1,369.9 millones) y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q12.4 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q2,452.4 millones, resultado de desembolsos por Q2,637.2 millones, amortizaciones por Q3,897.3 millones y la negociación de Q3,712.5 millones de bonos del tesoro en el mercado internacional (US\$500.0 millones). Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q1,506.5 millones (ver Anexo 1).

### 4. Sector monetario

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

En los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero por motivo transacción, particularmente, en la demanda por billetes y monedas. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la expansión e incorporación de innovaciones financieras del sistema bancario nacional, facilitando al público el acceso a más servicios financieros y con menor costo, lo que, en consecuencia, ha modificado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas. Por esa razón, los nuevos patrones de comportamiento han sido considerados dentro de las estimaciones de emisión monetaria y medios de pago.

En cuanto a la demanda de emisión monetaria, esta mostró un mayor dinamismo a partir de febrero de 2017, superando desde finales de ese mes los valores estimados y registrando tasas de variación interanual de dos dígitos durante los siguientes meses. Desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que el numerario en circulación ha sido el que más se ha

<sup>33</sup> El presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2017 fue de Q76,989.5 millones, según Decreto Número 50-2016. Al 30 de noviembre de 2017, dicho presupuesto fue ampliado en seis ocasiones por un monto de Q633.1 millones, conforme a lo previsto en los artículos 97 y 98 del referido decreto. Cabe recordar que el último año fiscal para el que no se aprobó el presupuesto fue en 2014 y, para darle viabilidad a la ejecución presupuestaria, el Organismo Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas solicitó al Congreso de la República dos ampliaciones presupuestarias y la sustitución de varias fuentes de financiamiento.

<sup>34</sup> En 2017 el Ministerio de Finanzas Públicas realizó una colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones a 10 años plazo con tasa de interés de cupón de 4.375% y tasa de rendimiento de 4.50%.

dinamizado, en tanto que la caja de bancos ha mostrado un comportamiento relativamente normal. El incremento en el numerario en circulación se asocia a un aumento inusual en la preferencia por billetes y monedas en circulación, que a su vez está explicado, entre otros factores, por el crecimiento del ingreso de divisas por remesas familiares. Para el próximo año, se prevé una moderación, en línea con la normalización prevista en el flujo de remesas familiares, por lo que pasaría de un crecimiento de 14.0% en 2017 a una tasa de variación de entre 8.0% y 11.0% en 2018, variaciones asociadas más a la preferencia de efectivo que al crecimiento económico estimado y a la inflación esperada.

Por su parte, los medios de pago totales (M2) registraron, desde mediados de 2016, una moderada recuperación y se situarían a finales de 2017 en un crecimiento de 7.0%, en tanto que para 2018 se ubicarían entre 8.0% y 10.0%, reflejo de la moderada recuperación de la actividad económica. El multiplicador de dichos medios de pago continúa mostrando niveles relativamente normales, reflejo del adecuado proceso de creación secundaria de dinero y del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional.

El crédito bancario al sector privado, mostró un modesto desempeño durante el transcurso del año explicado, básicamente, por la recuperación del crédito en moneda extranjera, especialmente el otorgado al sector empresarial, pues la moderación en el crédito en moneda nacional destinado al consumo no permitió un mayor dinamismo. En efecto, la variación interanual del crédito bancario al sector privado sería de 5.0% al finalizar 2017. Para 2018, se prevé que crezca entre 6.0% y 9.0%, asociado, entre otros factores, a las expectativas de una mejora en las condiciones crediticias.

Dado que el programa monetario brinda una visión global y vincula la consistencia de las principales interrelaciones económicas, constituye una herramienta útil en la toma de decisiones, ayudando a identificar

desviaciones en diferentes variables de la economía, respecto de niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos.

El programa monetario para 2018 toma en consideración que para 2018 regirá el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado del Ejercicio Fiscal 2017, la meta de inflación de 4.0% +/-1 punto porcentual, el crecimiento previsto de la actividad económica y las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2018 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q3,842.0 millones; b) un incremento de las reservas monetarias internacionales por US\$500.0 millones que, como se indicó, contempla la implementación del mecanismo de acumulación de divisas previsto en la política cambiaria vigente; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,507.0 millones; d) un aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q1,586.0 millones; y e) un incremento en las OEM por Q1,308.0 millones (ver Anexo 1).

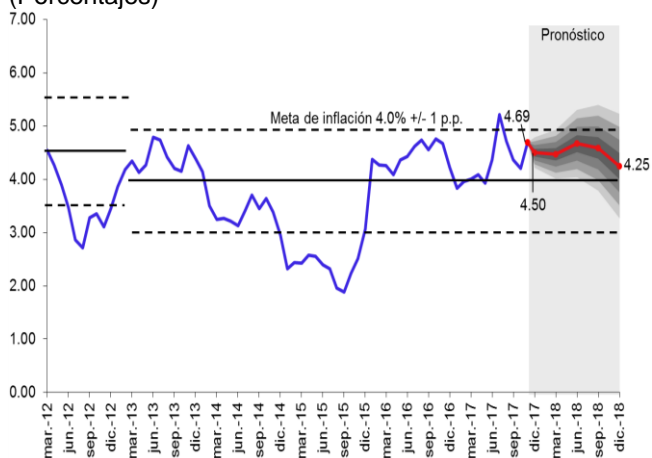
## V. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

### A. ASPECTOS GENERALES

La política monetaria, cambiaria y crediticia vigente está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014, JM-120-2015 y JM-123-2016. En la que se determinó una meta de inflación de mediano plazo a partir de 2013 de 4.0% +/- 1 punto porcentual<sup>35</sup>, la cual ha demostrado ser el ancla de la política monetaria y guía de los agentes económicos para las decisiones de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro. En la gráfica 55 se muestra que la inflación ha oscilado en torno a la meta de inflación y se prevé que, tanto en 2017 como en 2018, se ubique dentro del margen de tolerancia de la misma.

#### Gráfica 55

Ritmo Inflacionario Total (1)  
(Porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

La citada resolución establece que la política se revisara por lo menos una vez al año y, de ser el caso, se propondrán las modificaciones que se consideren convenientes.

<sup>35</sup> En el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, se incluyó un análisis detallado acerca de la idoneidad de la meta de inflación (ver páginas 62-70).

El Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), vigente en Guatemala desde 2005, establece que la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por tanto, guía las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos.

Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento al Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo a un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria. También se establece que se dará seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, cambiario, crediticio y fiscal, entre otras.

La mayoría de esas variables se sustentan en el uso de herramientas cuantitativas de pronóstico con el propósito de que exista un balance integral y suficientes elementos de juicio que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y así poder anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la trayectoria de la inflación para adoptar oportunamente las acciones pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria y brindar certeza a los agentes económicos.

En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se propone en el presente apartado es resultado del esfuerzo que se ha venido realizando para contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento, así como acciones y medidas que permitan seguir perfeccionando el uso del esquema de metas explícitas de inflación. En ese sentido, se revisó el Índice Sintético de las Variables Indicativas, mediante una actualización del peso relativo de cada variable en dicho índice, con base en un análisis

de correlación de cada variable con la inflación observada. Además, se evaluó el cálculo de la tasa de interés parámetro (la cual forma parte del conjunto de variables indicativas), lo que conllevó que se revisaron los coeficientes que reflejan la función de reacción del Banco Central ante desviaciones en las brechas que componen la tasa parámetro (brecha del producto, brecha de inflación y brecha cambiaria). La nueva ponderación enfatiza dicha reacción ante desvíos en la brecha de inflación y la aminora en el caso de las brechas del producto y cambiaria. El propósito de dichas revisiones, además de la transparencia, es perfeccionar, como se indicó, el conjunto de herramientas analíticas, incluidas en el Balance de Riesgos de Inflación que utiliza la autoridad monetaria para determinar la tasa de interés líder y su postura de política monetaria.

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación baja y estable. En ese sentido, un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques externos que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad permite que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación, lo que denota que la política monetaria no persigue ningún objetivo cambiario. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos.

En Guatemala, la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, ha sido un factor que ha brindado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación.

Por otra parte, con el objetivo de coadyuvar en la moderación del excedente de divisas en el mercado cambiario a partir de la última semana de febrero, el Banco de Guatemala dispuso utilizar otro instrumento previsto en la política cambiaria vigente, relativo a poner a disposición de los participantes del mercado cambiario la opción de constituir 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. Cabe indicar que estas operaciones resultan ser efectivas, toda vez que permiten retirar liquidez en moneda extranjera en periodos de excedentes e inyectar la referida liquidez (al vencimiento del depósito a plazo) en periodos cuando hace falta; es decir, que permite reducir las fluctuaciones abruptas en el comportamiento del tipo de cambio nominal. La disponibilidad de estos instrumentos ha permitido a las instituciones financieras que han optado por utilizar dicha opción de inversión, hacer un uso más eficiente de sus disponibilidades en moneda extranjera (sin afectar los calces de moneda, pues con esta herramienta únicamente se registra un cambio de activo en la misma moneda), dado que les ha permitido invertir sus excedentes en dólares (con un rendimiento de mercado), los cuales, de no haber sido invertidos, habrían aumentado el exceso de divisas en el mercado cambiario y, consecuentemente, generado presiones adicionales a la apreciación en el tipo de cambio nominal y en su volatilidad. Al evaluar la efectividad de dicho mecanismo, los departamentos técnicos del Banco Central determinaron que este ha sido efectivo para disminuir las disponibilidades en moneda extranjera de los participantes del mercado y, por ende, disminuir el excedente de divisas en el mercado que ha ocasionado volatilidad cambiaria, por lo que consideraron prudente que dicho mecanismo siga operando hasta que se observe un desvanecimiento del citado excedente de divisas.

Cabe mencionar que también existen otros motivos por los cuales un banco central suele participar

en el mercado cambiario, por ejemplo, fortalecer la posición externa del país, mediante incrementos en el nivel de reservas monetarias internacionales que le permitan moderar los choques de origen externo (incluidos los abundantes flujos de divisas), como ha sido la experiencia en otros bancos centrales de América Latina que utilizan el mismo esquema de política monetaria que Guatemala (en particular, Chile, México, Colombia y Perú). En ese contexto, considerado, que la captación de depósitos a plazo en dólares estadounidenses, contenidos en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, han sido efectivos para contrarrestar los excedentes de divisas en el mercado cambiario y que aún prevalece en el dicho mercado un importante excedente de oferta de divisas, el cual genera distorsiones en el comportamiento del tipo de cambio nominal, se consideró procedente continuar con la colocación de los mismos el próximo año.

Asimismo, se consideró que habría un espacio para ampliar el margen de fluctuación de la regla de participación de 0.75% a 0.80%, permaneciendo sin cambios el resto de las condiciones y características de la regla y, también la conveniencia de que la política cambiaria haga uso de la facultad prevista en resolución JM-133-2014 de participar en el mercado comprando divisas para acumular reservas monetarias internacionales. La combinación de ambas medidas, aunado a que se continúen aceptando depósitos a plazo en dólares estadounidenses de forma temporal, permitiría al Banco Central enfrentar de mejor forma los choques en el mercado cambiario, dado que, por una parte, la regla de participación y la captación de depósitos a plazo se enfocarían en atender los flujos de alta frecuencia que, en un marco de flexibilidad cambiaria, moderarían la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia y, por la otra, la acumulación de reservas monetarias internacionales se centraría en atender el excedente de divisas en el mercado cambiario, con el beneficio de que la referida acumulación le permitiría al Banco Central fortalecer la

posición externa del país, en particular para enfrentar retos provenientes de la cambiante coyuntura internacional que requerirán, eventualmente, que el Banco Central tenga que utilizar sus reservas internacionales para moderar la volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladen directamente al sector real.

Finalmente, se propone un calendario de reuniones, en el que la autoridad monetaria adoptará decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria (ver Anexo 6), el cual privilegia, entre otros aspectos, la mayor disponibilidad de información posible para la toma de decisiones por parte de autoridad monetaria.

## **B. POLÍTICA MONETARIA**

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

El Índice Sintético es un indicador que evalúa de manera integrada la orientación de política monetaria sugerida por el conjunto de variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones. En ese sentido, dado que el coeficiente de correlación entre el ritmo inflacionario observado y las variables indicativas puede cambiar en el tiempo, se procedió a incorporar la última información disponible para evaluar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustados en el seguimiento del próximo año. Derivado de lo anterior, como se muestra en el cuadro 3, la evaluación de los coeficientes de correlación sugiere que los pesos relativos de las variables indicativas se podrían ajustar, aunque de manera moderada, a fin de que el Índice Sintético mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación.



### Cuadro 3

Índice Sintético de las Variables Indicativas  
Peso Relativo Conforme el Coeficiente de Correlación  
(Porcentajes)

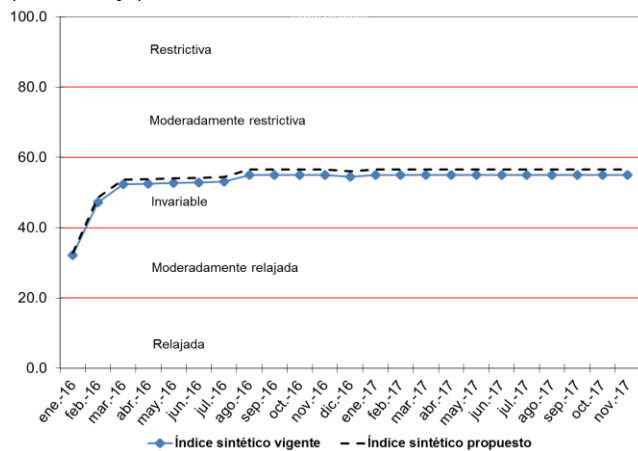
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Vigente	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario subyacente proyectado	24	25	1
Ritmo inflacionario total proyectado	23	24	1
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	21	23	2
Tasa de interés promedio de los Modelos Macroeconómicos	18	14	-4
Tasa de interés parámetro (1)	14	14	0
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>0</b>

(1) Cálculo efectuado con la tasa parámetro propuesta.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Para evaluar la consistencia de los cambios sugeridos, se realizó un ejercicio para el Índice Sintético, en el cual se construye una serie que abarca el periodo 2016-2017, utilizando los ponderadores revisados y se observa que el comportamiento del mismo es consistente con la trayectoria que se obtuvo con el Índice Sintético vigente (gráfica 56).

### Gráfica 56

Índice Sintético Vigente y Propuesto  
2016-2017  
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

## 2. Revisión de la metodología de cálculo de la tasa de interés parámetro

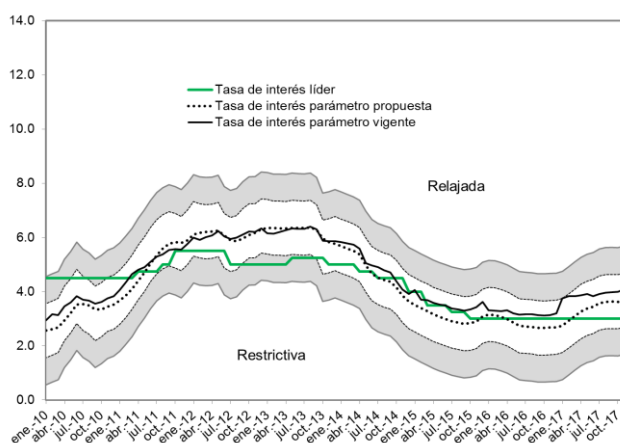
La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto, así

como de un ajuste por tipo de cambio nominal. Su resultado indica los niveles de tasas de interés que deberían de privar para ser compatibles con la meta de inflación. La orientación de política monetaria que se deriva del cálculo de la tasa de interés parámetro, se define mediante rangos que sugieren diferentes orientaciones para la tasa de interés líder de política monetaria: restrictiva, moderadamente restrictiva, invariable, moderadamente relajada y relajada. Al respecto vale destacar que, desde octubre de 2015, la tasa de interés parámetro sugirió una orientación de política monetaria invariable, consistente con la estabilidad que mostraron las brechas que la integran.

En ese sentido, dada la importancia que tiene dicho indicador en la toma de decisiones de política monetaria, así como dentro del Índice Sintético de Variables Indicativas, se procedió a evaluar, actualizar y reponderar los coeficientes que reflejan la función de reacción del Banco Central ante desviaciones en las brechas que componen la tasa parámetro (brecha del producto, brecha de inflación y brecha cambiaria). La nueva ponderación enfatiza dicha reacción ante desvíos en la brecha de inflación y la aminora en el caso de la brecha del producto y la brecha cambiaria.

## Gráfica 57

Tasa de Interés Vigente y Propuesto  
2010-2017  
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

Cabe resaltar que los resultados obtenidos sugieren que la ponderación propuesta es consistente con los determinantes de la inflación y la idoneidad de su meta. El seguimiento de la tasa de interés parámetro, para fines de orientación de política, seguiría siendo mensual.

### C. POLÍTICA CAMBIARIA<sup>36</sup>

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

En un esquema de metas explícitas de inflación, como se indicó, se considera importante la flexibilidad del tipo de cambio nominal, con el propósito de que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene solo un objetivo como ancla nominal (la inflación). Ello implica que el tipo de cambio nominal debe ser determinado por la interacción entre oferentes y demandantes en el mercado cambiario. Las principales ventajas de mantener un régimen de tipo de cambio flexible son: a) facilitar el ajuste de la economía ante choques reales; b) prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); c) evitar un ajuste más costoso en

términos de variabilidad del producto; y d) desincentivar movimientos de capitales especulativos. En ese orden de ideas, el desarrollo del sistema financiero y la credibilidad de la política monetaria, permiten que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los choques internos y externos que enfrenta la economía. En efecto, el hecho de que exista credibilidad en el control de la inflación contribuye a impedir que depreciaciones significativas en el tipo de cambio nominal generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de relativa estabilidad de precios internos, que constituye el objetivo fundamental del Banco Central.

En ese contexto, la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, orientada a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, ha desempeñado un papel trascendental en la neutralización de gran parte del exceso de oferta de divisas que se ha registrado en el mercado cambiario en los últimos años. En efecto, desde 2014 a la fecha, el Banco Central ha neutralizado US\$4,125.6 millones mediante la referida regla de participación<sup>37</sup>.

Dicha 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 la 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

<sup>36</sup> El presente apartado fue elaborado por los departamentos de Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

<sup>37</sup> Un análisis detallado de la Política Cambiaria aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2017 (recuadro 6): Política cambiaria y comportamiento del tipo de cambio nominal.

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 de participación, a efecto de que la regla respondiera más rápido a la mayor volatilidad observada a partir de mediados de enero; y iii) a partir del 3 de agosto, cuando en un mismo día se cumplen los criterios para la participación, tanto para la compra como para la venta de divisas, el Banco Central convoca a los participantes del mercado a subasta tanto de compra como de venta de dólares estadounidenses. Como resultado de dichas medidas, al 30 de noviembre de 2017, el Banco Central neutralizó US\$2,359.4 millones mediante la regla de participación.

En el contexto descrito, considerando, por una parte, que la regla contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por la otra, que la utilización de un mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales coadyuvaría a la reducción del excedente de divisas en el mercado cambiario, se considera conveniente continuar transitando hacia una mayor flexibilización cambiaria, por lo que se evaluó procedente proponer a la Junta Monetaria la ampliación del margen de fluctuación de la regla de participación de 0.75% a 0.80%, permaneciendo sin cambios el resto de las condiciones y características de la regla.

Este cambio, como se indicó, permitiría continuar con el proceso ordenado de transición hacia una mayor flexibilidad cambiaria, la que contribuiría a absorber de mejor forma los choques externos, de manera que estos afecten lo menos posible la producción y el empleo. Ese proceso de transición hacia mayor flexibilidad cambiaria en forma gradual es consistente con el esquema de metas explícitas de inflación, esquema mediante el cual ha venido operando la política monetaria desde 2005, a efecto de dar certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

## **2. Mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales**

Con relación a la conveniencia de acumular reservas monetarias internacionales (RMI), vale destacar que estas se constituyen en activos en moneda extranjera que mantiene el Banco de Guatemala como un instrumento de apoyo a la política monetaria y cambiaria, en el cumplimiento del objetivo fundamental de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

Existen varios beneficios de acumular reservas, entre los que destacan: a) la contribución a la estabilidad económica y financiera del país, en la medida que garantizan la disponibilidad de divisas para situaciones extraordinarias, que podrían generarse por choques externos que se manifiesten en un eventual retiro significativo de depósitos en moneda extranjera y una posterior salida de capitales del sistema financiero; b) la percepción acerca de la fortaleza de la moneda del país y de la solidez de la posición financiera de la economía para hacer frente a sus obligaciones con el resto del mundo; y c) que la adecuada disponibilidad de divisas contribuye a la reducción del riesgo país y a la mejora de las calificaciones crediticias, lo que redundaría en mejores condiciones para la obtención de créditos del exterior por parte del sector corporativo y, en muchos casos, a atraer flujos de inversión extranjera directa.

En ese contexto, aunque el nivel de reservas con que cuenta el Banco Central se considera apropiado, según análisis efectuados tanto por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala como por evaluaciones efectuadas por organismos financieros internacionales, como el FMI, tomando en cuenta el excedente de divisas que ha prevalecido en el mercado cambiario desde el tercer trimestre 2014, la coyuntura sugiere la conveniencia de absorber el referido excedente en los primeros meses del próximo año. En ese marco, se considera que la acumulación adicional de reservas monetarias internacionales permitiría enfrentar de mejor manera los retos que provienen de una coyuntura internacional cada vez más cambiante que, como se mencionó, podría requerir que el Banco

Central, en determinado momento, tenga que utilizar sus reservas internacionales para moderar volatilidad que podría generarse en un sentido contrario al que actualmente se observa. Es importante señalar que dicha acumulación debe efectuarse de una manera programada y gradual de manera que no se generen presiones en los mercados cambiario y monetario, conforme la práctica de otros bancos centrales que han utilizado este mecanismo. En ese sentido, los departamentos técnicos consideran que en el marco de la política cambiaria actual se podría hacer uso de la facultad prevista en la resolución JM-133-2014 en el sentido de implementar un mecanismo de acumulación de reservas por un monto de hasta US\$500.0 millones, tomando en consideración el excedente de divisas que aún prevalece en el mercado cambiario y los excedentes que podrían registrarse en los primeros meses del próximo año.

Finalmente, vale señalar que tanto el perfeccionamiento de las herramientas analíticas como las modificaciones propuestas a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, contribuirían a seguir avanzando en el perfeccionamiento del esquema de metas explícitas de inflación y, por ende, elevar la efectividad de las participaciones del Banco de Guatemala en los mercados monetario y cambiario.

## **VI. RECOMENDACIÓN**

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

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2017.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

# ANEXOS

# ANEXO 1

## BALANZA DE PAGOS AÑOS: 2016 - 2018 (En millones de US Dólares)

CONCEPTO	2016 <sup>p/</sup>	2017 <sup>e/</sup>	2018 <sup>py/</sup>	Variación			
				2017-2016		2018-2017	
				Absoluta	%	Absoluta	%
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>1,023.4</b>	<b>1,594.0</b>	<b>1,635.3</b>	<b>570.6</b>	<b>55.8</b>	<b>41.3</b>	<b>2.6</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-5,185.9</b>	<b>-5,577.2</b>	<b>-6,018.9</b>	<b>-391.3</b>	<b>7.5</b>	<b>-441.7</b>	<b>7.9</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>10,581.1</b>	<b>11,215.0</b>	<b>11,948.2</b>	<b>633.9</b>	<b>6.0</b>	<b>733.2</b>	<b>6.5</b>
Mercancías Generales	10,449.3	11,079.9	11,802.3	630.6	6.0	722.4	6.5
Principales Productos	2,477.2	2,781.8	2,951.1	304.6	12.3	169.3	6.1
Otros Productos	7,972.1	8,298.1	8,851.2	326.0	4.1	553.1	6.7
Bienes Adquiridos en Puerto	131.8	135.1	145.9	3.3	2.5	10.8	8.0
<b>Importaciones FOB</b>	<b>15,767.0</b>	<b>16,792.2</b>	<b>17,967.1</b>	<b>1,025.2</b>	<b>6.5</b>	<b>1,174.9</b>	<b>7.0</b>
Mercancías Generales	15,756.3	16,781.7	17,956.0	1,025.4	6.5	1,174.3	7.0
Bienes Adquiridos en Puerto	10.7	10.5	11.1	-0.2	-1.9	0.6	5.7
<b>B- SERVICIOS</b>	<b>-122.5</b>	<b>-176.1</b>	<b>-224.3</b>	<b>-53.6</b>	<b>43.8</b>	<b>-48.2</b>	<b>27.4</b>
<b>Créditos</b>	<b>2,776.1</b>	<b>2,849.7</b>	<b>3,050.7</b>	<b>73.6</b>	<b>2.7</b>	<b>201.0</b>	<b>7.1</b>
<b>Débitos</b>	<b>2,898.6</b>	<b>3,025.8</b>	<b>3,275.0</b>	<b>127.2</b>	<b>4.4</b>	<b>249.2</b>	<b>8.2</b>
<b>C- RENTA</b>	<b>-1,626.9</b>	<b>-1,740.1</b>	<b>-1,962.1</b>	<b>-113.2</b>	<b>7.0</b>	<b>-222.0</b>	<b>12.8</b>
<b>Créditos</b>	<b>491.8</b>	<b>550.9</b>	<b>598.3</b>	<b>59.1</b>	<b>12.0</b>	<b>47.4</b>	<b>8.6</b>
<b>Débitos</b>	<b>2,118.7</b>	<b>2,291.0</b>	<b>2,560.4</b>	<b>172.3</b>	<b>8.1</b>	<b>269.4</b>	<b>11.8</b>
<b>D- TRANSFERENCIAS CORRIENTES</b>	<b>7,958.7</b>	<b>9,087.4</b>	<b>9,840.6</b>	<b>1,128.7</b>	<b>14.2</b>	<b>753.2</b>	<b>8.3</b>
Remesas Familiares (Netas)	7,354.1	8,494.0	9,385.9	1,139.9	15.5	891.9	10.5
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>1,059.3</b>	<b>976.6</b>	<b>-1,227.6</b>	<b>-82.7</b>	<b>-7.8</b>	<b>-2,204.2</b>	<b>-225.7</b>
<b>A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>--</b>	<b>0.0</b>	<b>--</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>1,059.3</b>	<b>976.6</b>	<b>-1,227.6</b>	<b>-82.7</b>	<b>-7.8</b>	<b>-2,204.2</b>	<b>-225.7</b>
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>1,067.6</b>	<b>1,090.3</b>	<b>1,147.1</b>	<b>22.7</b>	<b>2.1</b>	<b>56.8</b>	<b>5.2</b>
En el exterior	-117.0	-125.9	-129.9	-8.9	7.6	-4.0	3.2
En Guatemala	1,184.6	1,216.2	1,277.0	31.6	2.7	60.8	5.0
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>677.2</b>	<b>794.8</b>	<b>477.4</b>	<b>117.6</b>	<b>17.4</b>	<b>-317.4</b>	<b>-39.9</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>-685.5</b>	<b>-908.5</b>	<b>-2,852.1</b>	<b>-223.0</b>	<b>32.5</b>	<b>-1,943.6</b>	<b>213.9</b>
Préstamos del Sector Público	-167.6	-283.1	-165.1	-115.5	68.9	118.0	-41.7
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-691.0</b>	<b>129.4</b>	<b>92.3</b>	<b>820.4</b>	<b>-118.7</b>	<b>-37.1</b>	<b>-28.7</b>
<b>SALDO DE BALANZA DE PAGOS</b>	<b>1,391.7</b>	<b>2,700.0</b>	<b>500.0</b>	<b>1,308.3</b>	<b>94.0</b>	<b>-2,200.0</b>	<b>-81.5</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (- aumento)<sup>*/</sup></b>	<b>-1,391.7</b>	<b>-2,700.0</b>	<b>-500.0</b>	<b>-1,308.3</b>	<b>94.0</b>	<b>2,200.0</b>	<b>-81.5</b>

CUENTA CORRIENTE / PIB

1.5

2.1

2.0

<sup>p/</sup> Cifras preliminares.

<sup>e/</sup> Cifras estimadas.

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas.

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



**GOBIERNO CENTRAL**  
**EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**  
**AÑOS: 2016 - 2018**  
(Millones de quetzales)

Concepto	2016	2017 <sup>el</sup>	2018 <sup>pyl</sup>	Variaciones 2017 - 2016		Variaciones 2018 - 2017	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>57,507.6</b>	<b>59,778.4</b>	<b>62,623.6</b>	<b>2,270.8</b>	<b>3.9</b>	<b>2,328.9</b>	<b>4.8</b>
A. Ingresos (1+2)	57,440.7	59,696.4	62,025.3	2,255.7	3.9	2,328.9	3.9
1. Ingresos Corrientes	57,436.4	59,692.6	62,020.4	2,256.2	3.9	2,327.8	3.9
a. Tributarios	54,109.5	56,395.6	58,213.8	2,286.1	4.2	1,818.2	3.2
b. No Tributarios	3,326.9	3,297.0	3,806.6	-29.9	-0.9	509.6	15.5
2. Ingresos de Capital	4.3	3.8	4.9	-0.5	-11.6	1.1	28.9
B. Donaciones	66.9	82.0	598.3	15.1	22.6	516.3	629.6
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>63,080.3</b>	<b>65,358.8</b>	<b>73,066.8</b>	<b>2,278.5</b>	<b>3.6</b>	<b>7,708.0</b>	<b>11.8</b>
A. De Funcionamiento	52,074.8	53,858.1	59,182.2	1,783.3	3.4	5,324.1	9.9
B. De Capital	11,005.5	11,500.7	13,884.6	495.2	4.5	2,383.9	20.7
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal (-) Déficit</b>	<b>-5,572.7</b>	<b>-5,580.4</b>	<b>-10,443.2</b>	<b>-7.7</b>	<b>0.1</b>	<b>-5,379.1</b>	<b>87.1</b>
<b>IV. Financiamiento Total (A + B + C)</b>	<b>5,572.7</b>	<b>5,580.4</b>	<b>10,443.2</b>	<b>7.7</b>	<b>0.1</b>	<b>4,862.8</b>	<b>87.1</b>
A. Interno (1-2+3)	4,130.2	6,070.7	6,484.3	1,940.5	47.0	413.6	6.8
1. Negociación neta de bonos del tesoro	4,018.6	6,586.3	7,142.7	2,567.7	63.9	556.4	8.4
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	646.0	646.0	646.0	0.0	0.0	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	111.6	130.4	-12.4	18.8	16.8	-142.8	-109.5
B. Externo (1-2+3)	4,124.7	1,600.0	2,452.4	-2,524.7	-61.2	852.4	53.3
1. Desembolsos	1,322.7	740.2	2,637.2	-582.5	-44.0	1,897.0	256.3
2. Amortizaciones	2,605.9	2,818.1	3,897.3	212.2	8.1	1,079.2	38.3
3. Negociación Neta EUROBONO	5,407.9	3,677.9	3,712.5	-1,730.0	-32.0	34.6	0.9
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-2,682.2	-2,090.3	1,506.5	591.9	-22.1	3,596.8	-172.1
<b>Carga tributaria</b>	<b>10.4</b>	<b>10.2</b>	<b>9.8</b>				
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.8</b>				

<sup>el</sup> Cifras estimadas del Ministerio de Finanzas Públicas.

<sup>pyl</sup> Proyección con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017 (vigente al 30 de noviembre de 2017), que regiría para el ejercicio fiscal 2018.

**PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2017 Y 2018**  
(Millones de quetzales)

Concepto	2017 <sup>a/</sup>	2018
<b>CUENTAS FISCALES</b>		
Ingresos	62,380	62,624
Egresos	72,754	73,067
Corrientes	59,097	59,182
Capital	13,657	13,885
Déficit	10,373	10,443
(% del PIB)	1.9	1.8
Financiamiento externo neto	4,888	2,452
Financiamiento interno neto	4,000	6,484
Variación de Caja (-) Aumento (+) Disminución	1,485	1,507
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>		
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>
En US\$	500	500
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>1,017</b>	<b>1,150</b>
1. Gobierno Central	1,485	1,507
2. Resto del sector público	-333	-451
3. Posición con bancos	-2,035	-1,586
Crédito a bancos	0	0
Reserva bancaria	-2,035	-1,586
4. Otros Activos Netos	1,899	1,679
Gastos y productos	1,525	1,316
Otros	374	363
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>5,017</b>	<b>5,150</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>3,433</b>	<b>3,842</b>
<b>C. EXCEDENTE ( - ) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-1,583</b>	<b>-1,308</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>-1,583</b>	<b>-1,308</b>

<sup>a/</sup> Corresponde al Programa Monetario y Fiscal presentado en la Evaluación de la Política Monetaria Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2016, y Perspectivas Económicas para 2017.

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL  
MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO  
AÑOS: 2016 - 2018**  
(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual			Tasas de variación		
	2016 <sup>p/</sup>	2017 <sup>e/</sup>	2018 <sup>py/</sup>	2016 <sup>p/</sup>	2017 <sup>e/</sup>	2018 <sup>py/</sup>
<b>1. DEMANDA INTERNA</b>				<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.7</b>
<b>GASTO DE CONSUMO FINAL</b>	<b>97.1</b>	<b>97.7</b>	<b>98.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	86.7	87.5	87.8	4.2	3.8	3.7
Gastos en consumo del gobierno general	10.5	10.3	10.2	-2.4	0.8	2.3
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO</b>	<b>14.7</b>	<b>14.6</b>	<b>14.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>3.3</b>
<b>VARIACIÓN DE EXISTENCIAS</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>			
<b>2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	<b>26.8</b>	<b>26.6</b>	<b>26.8</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>	<b>4.1</b>
<b>3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	<b>39.9</b>	<b>39.9</b>	<b>40.6</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>5.1</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)</b>				<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0 - 3.8</b>

<sup>p/</sup> Cifras preliminares.

<sup>e/</sup> Cifras estimadas.

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (3.0% - 3.8%).

**PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL  
MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN  
AÑOS: 2016 - 2018**  
(estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual			Tasas de variación			Contribución al PIB		
	2016 <sup>p/</sup>	2017 <sup>e/</sup>	2018 <sup>py/</sup>	2016 <sup>p/</sup>	2017 <sup>e/</sup>	2018 <sup>py/</sup>	2016 <sup>p/</sup>	2017 <sup>e/</sup>	2018 <sup>py/</sup>
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	13.5	13.5	3.1	2.9	3.2	0.31	0.31	0.32
2. Explotación de minas y canteras	0.8	0.6	0.6	-10.6	-23.2	3.6	-0.20	-0.35	0.04
3. Industrias manufactureras	17.7	17.6	17.5	3.6	2.2	3.0	0.62	0.41	0.55
4. Suministro de electricidad y captación de agua	2.9	3.0	3.0	5.3	5.6	4.7	0.13	0.14	0.12
5. Construcción	2.8	2.8	2.7	1.8	2.7	3.1	0.07	0.10	0.12
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.8	11.9	11.9	3.6	3.6	3.8	0.75	0.79	0.87
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.3	10.4	10.3	2.8	3.5	3.1	0.19	0.27	0.24
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6.2	6.3	6.5	8.1	5.0	5.8	0.29	0.18	0.20
9. Alquiler de vivienda	9.8	9.9	9.8	3.1	3.0	3.1	0.23	0.22	0.22
10. Servicios privados	15.7	15.9	15.9	3.1	3.6	3.6	0.38	0.47	0.46
11. Administración pública y defensa	7.7	7.6	7.5	2.2	1.8	2.1	0.19	0.14	0.15
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>				<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0 - 3.8</b>			

<sup>p/</sup> Cifras preliminares.

<sup>e/</sup> Cifras estimadas.

<sup>py/</sup> Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (3.0% - 3.8%).

## ANEXO 2

### PRINCIPALES DESAFÍOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL PAÍS

#### I. INTRODUCCIÓN

Una de las características económicas de Guatemala, es que el Producto Interno Bruto (PIB) *per cápita* (en términos reales), ha registrado tasas de crecimiento promedio moderadas, explicadas, fundamentalmente, por los bajos niveles de crecimiento económico que se han observado y que la tasa de crecimiento de la población, aunque se ha mantenido estable durante las últimas décadas, ha sido relativamente alta.

Por ello, es necesario analizar los principales desafíos que enfrenta el país para hacer que el crecimiento económico permita mejorar la calidad de vida de sus habitantes. Para abordar este análisis, el presente anexo se integra de la manera siguiente: primero, la evolución del crecimiento del PIB *per cápita* desde 1950, con el objetivo de examinar la dinámica de su crecimiento. Posteriormente, se identifican los factores que, desde un enfoque contable de Solow, contribuyen a dicho crecimiento; además, se hace una caracterización de la actividad económica medida por destino del gasto y por origen de la producción. Seguidamente, se examinan los desafíos que impiden alcanzar mayores tasas de crecimiento; para luego explicar el papel que la política monetaria tiene en la economía. Por último, se describen las principales características de la “Política Económica 2016-2020: Crecimiento Económico Sostenible e Incluyente” diseñada por el gobierno actual, la cual tiene como objetivo primordial elevar la productividad del país.

#### II. CRECIMIENTO ECONÓMICO EN GUATEMALA DURANTE EL PERIODO 1950-2017

Durante la década de los cincuenta, el crecimiento económico promedio en Guatemala fue de alrededor de 3.8%. En las dos décadas siguientes, la economía creció a un ritmo más acelerado, entre 5.0% y 5.8% anual, pero con importantes fluctuaciones que

reflejaron, entre otros factores, los efectos de la crisis del petróleo durante la década de los setenta. En la década de los ochenta, el crecimiento del PIB se redujo drásticamente, ubicándose en promedio en 0.7% anual, resultado de los efectos adversos de la crisis de la deuda externa y de la intensificación del conflicto armado interno, sobre la capacidad productiva del país. Posteriormente, en la década de los noventa y de los dos mil, se inició un periodo de crecimiento económico moderado, registrando una tasa promedio de 3.5%.

**Cuadro A2.1**

Producto Interno Bruto y Población (1) (2)  
(Porcentajes)

Períodos	PIB (precios de 2001)	Población	PIB per cápita (3) Crecimiento real	PIB per cápita En miles de US Dólares
1951-1959	3.8	2.8	1.0	240.3
1960-1969	5.0	2.7	2.3	284.7
1970-1979	5.8	2.6	3.2	588.5
1980-1989	0.7	2.4	-1.7	1,098.1
1990-1999	3.7	2.3	1.4	1,332.8
2000-2009	3.3	2.5	0.8	2,124.2
2010-2017	3.5	2.4	1.1	3,646.5
1951-2017	3.7	2.5	1.2	1,277.9
2001-2017	3.4	2.4	1.0	2,875.5

(1) Variaciones porcentuales promedio.

(2) Cifras para 2017 estimadas.

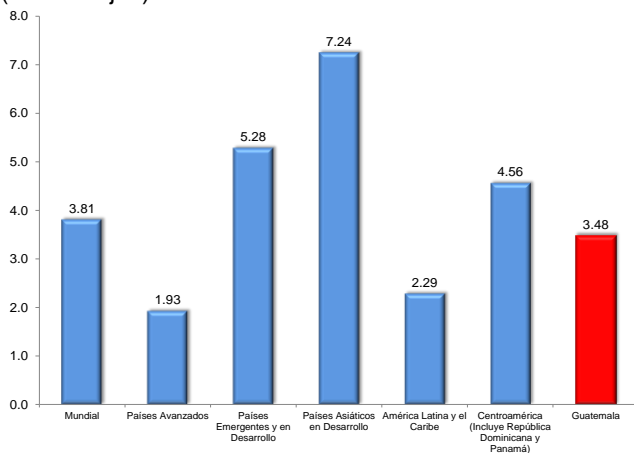
(3) Relación entre el PIB a precios constantes y la población total.

Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

De 1951 a la actualidad, la tasa de crecimiento del PIB se ha mantenido relativamente baja y constante (3.7% en promedio). El PIB *per cápita* (en términos reales), registró una variación promedio de 1.2% durante los últimos sesenta y siete años, la cual es modesta y se explica fundamentalmente porque la tasa de crecimiento de la población ha sido relativamente alta.

### Gráfica A2.1

Producto Interno Bruto por Regiones (1) (2)  
2010-2017  
(Porcentajes)

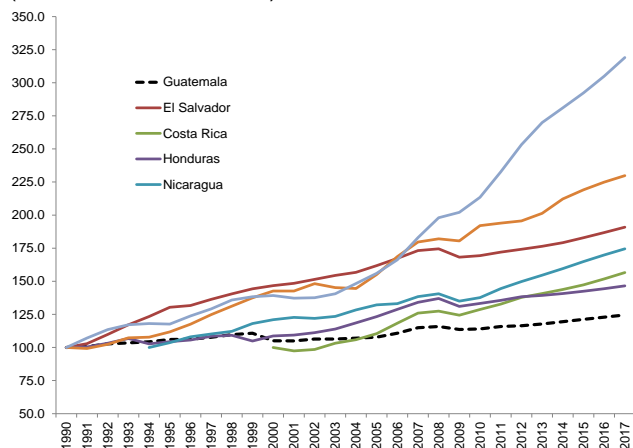


(1) Promedio de tasa de crecimiento porcentual.  
(2) Cifras de 2017 proyectadas por el FMI y el Banco de Guatemala.  
Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

El PIB de Guatemala creció, en promedio 3.48% durante el periodo 2010-2017, lo que ubica el crecimiento económico del país ligeramente por debajo de la media mundial y significativamente por debajo del grupo de países emergentes y en desarrollo, así como de varios países del sudeste asiático, pero el crecimiento de la actividad durante las últimas décadas, es ligeramente mayor al de las economías avanzadas (1.93%).

### Gráfica A2.2

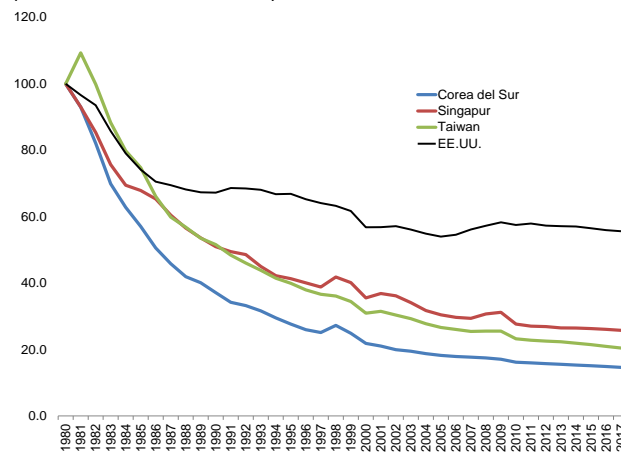
Centroamérica: PIB *Per Cápita* Real en Términos Reales  
1990-2017  
(Índice Base 1990=100)



Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

### Gráfica A2.3

Productividad: PIB *Per Cápita* Real de Guatemala Respecto a Algunos Países  
1980-2017  
(Índice Base 1980=100)



Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

El PIB *per cápita* se ha mantenido entre los más bajos de la región centroamericana (A2.2) y la brecha con los países desarrollados y los países emergentes más dinámicos se ha ampliado, en términos de productividad (A2.3).

### III. FUENTES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

En la sección anterior, se presentó gráficamente la dinámica del PIB *per cápita* (en términos reales) durante las últimas décadas, explicado por bajas tasas promedio de crecimiento del PIB, respecto de tasas relativamente altas de crecimiento poblacional, por lo que es necesario identificar las razones que han propiciado este bajo crecimiento del PIB *per cápita*.

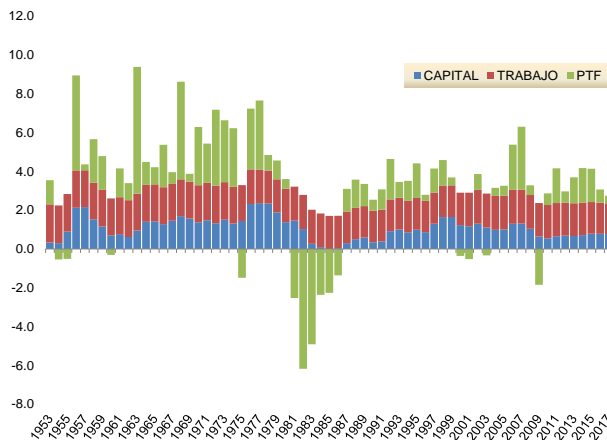
Para entender las fuentes del crecimiento económico, se debe estimar la contribución de los principales factores de la producción al crecimiento de la economía (productividad). Este método contable, desarrollado por Robert Solow (1957), relaciona la tasa de crecimiento del PIB respecto al crecimiento del capital y del trabajo, asignando al componente no explicado la categoría de crecimiento en la productividad total de los factores (PTF); por tanto, la variación en la productividad estaría asociada a mejoras tecnológicas, inversión en capital humano y cambio en el uso y administración de los recursos económicos; elementos que no estarían

contenidos dentro del crecimiento del capital y del trabajo. Para el efecto, se efectuó el ejercicio de contabilidad del crecimiento económico de 1950 a 2017, cuyos resultados se ilustran en las gráficas A2.4 y A2.5.

Como puede observarse, la tasa de crecimiento del factor trabajo se ha mantenido relativamente estable; sin embargo, el factor capital ha registrado variaciones importantes durante el periodo analizado, destacando la fuerte disminución que tuvo durante la década de los ochenta. Posteriormente, luego de una recuperación en la década de los noventa, la contribución del capital observó una tendencia negativa que duró hasta el periodo de la reciente crisis económica global (2008-2009).

### Gráfica A2.4

Producto Interno Bruto: Fuentes de Crecimiento 1953-2017 (Contribuciones porcentuales)



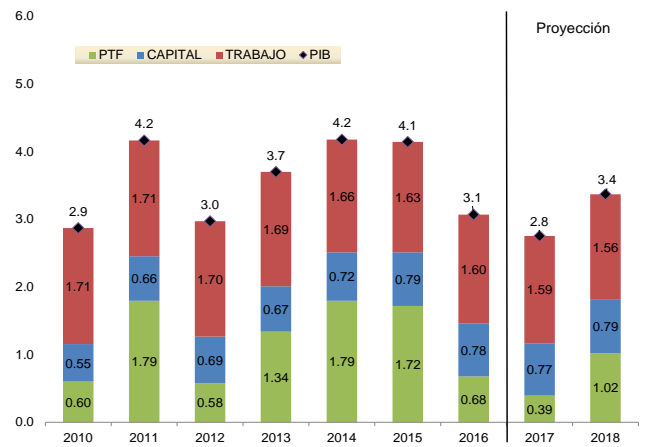
Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

Por su parte, al igual que el factor capital, la PTF disminuyó considerablemente durante la primera mitad de la década de los ochenta influenciada, como se indicó, por la crisis de la deuda externa y el conflicto armado interno. Adicionalmente, sobresale la variación negativa que este factor registró en 2009 y que estuvo asociada a la reciente crisis económica y financiera global. A partir de ese año, la PTF ha mostrado una leve recuperación, aunque no ha recuperado los niveles observados previos a la crisis.

(1)

### Gráfica A2.5

Producto Interno Bruto: Fuentes de Crecimiento 2010-2018 (1) (Contribuciones porcentuales)



(1) Cifras preliminares para 2016 y cifras proyectadas para 2017-2018.

Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

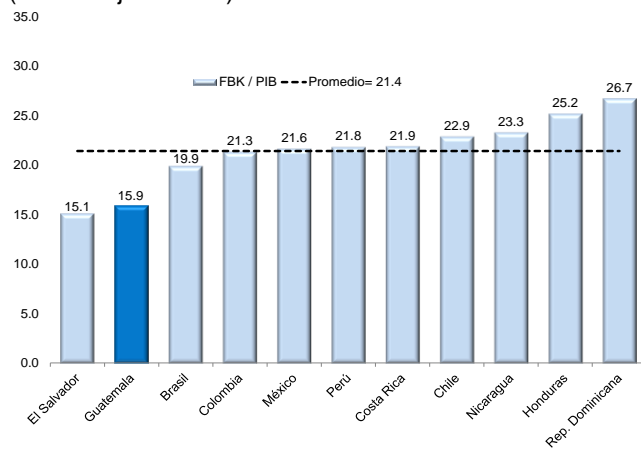
Cabe resaltar que durante los últimos cinco años la tasa de crecimiento del PIB disminuyó, en promedio, en 0.1 puntos porcentuales (a 3.6%) con respecto del promedio 1951-2017. Esta disminución obedece a un menor crecimiento del empleo y una PTF menos positiva.

La descomposición de Solow aplicada al crecimiento de los últimos sesenta y siete años en Guatemala indica que el trabajo es el principal factor que ha contribuido al crecimiento del PIB de Guatemala y, en menor medida, el capital y la PTF; sin embargo, las variaciones del residuo de Solow, es decir de la **productividad**, han sido determinantes para explicar aquellos episodios en los cuales el crecimiento económico ha sido superior al promedio (como en las décadas de los sesenta y setenta); en tanto que, la contribución del capital se ha mantenido relativamente baja. Como puede observarse en la gráfica A2.6, el capital físico en Guatemala no ha jugado un papel importante en el proceso de crecimiento económico, lo cual es resultado del bajo nivel de inversión, particularmente en infraestructura, la cual, en promedio, es inferior a la de la mayoría de países de América Latina.



## Gráfica A2.6

Formación Bruta de Capital  
1980-2017  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Departamento de Análisis Macroeconómico.

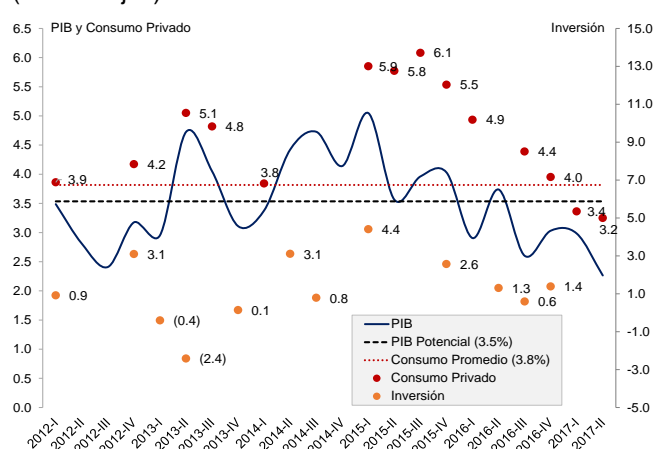
## IV. CARACTERIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

### A. ANÁLISIS POR EL DESTINO DEL GASTO

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, el crecimiento del gasto de consumo privado, en particular asociado al consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, es el componente más representativo de la demanda agregada. Este comportamiento ha sido apoyado históricamente por el incremento en los niveles de empleo e ingreso formal, el ingreso de divisas por remesas familiares y, en menor medida, el crédito bancario al sector privado destinado al consumo.

## Gráfica A2.7

PIB, PIB Potencial, Consumo Privado e Inversión  
2002-2017 (1)  
(Porcentajes)



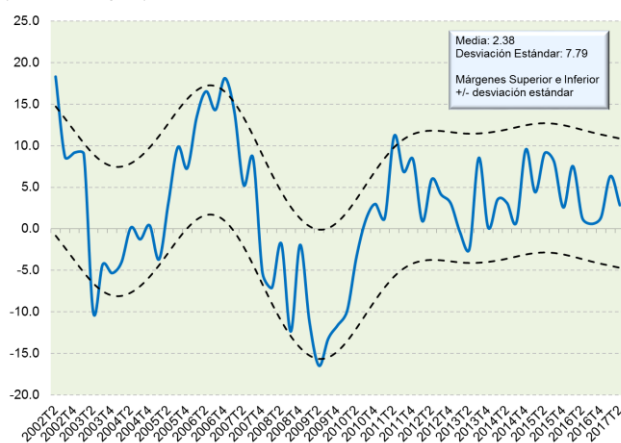
(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Como puede observarse en la gráfica anterior, el consumo privado está correlacionado positivamente con el ciclo de la actividad económica, es decir, los movimientos de estas variables ocurren en la misma dirección (prociclicidad). Cabe indicar que la correlación es más alta durante la fase de recuperación que durante la fase de contracción. En cuanto a la inversión, destaca el hecho que durante la fase de contracción, la disminución de la misma es significativamente superior a la del consumo. Además, de acuerdo con las desviaciones estándar de cada uno de los componentes del PIB por el lado del gasto, la inversión total resulta ser el componente más volátil, mientras que el consumo total el de menor volatilidad.

## Gráfica A2.8

Inversión  
2002-2017 (1)  
(Porcentajes)



(1) Variación interanual.  
Fuente: Banco de Guatemala.

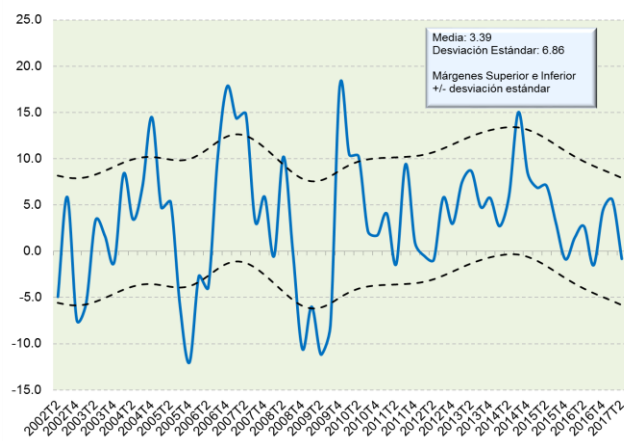
Las características descritas previamente son importantes para entender la dinámica histórica de la actividad económica del país, ya que las expansiones económicas registradas durante los últimos años han sido lideradas por el consumo privado. De hecho, el consumo privado se ha afianzado como el componente de la demanda agregada que más contribuye al crecimiento del PIB durante los periodos de auge económico. Cabe recordar que una expansión liderada por el consumo es aquel episodio en donde la actividad económica crece a una tasa más lenta que la del consumo privado. Si bien durante estos periodos 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 se desacelera, en tanto que las exportaciones netas se debilitan. Este tipo de expansiones, suelen ser seguidas por episodios de bajo crecimiento económico, lo que podría sugerir que **una condición necesaria para una expansión duradera, es un aumento de la inversión**, lo cual coincide con análisis que para Guatemala ha efectuado el FMI.

Por su parte, el análisis de las fluctuaciones de los componentes del PIB, medido por el lado de la demanda, muestra que las exportaciones son procíclicas; no obstante, las mismas dependen

principalmente de la actividad económica de Estados Unidos de América, en tanto que la evolución de las importaciones se determina, fundamentalmente, por el nivel de actividad económica y la competitividad de los bienes comercializados internamente, además de un comportamiento inercial relevante, lo que sería indicativo de la prociclicidad de las importaciones.

## Gráfica A2.9

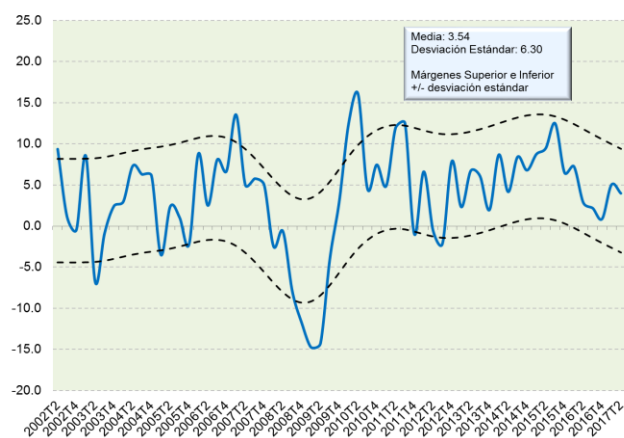
Exportaciones  
2002-2017 (1)  
(Porcentajes)



(1) Variación interanual.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## Gráfica A2.10

Importaciones  
2002-2017 (1)  
(Porcentajes)



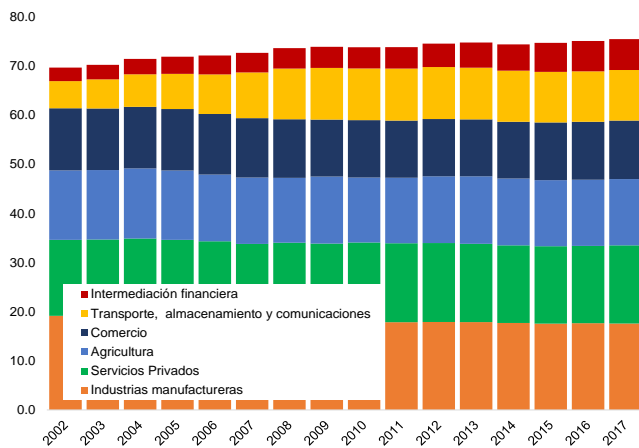
(1) Variación interanual.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Lo anterior tiene implicancias relevantes en términos de productividad y competitividad, ya que la evidencia empírica sugiere que el comercio exterior

puede mejorar la productividad de una economía, en primer lugar, porque las importaciones exponen a las empresas nacionales a una mayor presión competitiva mediante la entrada de productores extranjeros a los mercados nacionales, a la vez que les permite acceder a una mayor variedad de insumos de origen importado; en segundo lugar, porque los exportadores incrementan su propia productividad mediante el aprendizaje de su relación con los clientes del exterior, lo que se traduce en mejoras de sus procesos productivos y, en tercer lugar, porque el comercio internacional promueve la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas, generando un aumento de la productividad, tanto a nivel sectorial como a nivel agregado.

### Gráfica A2.11

Producto Interno Bruto Medido por el Origen de la Producción 2001-2017 (1) (2) (Porcentajes)



(1) Principales actividades. Estructura porcentual.  
(2) Cifras preliminares para 2016 y estimadas para 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

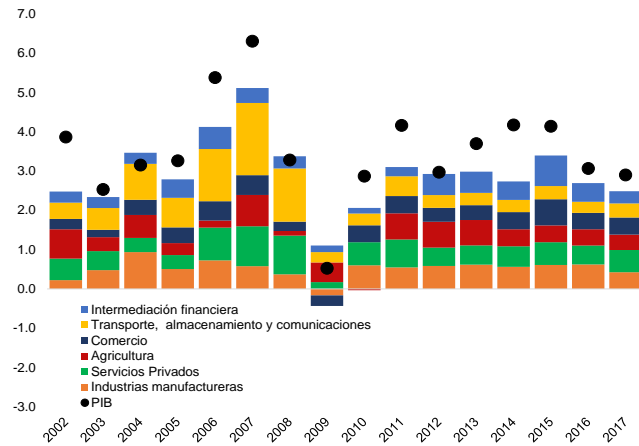
## B. ANÁLISIS POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

Por su parte, la evolución del PIB, medida por el origen de la producción (gráficas A2.11 y A2.12), muestra que la estructura de la actividad económica del país, no ha sufrido cambios significativos durante los últimos diecisiete años. Ciertamente, el desempeño de las actividades de industrias manufactureras; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; transporte

almacenamiento y comunicaciones; e intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; ha explicado, en promedio, alrededor de 75% del crecimiento económico del país.

### Gráfica A2.12

Producto Interno Bruto Medido por el Origen de la Producción 2002-2017 (1) (Porcentajes)

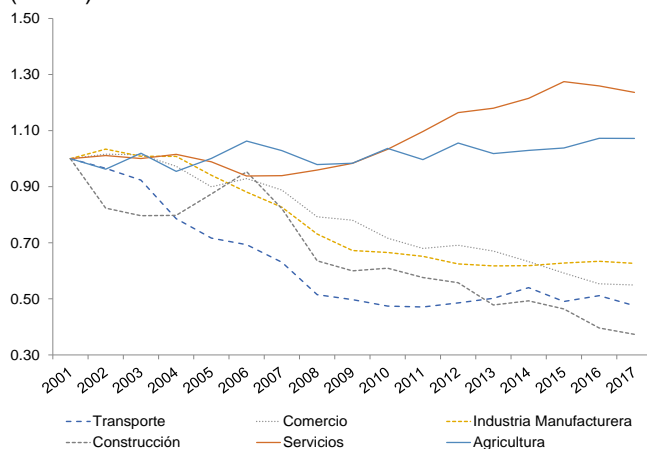


(1) Contribuciones al crecimiento.  
Fuente: Banco de Guatemala.

A pesar de que los sectores que más han contribuido, en promedio, al crecimiento económico son la industria manufacturera, la agricultura y los servicios privados, su participación ha permanecido estable en el tiempo. Por su parte, el desempeño de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, la cual ha estado influenciada, fundamentalmente, por el crecimiento de la actividad de telecomunicaciones, debido al aumento de suscriptores de telefonía móvil y a la mayor demanda de servicios de datos, ha sido la única actividad que ha aumentado su participación dentro del PIB. No obstante, en términos de costos por trabajador, tanto la actividad de servicios, como la de agricultura, han mostrado una tendencia al alza, mientras que los otros cuatro principales sectores han reducido significativamente el costo laboral unitario (gráfica A2.13).

**Gráfica A2.13**

Costo Laboral Unitario  
2001-2017 (1) (2)  
(Índice)

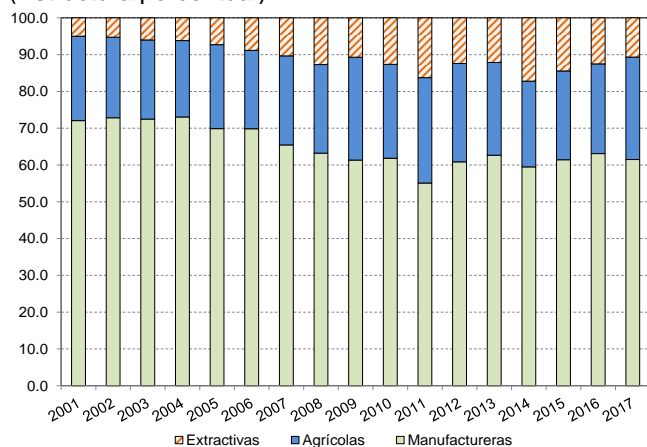


(1) Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos.  
(2) 2001=1.0.  
Fuente: Banco de Guatemala.

El aumento de la productividad en el sector de industria manufacturera se puede observar en las exportaciones de esta actividad económica como porcentaje del total (aproximadamente 65%), aunque las exportaciones del país con un mayor grado tecnológico, se han mantenido alrededor de 10.0% del total (gráficas A2.14 y A2.15).

**Gráfica A2.14**

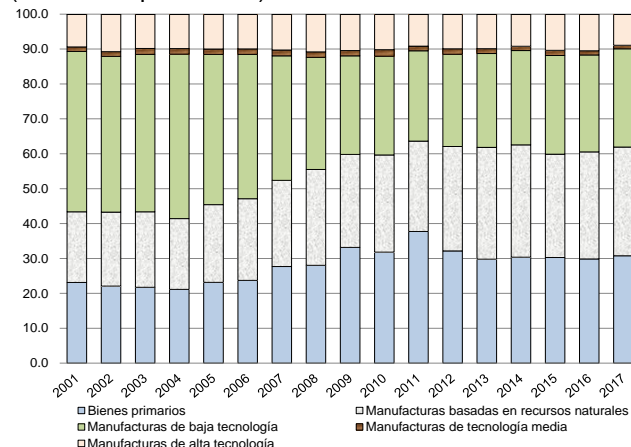
Exportaciones Totales por Tipo de Industria (1)  
(Estructura porcentual)



(1) Con información a diciembre de cada año. En el caso de 2017, las cifras son a septiembre.  
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación.

**Gráfica A2.15**

Exportaciones Totales por Tipo de Tecnología (1)  
(Estructura porcentual)



(1) Cálculos propios con información a diciembre de cada año. En el caso de 2017, las cifras son a septiembre.  
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación.

## V. DESAFÍOS DE MEDIANO Y LARGO PLAZOS PARA AUMENTAR EL CRECIMIENTO

Considerando los resultados obtenidos en los apartados anteriores, los desafíos que Guatemala enfrenta, en el mediano y largo plazos para elevar el crecimiento del PIB *per cápita*, están asociados, principalmente, **a aumentar el nivel agregado de productividad.**

En ese sentido, la teoría y la evidencia empírica, señalan que una baja productividad refleja los bajos niveles de inversión en educación y en investigación y desarrollo (I&D) de un país, así como la falta de oportunidades en términos de acceso a los servicios básicos, como por ejemplo electricidad y agua potable.

Asimismo, el tamaño del sector informal, el cual desvía recursos a actividades menos productivas, también contribuye al bajo crecimiento de la PTF. Adicionalmente, el FMI (2016) señala que las ganancias de productividad pueden obstaculizarse por la falta de competencia, el débil clima de negocios, la corrupción, la falta de estabilidad legal y judicial, la inseguridad y los altos costos de infraestructura.

Cabe recordar que todos estos desafíos están fuertemente relacionados entre sí. Por ejemplo, no sería posible invertir más si no se generan los recursos para

financiar dicha inversión, pero tampoco se podrían sostener tasas de ahorro más elevadas si no se generan las oportunidades productivas para invertir (Cavallo y Serebrisky, 2017).

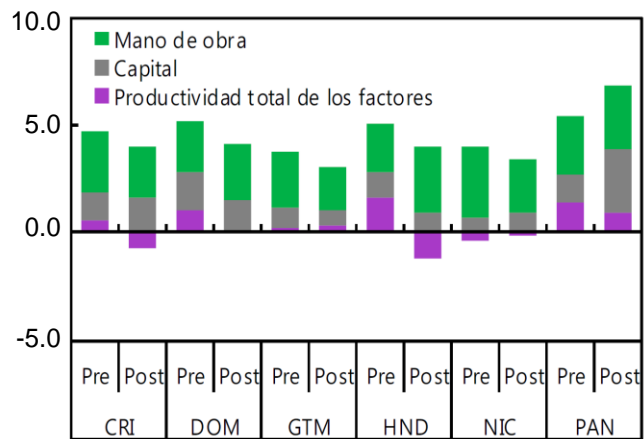
Por otra parte, las perspectivas de crecimiento económico también imponen un desafío para el crecimiento económico del país. De acuerdo con el FMI, pese a la recuperación mundial que está en curso, hoy las perspectivas de crecimiento robusto a largo plazo son menos probables que hace algunos años, especialmente, en los países de América Latina y el Caribe. En efecto, a mediano plazo, se proyecta que el crecimiento de la región sea de 1.7% (en términos *per cápita*), tasa similar a la que registró la región, en promedio, en los últimos 25 años, pero muy inferior a las tasas observadas en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (3.25%) y mucho menor a la tasa de crecimiento de la República Popular China (9.0%).

Para el caso de Guatemala, la baja productividad continúa siendo un impedimento para un mayor crecimiento económico y se prevé que en los próximos años las contribuciones, tanto del capital como de la mano de obra, serían menores que en el pasado. Según el FMI, la inversión permanece en niveles muy inferiores a los observados antes de la crisis (debido en parte a una menor inversión relacionada con la producción de materias primas y a recortes del gasto público de capital), lo que conduce a disminuciones del capital y a una menor productividad.

Por su parte, la contribución de la acumulación de mano de obra probablemente se reducirá conforme la región se prepara para hacer frente a la transición demográfica hacia una población en proceso de envejecimiento, puesto que la proporción de la población de más de 65 años de edad está aumentando en forma persistente.

**Gráfica A2.16**

Contribución de los Factores de Producción al Crecimiento, Antes y Después de la Crisis de 2008 (1) (2)  
(Variación porcentual)



(1) En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

(2) Periodo pre-crisis comprendido entre 2000-2007. Periodo post-crisis comprendido entre 2008-2014.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Adicionalmente, de acuerdo con el FMI (2016), existen desafíos adicionales que necesitan ser abordados para aumentar la productividad en los países con características similares a las de Guatemala, los cuales se enumeran a continuación:

**Cerrar las brechas de infraestructura para respaldar la productividad y la competitividad.** Pese a las mejoras logradas en la última década, la calidad de la infraestructura en los distintos países es a menudo inferior a la de sus competidores y aún está muy por debajo al de las economías avanzadas. Además, en la mayoría de los países latinoamericanos, la eficiencia de la inversión pública es menor que en las economías avanzadas, a pesar de las mejoras en las instituciones fiscales de algunos países de la región.

**Fomentar la participación de la mujer en la fuerza laboral en los casos en que aún sea reducida.** La región ha logrado incrementar la participación femenina en la fuerza laboral (a aproximadamente 54%), pero aún se observan brechas importantes en algunos países (de América Central, en Argentina y en México). Algunas de las medidas de política que podrían adoptarse, según el FMI, consisten en garantizar que se pagará la misma remuneración por trabajos iguales y

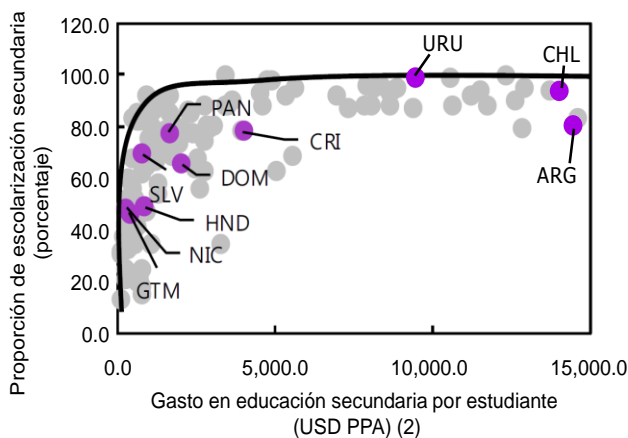
que no habrá discriminación por razones de género, proporcionar o ampliar la educación infantil inicial y los servicios de cuidado de niños, reforzar la educación de la mujer, mejorar el transporte para reducir el tiempo improductivo y modernizar las leyes laborales para ampliar la flexibilidad.

**Reducir la informalidad en el mercado laboral, que sigue siendo alta en toda la región a pesar de importantes avances.** Un menor grado de informalidad incrementaría la eficiencia y la productividad, mejoraría la asignación de recursos y reduciría las externalidades negativas que inciden en la infraestructura pública.

**Invertir en capital humano.** Se han logrado considerables mejoras en materia educativa, pero el rendimiento escolar aún es más bajo que en economías avanzadas. Al garantizar un amplio acceso a la educación de alta calidad se fomenta la productividad, una distribución más equitativa del ingreso y la capacidad de adaptación de la fuerza laboral a cambios estructurales.

**Gráfica A2.17**

Gasto Público en Educación Secundaria y Escolarización en Relación con Otras Economías Emergentes (1)



(1) En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

(2) PPA = Paridad del Poder Adquisitivo.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**Reforzar la gestión de gobierno y frenar la corrupción.** La gestión de gobierno deficiente y una corrupción arraigada, son impedimentos para el

crecimiento inclusivo y sostenible en América Latina y el Caribe.

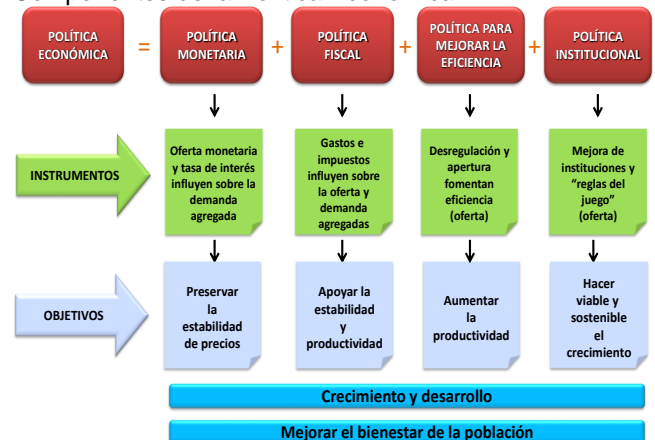
**Profundizar la integración regional en los ámbitos comercial y financiero.** A pesar de la considerable liberalización y el aumento de los acuerdos de comercio regionales, el grado de integración comercial en América Latina continúa siendo bajo. Las tasas arancelarias medias ponderadas siguen siendo mayores que las de otras regiones, y el comercio regional representa únicamente 15.0% de las exportaciones totales (frente a 55.0% en Asia). Según estimaciones del FMI, el aumento del comercio intrarregional conlleva importantes ventajas de crecimiento: cada aumento de 10 puntos porcentuales en el comercio podría traducirse en un aumento de 0.32 puntos porcentuales del crecimiento del PIB *per cápita*.

## VI. EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Desde el punto de vista del Banco Central, es necesario puntualizar que la política monetaria es solamente uno de los múltiples componentes de la política económica de un país y que, por ende, sus alcances para promover el crecimiento económico son limitados, como se aprecia la gráfica siguiente.

**Gráfica A2.18**

Componentes de la Política Económica



Fuente: Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos.

Como se ilustra, la política monetaria puede incidir en el crecimiento económico únicamente por el lado de la demanda agregada para preservar la



estabilidad de precios. Por tanto, es necesario tener claro que la gestión monetaria solo coadyuva al crecimiento y a mejorar el nivel de vida de la población, brindando confianza a los consumidores e inversionistas al procurar que la evolución de los precios macroeconómicos sea estable, siendo políticas de oferta como la comercial, las de mejora de la eficiencia y las de institucionalidad las que fomentarían un mejor uso de los factores de producción y aumentarían la productividad de los mismos y, de esa forma, favorecerían el crecimiento económico y el empleo en el largo plazo. Cabe indicar que una política fiscal que tenga, de manera consistente, un efecto contracíclico, no solo coadyuvaría a suavizar el ciclo económico, sino también provocaría un aumento en la productividad.

De acuerdo a Orphanides (2013), mientras más responsabilidades no propias son delegadas al banco central, mayores son los incentivos para sesgar políticamente a la entidad y utilizar indebidamente sus recursos. Una política monetaria sobrecargada puede eventualmente disminuir y comprometer la independencia y credibilidad del banco central y, por consiguiente, reducir su efectividad para mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

En la práctica, cuando otras políticas económicas no alcanzan los objetivos deseados, puede parecer atractivo para algunos gobiernos usar a los bancos centrales y a su política monetaria para alcanzar metas más amplias y compensar dichas deficiencias; sin embargo, como se indicó, pretender que un banco central persiga múltiples objetivos, puede comprometer su independencia y provocar que pierda el enfoque en su objetivo fundamental.

Por tanto, el riesgo de depender de la política monetaria y exigir que esta se centre en objetivos distintos a la estabilidad de precios, es que se utilicen de manera desordenada los pocos instrumentos con que cuenta y que se pierda la efectividad de su política en el logro de su objetivo y, a la vez, se debilite su credibilidad y fortaleza institucional, exponiendo el sistema financiero

a riesgos relevantes y lejos de alcanzar crecimientos duraderos, solo alcance resultados políticos en el corto plazo. Dicha experiencia resultó ser inefectiva y ahora existe consenso a nivel internacional de que la mejor contribución que un banco central puede hacer al desarrollo ordenado de la economía, es propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.

## VII. ESTRATEGIA DE POLÍTICA ECONÓMICA

El gobierno de Guatemala, para atender los desafíos en materia económica diseñó un plan denominado “Política Económica para 2016-2021: Crecimiento Económico Incluyente y Sostenible”, en el que se proponen las líneas de acción generales en las que el gobierno actual se enfocaría para atender estas demandas. Dicho plan señala que para el logro de los objetivos de este plan requerirá de la implementación efectiva, clara y coordinada del mismo, mediante la inclusión de acciones de varias instituciones del sector público y privado, así como de la sociedad civil y de la comunidad internacional.

**Gráfica A2.19**

Agenda de Acciones de Política Económica con Enfoque Sistémico



Fuente: Ministerio de Economía (2016).

Dicho plan incorpora desafíos que delimitan una serie de propuestas nacionales, sectoriales e institucionales, dentro de las que destacan las siguientes:

- Política General de Gobierno 2016-2020
- Plan Nacional de Desarrollo, K'atun Nuestra Guatemala 2032
- Agenda Nacional de Competitividad 2012-2021
- Propuesta de Política Industrial 2016-2044
- Plan Nacional de Logística (PNLOG), 2106
- Guatemaltecos Mejores Guatemala, 2011
- Lineamientos de Política Económica, Social y de Seguridad para Guatemala 2011-2021
- Propuesta de Visión País
- Acuerdos de Paz
- Agenda Nacional Compartida
- Guatemala Hoy: La Estrategia de Desarrollo Inclusivo
- Estrategia para Promover la Inversión, el Empleo y la Productividad en Guatemala

El plan establece una política económica de largo plazo, mediante una estrategia que giraría alrededor de dos áreas:

- Un plan de inversión pública destinada a la infraestructura básica urgente para la urbanización de ciertas ciudades intermedias seleccionadas.
- Un plan de sectores estratégicos y el diseño de la estrategia para atraer la inversión en los mismos.

Según este plan, los potenciadores del crecimiento económico incluyen a todas las reformas estructurales que deben implementarse para atender los desafíos del país y que deberán abordarse con una visión sistémica, para que los resultados tengan mayor impacto.

Asimismo, señala que la forma de implementar los potenciadores de crecimiento se asemejan a un pentágono, en el sentido de que las acciones se

ejecutarán de forma paralela, integral y sistémica para que sus resultados sean exitosos. Las intervenciones partirán del territorio que se convierte en la base de cualquiera de las acciones, pues ahí es donde se identificarán las necesidades para cerrar algún tipo de brecha y focalizar las inversiones estratégicas y los sectores para lograrlo, apoyándose de leyes y políticas a nivel nacional y municipal que faciliten el acceso a los mercados locales, regionales y globales.

Finalmente, y a nivel operativo, en la gráfica A2.20 se muestra los distintos foros de discusión y de decisión que a nivel público y público-privado existen en este momento, según la normativa y mediante la cual las autoridades buscarán articular las intervenciones para el mejor logro de los objetivos.

El Gabinete Económico, estableció un comité de seguimiento, conformado por el Ministerio de Economía, el Ministerio de Finanzas Públicas y la Secretaría General de Planificación Económica, con la finalidad de evaluar el desempeño de las acciones que se realicen por los distintos actores y medir el avance de la política económica, sugerir cambios o nuevas acciones para lograr los objetivos previstos.

#### Gráfica A2.20

Articulación de la Política Económica: Foros de Discusión y Decisión.



Fuente: Ministerio de Economía (2016).

## VIII. OBSERVACIONES FINALES

Durante los últimos sesenta y siete años, Guatemala ha registrado una variación promedio del PIB *per cápita* de 1.2%, la cual es modesta y se explica por bajos niveles de crecimiento económico y altas tasas de crecimiento de la población (en promedio en 2.5% durante las últimas décadas).

Los resultados obtenidos en el análisis contable, sobre las fuentes de crecimiento económico del país, señalan que los desafíos que Guatemala enfrenta, en el mediano y largo plazos para elevar el crecimiento del PIB *per cápita*, están asociados a aumentar el nivel agregado de productividad.

La composición de la demanda agregada es también importante para el crecimiento de mediano plazo, ya que un aumento de la proporción del consumo privado dentro del PIB, puede ser un indicador adelantado de la posición cíclica de la economía en su conjunto, particularmente cuando estos auges son financiados por crecientes niveles de endeudamiento y bajos niveles de inversión.

Pero sobre todo, para promover el crecimiento económico *per cápita*, se requiere de la implementación de reformas estructurales destinadas a cerrar las brechas en la calidad de la infraestructura; a mejorar el clima de negocios; la gestión de gobierno y los resultados en educación; así como a promover una mayor participación de la mujer en la fuerza laboral a fin de estimular el crecimiento de mediano plazo; fomentar la convergencia hacia los niveles de ingreso de las economías emergentes; facilitar la inversión en investigación y desarrollo; y fomentar el comercio regional y la integración financiera.

Las políticas para abordar los problemas que afectan la acumulación de capital físico y humano podrían contribuir al crecimiento de la productividad; también es necesario aplicar acciones para estimular la productividad directamente, como las diseñadas en la "Política Económica para 2016-2021: Crecimiento

Económico Incluyente y Sostenible", las cuales podrían facilitar esa transición.

## ANEXO 3

### ANÁLISIS DE LA POSTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

#### I. INTRODUCCIÓN

Al igual que en la mayoría de bancos centrales con esquemas de metas explícitas de inflación, el instrumento básico que utiliza el Banco de Guatemala para la conducción de la política monetaria es una tasa de interés de referencia (denominada tasa de interés líder de política monetaria). De esta forma, la Junta Monetaria modifica el nivel de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (TILPM), considerando, por una parte, el impacto de la evolución de las condiciones económicas generales en la inflación futura y, por la otra, la evaluación que realiza sobre el impacto de los movimientos de tasas de interés sobre el nivel de la actividad económica y de la inflación.

Esta forma de evaluar la postura de la política monetaria y, consecuentemente, de tomar decisiones en términos de la tasa de interés líder, adquiere particular relevancia en la actualidad, cuando algunos analistas cuestionan la calidad del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y sus resultados.

Este análisis tiene como objetivo demostrar, desde un punto de vista técnico y con fundamento en análisis e indicadores que toman en consideración las mejores prácticas internacionales, que en los últimos años la postura de la política monetaria ha sido acomodaticia, en un contexto de bajos niveles de inflación y expectativas ancladas a la meta de la autoridad monetaria.

#### II. ASPECTOS CONCEPTUALES SOBRE LOS INDICADORES DE POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA

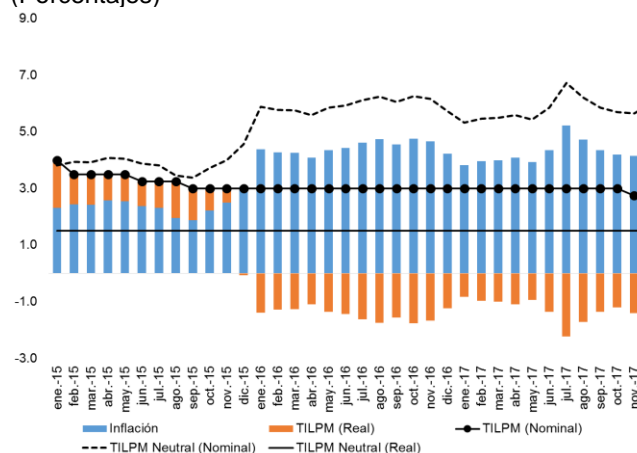
Desde el punto de vista conceptual, las tasas de interés reales son determinadas por los fundamentos de la economía en el largo plazo, por lo que la política monetaria solo puede afectarlas en el corto plazo; por tanto, la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria en términos reales estaría vinculada con el nivel de

equilibrio de las tasas reales de la economía. De este modo, surge el concepto de Tasa de Interés Real Neutral (TIRN) que, en términos generales, se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias ni deflacionarias.

De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional<sup>38</sup>, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%<sup>39</sup>.

#### Gráfica A3.1

Tasa Líder de Política Monetaria (TILPM) e Inflación (1) (Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

A partir de la TIRN estimada, se construye la brecha de la tasa de interés; es decir, la diferencia entre la TILPM y la TIRN. Dicha brecha sería equivalente a un indicador de la postura de la política monetaria. Cuando la diferencia es positiva, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva,

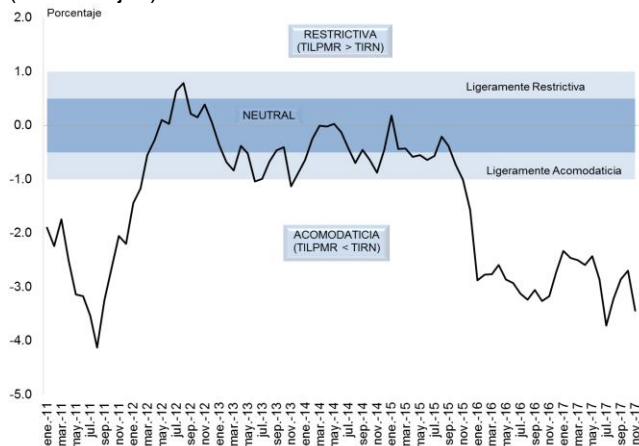
<sup>38</sup> Ver Anexo 2 “Tasa de Interés Real Neutral: Metodologías alternativas aplicadas a Guatemala”. Informe de Política Monetaria a Marzo de 2014. Banco de Guatemala.

<sup>39</sup> Promedio de cuatro metodologías: paridad descubierta de interés, modelo de suavizamiento del consumo, filtro Hodrick Prescott y un modelo de equilibrio general a pequeña escala.

mientras que una diferencia negativa, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. No obstante, dado que el cálculo de la TIRN parte de variables no observables, se construyó un margen de tolerancia que en el primer umbral, tiene un margen de +/- 0.5%, mientras que en el segundo umbral, tiene un margen de +/- 1.0%. Un valor fuera del segundo umbral se considera claramente restrictivo o acomodaticio (según sea la dirección), mientras que un valor en el primer umbral sería indicativo de una política monetaria claramente neutral. Al utilizar este indicador para evaluar la política monetaria es evidente que la postura de política monetaria ha sido acomodaticia desde diciembre de 2015.

### Gráfica A3.2

Postura de la Política Monetaria (1)  
(Porcentajes)

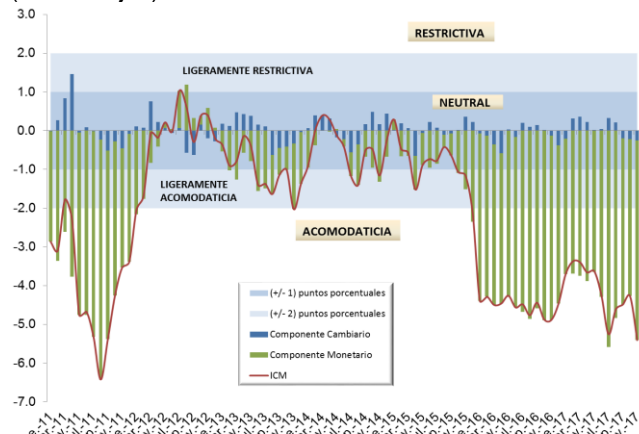


(1) Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Un indicador de postura de la política monetaria señala si el banco central ha adoptado una política monetaria restrictiva, acomodaticia o neutral en un periodo determinado. Para ampliar el análisis se agrega el sector externo a ese análisis de la postura monetaria, para obtener un indicador de condiciones monetarias que mide las condiciones que pueden explicarse por cambios en los fundamentos de la economía o choques externos y no exclusivamente a decisiones del banco central.

### Gráfica A3.3

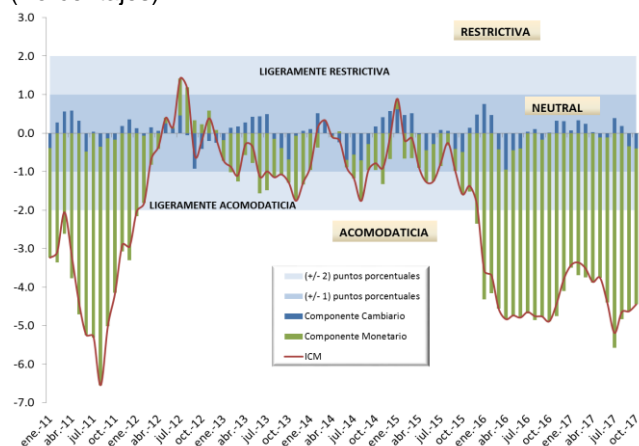
Índice de Condiciones Monetarias (1)  
(Porcentajes)



(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica A3.4

Índice de Condiciones Monetarias (1)  
(Porcentajes)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a octubre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Como se observa, las condiciones monetarias y cambiarias, medidas por el Índice de Condiciones Monetarias (ICM) utilizando el tipo de cambio nominal, también evidencian una postura acomodaticia de la política monetaria. Los resultados son similares cuando el ICM se construye con el tipo de cambio real. La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 1.0 y, el segundo, de +/- 2.0 puntos porcentuales, 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.

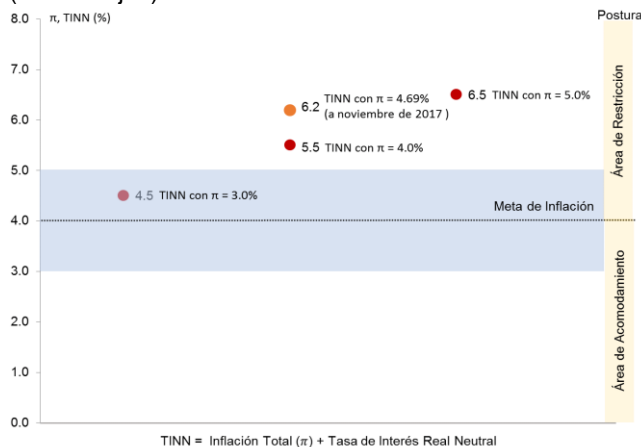
El análisis de la postura de la política monetaria, medida por ambos indicadores, debe considerarse complementario, pues el banco central puede influir en la economía de manera indirecta mediante la administración de un conjunto de instrumentos, que incluso, en determinadas circunstancias, puede ocurrir en direcciones opuestas.

### III. EVOLUCIÓN DE LA POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA

Con el objetivo de ilustrar las condiciones monetarias que privan en la economía vale destacar que, con una inflación total a noviembre de 2017 de 4.69% y una tasa de interés real neutral (TIRN) de 1.5%, la tasa de interés líder debería ubicarse en 6.2%.

**Gráfica A3.5**

Tasa de Interés Nominal Neutral (TINN) (Porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

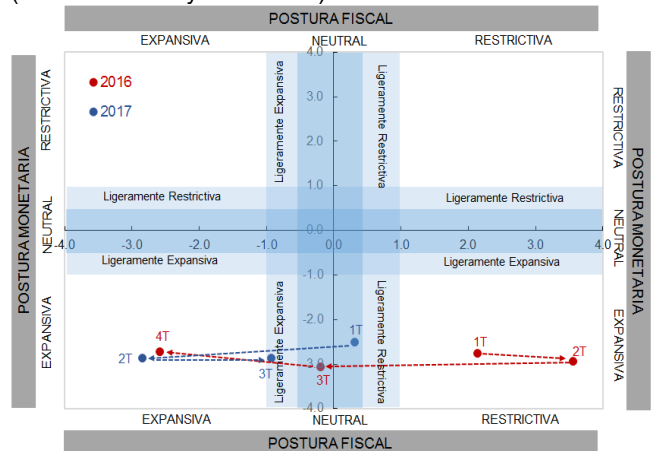
Aun cuando la inflación total estuviera en el límite inferior de la meta (3.0%), dado que la TIRN no es cero, la política monetaria seguiría siendo acomodaticia (tasa líder en 3.0%, debiendo estar en 4.5%).

No obstante, cabe destacar que no solo la política monetaria es la que influye sobre las condiciones

monetarias de la economía. Al tomar en cuenta que la política fiscal ha sido restrictiva desde 2015, la política monetaria tiene un espacio temporal para ser acomodaticia logrando una mezcla (mix) de políticas que debería tener un efecto neutral sobre la actividad económica real.

**Gráfica A3.6**

Mezcla de Políticas (Postura Fiscal y Monetaria)



Fuente: Banco de Guatemala.

En términos de la mezcla de políticas, en la medida que la política fiscal se torne más expansiva, la monetaria tendrá que transitar hacia una posición más neutral, para evitar el surgimiento de presiones inflacionarias y se generen efectos de segunda vuelta.

### IV. ANÁLISIS COMPLEMENTARIO DE LA POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA

#### A. LIQUIDEZ DEL SISTEMA BANCARIO

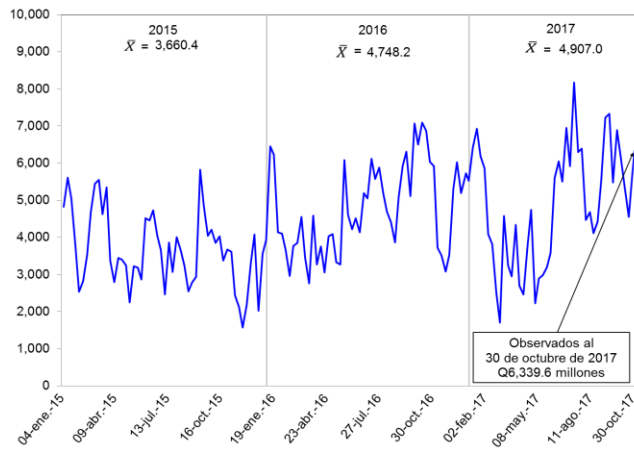
En línea con los resultados obtenidos por el análisis de la postura de las políticas monetaria y fiscal, los niveles de liquidez en la economía han sido adecuados.

En efecto, los recursos líquidos disponibles del sistema bancario durante 2016 y 2017 se han mantenido por arriba del promedio registrado en años anteriores como se aprecia en la gráfica siguiente.



### Gráfica A3.7

Sistema Bancario  
Recursos Líquidos Disponibles (1)  
(Millones de quetzales)



(1) Cifras preliminares al 30 de octubre de 2017.

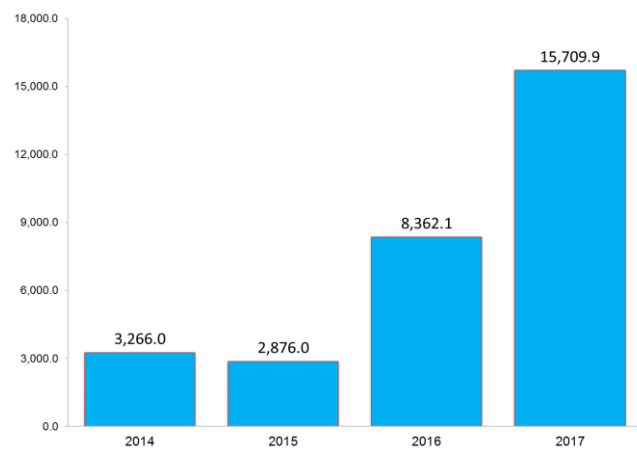
Nota: Se refiere a la suma de la posición diaria de liquidez (excedente de encaje) y el saldo de operaciones de estabilización monetaria al plazo de 1 día.

Fuente: Banco de Guatemala.

Adicionalmente, es importante señalar que en los últimos dos años las inyecciones de liquidez del Banco Central mediante su participación en el mercado cambiario han sido relevantes, las cuales han sido esterilizadas por los depósitos del gobierno y por operaciones de estabilización monetaria. No obstante, de reactivarse dicha demanda de crédito y los bancos del sistema utilicen su liquidez excedente, el esfuerzo monetario deberá ser mayor para evitar el surgimiento de presiones sobre el nivel de precios que pueda contaminar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

### Gráfica A3.8

Inyecciones de Liquidez por Participación en el Mercado Cambiario (1)  
(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de octubre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

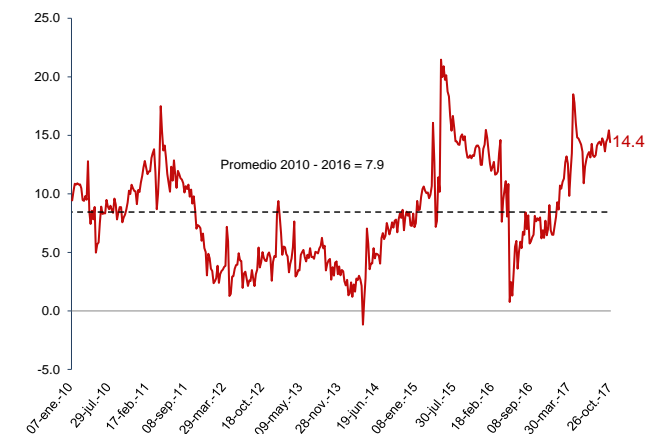
## B. AGREGADOS MONETARIOS Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

Con el objetivo de darle robustez al análisis de postura de la política monetaria, se muestran a continuación el comportamiento de los principales agregados monetarios y de crédito.

Con información a octubre, el crecimiento interanual de la emisión monetaria muestra una tendencia al alza, resultado de una mayor demanda de efectivo por parte del público, la cual se asocia, como se indicó, entre otros factores, al mayor ingreso de divisas por remesas familiares.

### Gráfica A3.9

Variación Interanual de la Emisión Monetaria (1)  
(Porcentajes)



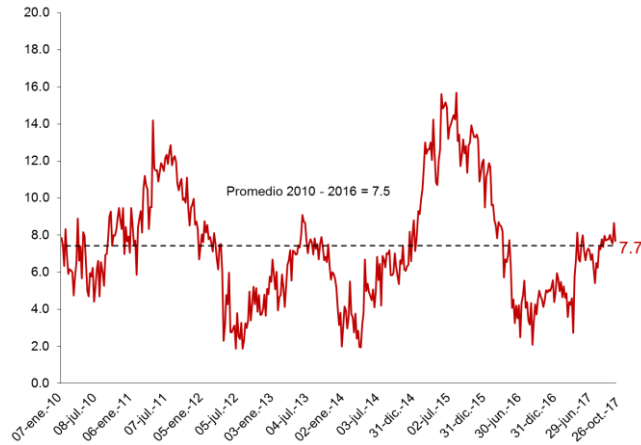
(1) Cifras al 26 de octubre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

Asimismo, el medio circulante a finales de octubre, creció por arriba del promedio histórico de 7.5%.

### Gráfica A3.10

Variación Interanual del Medio Circulante (1)  
(Porcentajes)

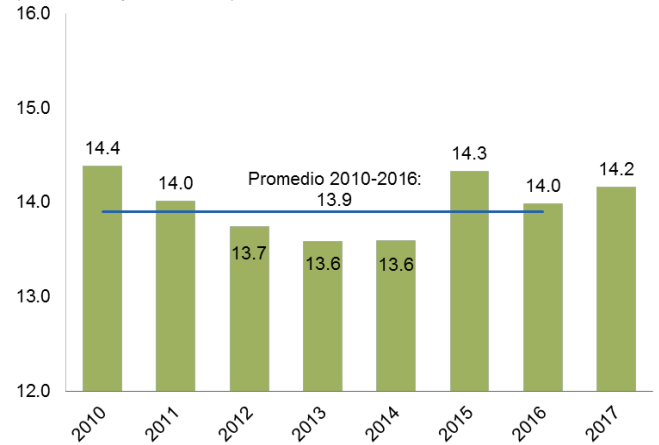


(1) Cifras al 26 de octubre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Algunos analistas locales han fijado su atención en este agregado, indicando que ha crecido en niveles muy bajos, lo que se origina de una política monetaria “restrictiva”. Esto resulta contrario a todos los indicadores de postura de política monetaria con los que cuenta el Banco de Guatemala, los cuales demuestran que la política monetaria ha sido acomodaticia o expansiva. En adición, si se utiliza el M1 como parámetro, se observa que este tiene un comportamiento cíclico, debido a que, dada su naturaleza transaccional, responde a los niveles de actividad económica y su relación respecto del PIB se mantuvo también por arriba de los valores históricos.

### Gráfica A3.11

Medio Circulante (1)  
(Porcentaje del PIB)

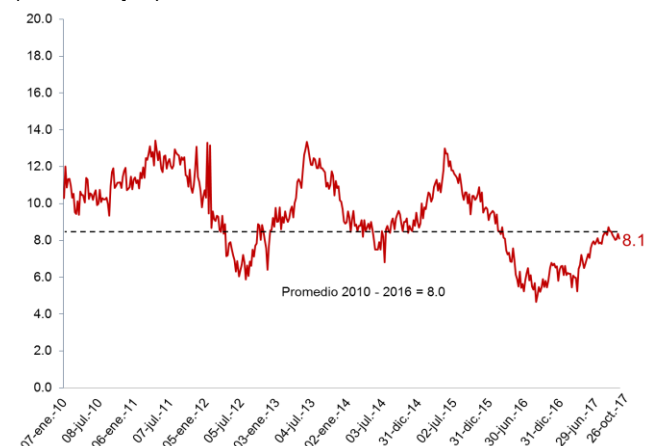


(1) Con información observada a octubre de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, los medios de pago, un agregado monetario más amplio que incluye al cuasidinero, muestra un relevante dinamismo, ubicándose actualmente por arriba de su nivel promedio.

### Gráfica A3.12

Variación Interanual de los Medios de Pago (1)  
(Porcentajes)

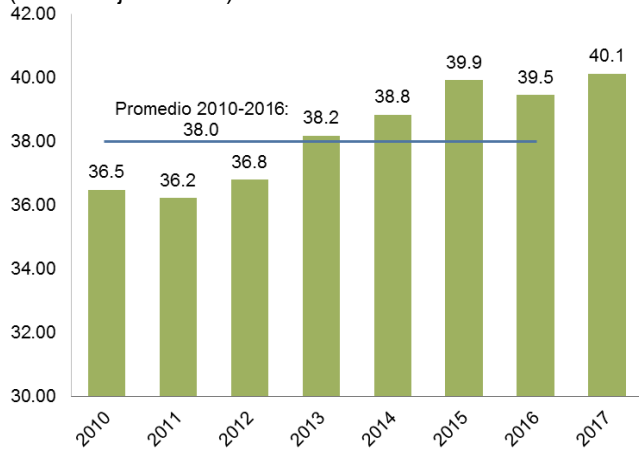


(1) Cifras al 26 de octubre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

De igual manera, cuando se calcula este agregado como porcentaje del PIB, se observa que se mantiene por arriba de sus valores históricos.

### Gráfica A3.13

Medios de Pago (1)  
(Porcentaje del PIB)

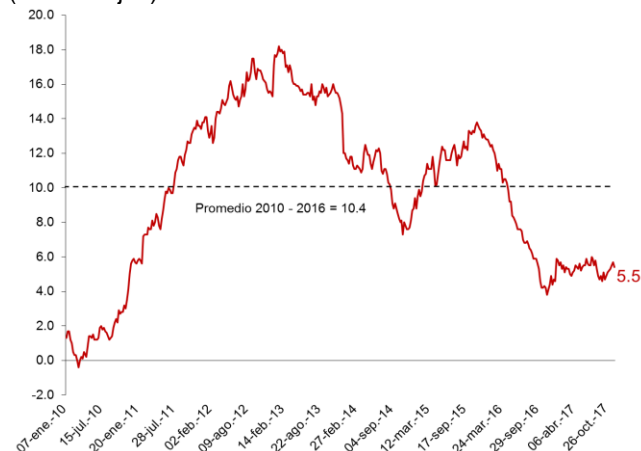


(1) Con información observada a octubre de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado ha tenido un comportamiento menos dinámico (aumento de 5.5% en términos interanuales), reflejo, principalmente, de la evolución del crédito en moneda extranjera cuyo crecimiento es de alrededor de 4.0%. La desaceleración del crédito está explicada principalmente por una reducción de la demanda de crédito por los agentes económicos, dado que, por el lado de la oferta, los bancos cuentan con liquidez suficiente para el otorgamiento de crédito.

### Gráfica A3.14

Variación Interanual del Crédito Bancarios al Sector Privado Total (1)  
(Porcentajes)

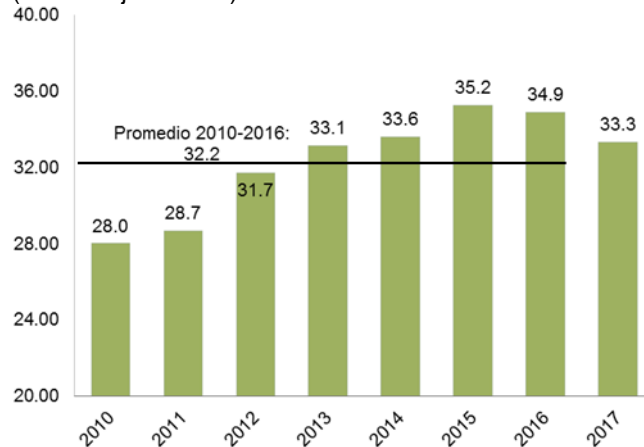


(1) Cifras al 26 de octubre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

A pesar del moderado crecimiento del crédito bancario al sector privado en el presente año, el crédito otorgado con respecto al PIB, se encuentra en niveles superiores al promedio histórico.

### Gráfica A3.15

Crédito al Sector Privado Total (1)  
(Porcentaje del PIB)



(1) Con información observada a octubre de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## C. TASAS DE INTERÉS

En adición a lo anteriormente descrito, el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo se mantiene con una tendencia a la baja, confirmando la abundancia de liquidez.

De esa cuenta, la tasa de interés para operaciones de reporto es consistente con los niveles de liquidez del sistema bancario.

**Gráfica A3.16**

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

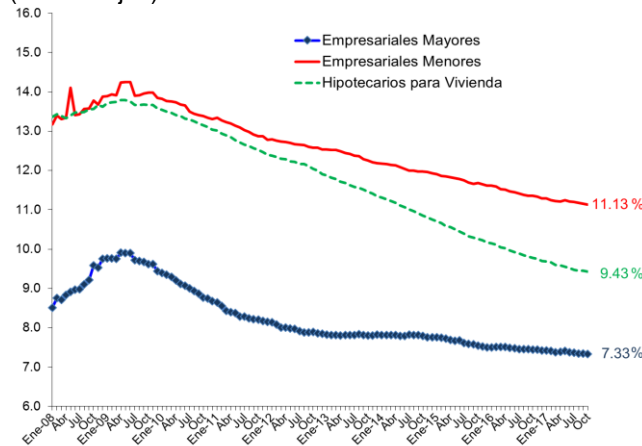


(1) Cifras al 31 de octubre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Consecuentemente del relajamiento monetario descrito, las tasas de interés de largo plazo reaccinaron mostrando una tendencia decreciente.

**Gráfica A3.17**

Tasa de Interés por Tipo de Deudor (1) (Porcentajes)



(1) Con información observada a octubre.  
Nota: Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.  
Fuente: Superintendencia de Bancos.

## V. CONSIDERACIONES FINALES

Con la evidencia presentada en este anexo, se puede concluir categóricamente, que la postura de política monetaria ha sido acomodaticia.

Entre los principales hallazgos se destaca que al evaluar la variación interanual del medio circulante (M1)

y de los medios de pago (M2), estas muestran un comportamiento creciente e incluso por encima de sus promedios históricos. Similar situación ocurre con dichos agregados monetarios en términos del PIB, dado que esta relación es estable en el tiempo y, en los últimos años, se ubica por arriba de su valor promedio. Adicionalmente, la emisión monetaria evidencia un comportamiento dinámico en lo que va del presente año, reflejo de una mayor demanda por efectivo por parte del público. En virtud de lo anterior, es evidente que no existe una política monetaria restrictiva, lo cual también se confirma, con el comportamiento de las tasas de interés, las cuales se mantienen estables y no evidencian la existencia de un desequilibrio. De la misma manera, al medir la postura de política monetaria con diferentes herramientas que se fundamentan en las mejores prácticas internacionales, la política monetaria ha sido inequívocamente expansiva, ya que la mezcla de políticas monetaria y fiscal y las condiciones de inflación, la han permitido.

Ante la evidencia presentada se puede concluir que no existe fundamento que pueda sustentar la hipótesis que la política monetaria está siendo restrictiva.

## ANEXO 4

### ANÁLISIS DE LA EMISIÓN MONETARIA: FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA

#### I. INTRODUCCIÓN

En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la autoridad monetaria no tiene como objetivo alcanzar un determinado crecimiento sobre los agregados monetarios, ya que estos se ajustan endógenamente a los cambios registrados en las variables reales. Sin embargo, dichos agregados, constituyen una fuente complementaria de información para la toma de decisiones de política monetaria.

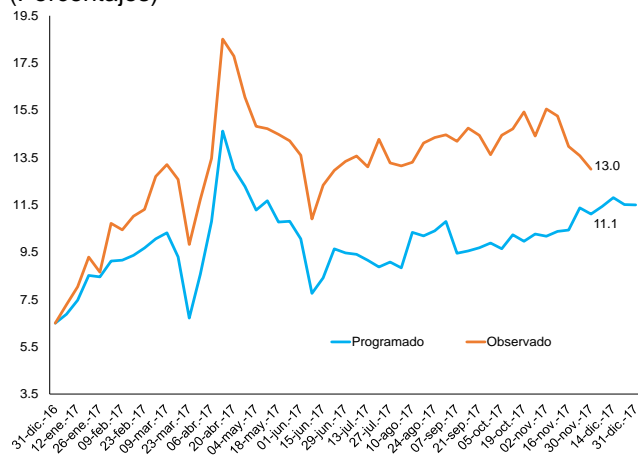
Durante 2017, la emisión monetaria mostró un persistente desvío respecto de su comportamiento esperado que refleja tasas de variación muy por encima del corredor previsto. Por ello, es oportuno analizar el comportamiento de la emisión monetaria tanto por sus factores de demanda (con especial énfasis en los efectos que ha generado el ingreso de divisas por remesas familiares), así como por sus factores de oferta (examinando si la monetización ha sido de origen interno, externo o combinado).

#### II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA EMISIÓN MONETARIA

La demanda de emisión monetaria empezó a registrar un mayor dinamismo a partir de febrero de 2017, superando desde finales de ese mes los valores estimados con tasas de variación interanual de dos dígitos durante los meses siguientes hasta registrar al 30 de noviembre una variación interanual de 13.0%, superior al valor previsto (11.1%) y a lo observado el año previo (6.8%) en la misma fecha.

**Gráfica A4.1**

Emisión Monetaria 2017: Programada y Observada (1)  
(Porcentajes)

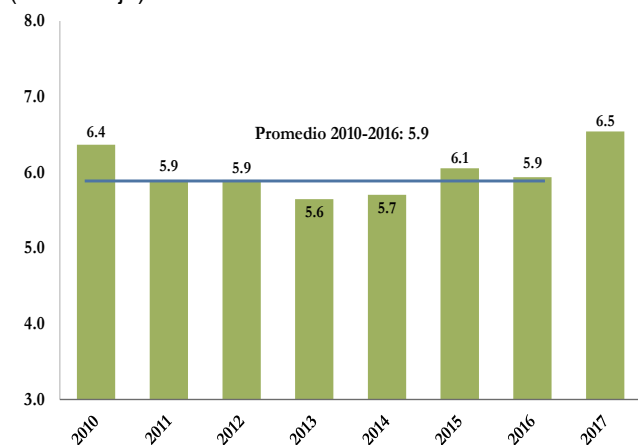


(1) Variación relativa interanual con información al 30 de noviembre.  
Fuente: Banco de Guatemala.

De esa cuenta se evidencia que la emisión monetaria en ningún momento representó una restricción de liquidez para la economía. De hecho, como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB), se ubicó por arriba de sus valores históricos (gráfica A4.2).

**Gráfica A4.2**

Emisión Monetaria Respecto al PIB (1)  
2010- 2017  
(Porcentaje)



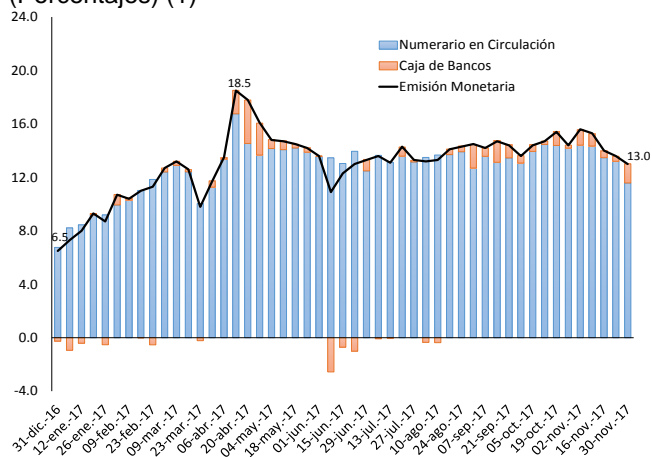
(1) Cifras a noviembre de cada año.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### III. FACTORES DE OFERTA

En cuanto al análisis de los factores de oferta de la emisión monetaria, destaca la evolución que han tenido sus componentes, es decir, el numerario en circulación y la caja de bancos, durante 2017. Al respecto, como se observa en la gráfica A4.3, el numerario en circulación es el componente que más ha contribuido a la variación interanual de la emisión. En efecto, al 30 de noviembre, este creció 15.8%, incidiendo en 13.5 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (6.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2016); mientras que a esa fecha la caja de bancos registró un crecimiento de 3.3% con una incidencia que pasó de -0.3 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.5 puntos porcentuales.

**Gráfica A4.3**

**Emisión Monetaria: Incidencia por Componente (Porcentajes) (1)**



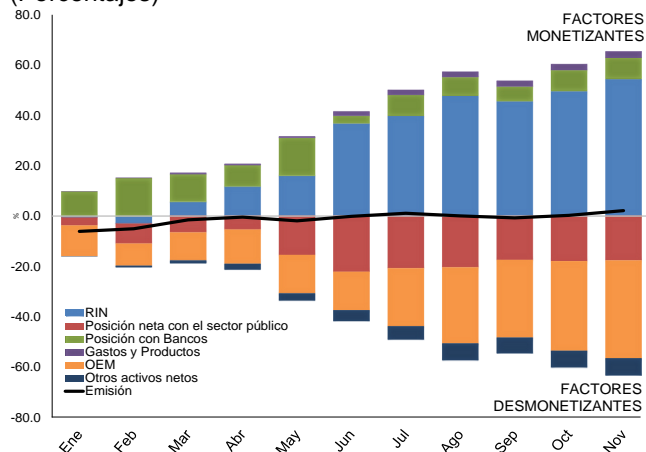
(1) Variación relativa interanual con información al 30 de noviembre. Fuente: Banco de Guatemala.

El Banco de Guatemala es el único emisor de moneda nacional (Artículo 4, inciso a, de su Ley Orgánica), es decir, es el único oferente de los billetes y monedas que integran la emisión monetaria; variable que a la vez constituye su principal pasivo. Por ello, el balance del Banco Central permite evaluar la evolución de los principales factores de expansión y contracción de la emisión monetaria y determinar si la monetización ha sido de origen interno, externo o combinado.

**Gráfica A4.4**

**Banco de Guatemala: Factores Monetizantes y Desmonetizantes (1)**

**2017 (2)**  
**(Porcentajes)**



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

(2) Cifras al 30 de noviembre.

Fuente: Banco de Guatemala.

Como se observa en la gráfica A4.4, durante 2017 hubo una monetización significativa de origen externo, a partir de marzo, que fue compensada por una desmonetización de origen interno. En forma acumulada, el principal factor monetizante fue el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) por Q19,297.6 millones, derivado, principalmente, de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario; dicha monetización externa fue neutralizada, parcialmente, por el incremento de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) por Q13,770.3 millones y por el aumento de los depósitos del sector público en el Banco Central por Q6,246.2 millones.



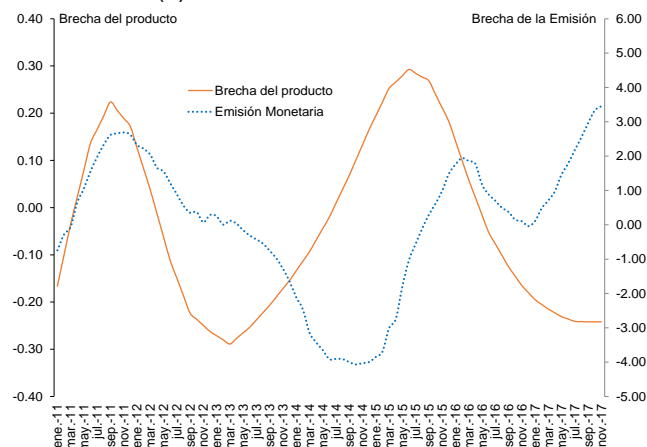
#### IV. FACTORES DE DEMANDA

De acuerdo a la teoría económica, la emisión monetaria, como variable aproximativa de la demanda de dinero, responde, entre otros factores, al nivel de ingreso y de la tasa de interés; lo cual sugiere evaluar su comportamiento en términos de los motivos de transacción, especulación y precaución<sup>40</sup>.

Respecto el motivo transaccional, en la medida que aumenta el ingreso o el PIB, los requerimientos de efectivo también aumentan. Sin embargo, la demanda extraordinaria de emisión monetaria durante 2017, no está directamente asociada a la actividad económica, debido a que la posición cíclica de esta, pareciera estar en una fase inicial de recuperación, mientras que la demanda de numerario muestra una tendencia al alza (gráfica A4.5).

**Gráfica A4.5**

**Brecha: Emisión Monetaria y Producto**  
2011 – 2017 (1)



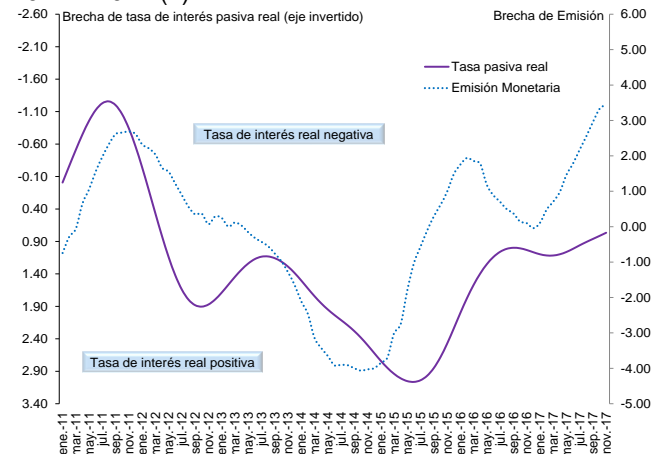
(1) Emisión monetaria con información a octubre y brecha del producto con información observada en junio y estimada hasta noviembre.  
Fuente: Banco de Guatemala.

<sup>40</sup> Cabe destacar que, en términos generales, el motivo transacción obedece principalmente a la liquidación de transacciones en la economía (ya sea por una mayor actividad económica o por el incremento de los precios), ya que el dinero es un medio de intercambio; por su parte, el motivo precaución, suele asociarse a una demanda de dinero que permite mantener una reserva de valor en términos de billetes y monedas (típicamente puede ocurrir cuando en la economía existen bajos niveles de bancarización); finalmente, el motivo especulación está asociado a las expectativas de los agentes económicos respecto de las condiciones económicas que prevalecerían en un futuro cercano (usualmente para obtener algún beneficio monetario).

Para evaluar el motivo especulación de la demanda por emisión monetaria, se puede utilizar como variable aproximativa del costo de oportunidad de conservar el numerario, las desviaciones de la tasa de interés pasiva promedio ponderado del sistema bancario en términos reales con respecto de su tendencia. Sin embargo, durante los últimos años la respuesta de la emisión monetaria ante movimientos en la brecha de la tasa de interés, parece haber sido mayor a la registrada previamente, lo que pudiera ser indicativo de que los agentes económicos pueden tener otros motivos, para demandar más liquidez.

**Gráfica A4.6**

**Brecha: Tasa de Interés Pasiva Real y Emisión Monetaria**  
2011 – 2017 (1)



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

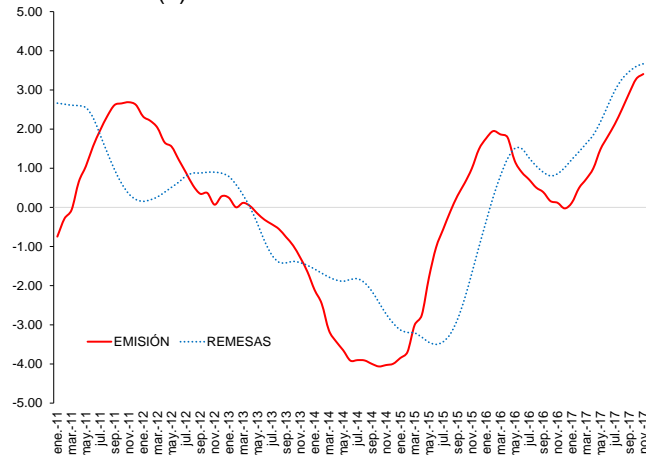
En cuanto al análisis del motivo precaución de la demanda por emisión monetaria, se comparó las brechas de emisión monetaria y de las remesas familiares, ya que ambas variables han mostrado un crecimiento extraordinario en 2017.

Cabe señalar que dentro los factores que explican el desempeño atípico de las remesas familiares, podría citarse la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América, el incremento del número de guatemaltecos que viven en dicho país y el temor de los migrantes guatemaltecos respecto al endurecimiento de las políticas migratorias, es precisamente por esta última razón (precautoria), que se ha registrado un

crecimiento más robusto de las remesas familiares y, consecuentemente, un aumento de la emisión monetaria.

**Gráfica A4.7**

Brecha: Emisión Monetaria y Remesas Familiares 2011 – 2017 (1)



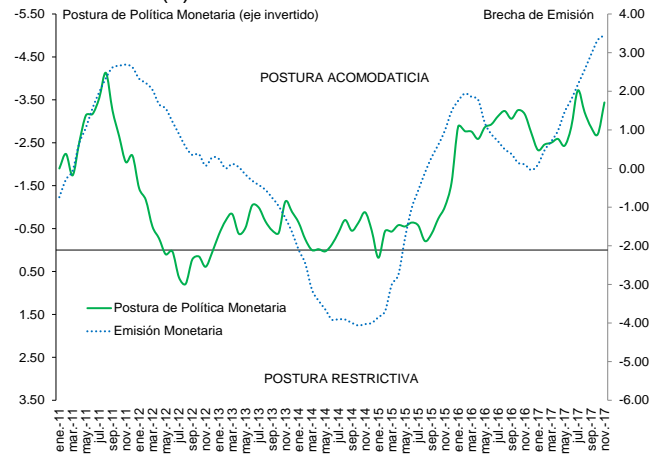
(1) Con información a noviembre.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Lo anterior desvirtúa lo que algunos analistas en los medios de comunicación sugieren respecto a que el Banco Central mantiene una política monetaria restrictiva y que la misma ha tenido un efecto predominante en la evolución del tipo de cambio nominal. De hecho, la trayectoria de la emisión monetaria no refleja una restricción de liquidez para la economía conforme se ha demostrado, es más, en todo caso si las expectativas de inflación no estuvieran ancladas, desde un análisis de agregados monetarios podría decirse que es un riesgo potencial al alza para el logro de la meta de inflación. Precisamente, esa es una de las razones por las cuales el Banco de Guatemala comenzó a utilizar el esquema de metas explícitas de inflación, pues los agregados monetarios con comportamientos como el observado en la emisión monetaria, demandaría una política monetaria muy restrictiva, lo cual tendría efectos nocivos actualmente, en particular si se toma en cuenta la fase del ciclo económico en la que se encuentra el país y la mezcla de políticas económicas, donde, como se indicó, ante una

política fiscal restrictiva, la política monetaria es acomodaticia.

**Gráfica A4.8**

Postura de Política Monetaria y Brecha de la Emisión Monetaria 2011 – 2017 (1)



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

## V. OBSERVACIONES FINALES

El comportamiento de la emisión monetaria, aunque mantuvo consistencia con su comportamiento de sus fundamentos macroeconómicos y con su estacionalidad durante 2017, evidencia una demanda adicional atribuible por el lado de la demanda, a un mayor flujo de remesas familiares.

Asimismo, es importante recalcar que el fenómeno descrito es temporal, ya que se prevé que el flujo de divisas por remesas familiares se normalizará próximamente, lo que contribuiría a moderar los niveles actuales de emisión monetaria.

# ANEXO 5

## DIFERENCIA ENTRE EL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y LA CANASTA BÁSICA ALIMENTARIA

### I. INTRODUCCIÓN

La implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia en Guatemala se fundamenta en el esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso, por parte 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. Para tal efecto, la meta de inflación se define en términos de la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), el cual tiene, entre otras ventajas: i) es un indicador de amplio conocimiento público, que es computado por un ente ajeno al Banco Central (el Instituto Nacional de Estadística) a partir de la evolución mensual de los precios de una canasta representativa de consumo de bienes y servicios; ii) está disponible mensualmente y en forma oportuna (lo que permite su control periódico); iii) cumple con estándares internacionales de medición y que se revisa periódicamente.

En ese contexto, resulta particularmente importante que el IPC sea un indicador consistente, congruente y confiable; aspectos que, recientemente, han sido puestos en duda por parte de algunos analistas (motivados por la falta de conocimiento sobre los aspectos técnicos de la elaboración del IPC), que han afirmado que la inflación, en particular la de alimentos, podría estar sobreestimada, sobre la base del comportamiento de la Canasta Básica Alimentaria (CBA). En tal sentido, considerando que estos dos indicadores (CBA e IPC), son distintos tanto en su construcción como en sus objetivos, por lo que no pueden ser comparados, ni mucho menos considerarse como sustitutos; este anexo evalúa las diferencias que existen entre los mismos, para que puedan ser analizados en su justa dimensión, sin malas

interpretaciones, sesgos ideológicos o intereses particulares.

Con el propósito de abordar ordenadamente estas diferencias, el anexo está organizado de la siguiente forma: en primer lugar, se hace una comparación entre la nueva y la anterior CBA; a continuación se examinan cuáles son las principales diferencias entre el IPC y la nueva CBA; posteriormente, se enumeran algunas consideraciones sobre la inflación de alimentos en Guatemala; y por último, se incluyen observaciones finales.

### II. NUEVA CANASTA BÁSICA ALIMENTARIA

La CBA se define como el conjunto de alimentos, que constituyen un mínimo necesario para satisfacer las necesidades energéticas y proteínicas de una familia. En ese sentido, y dada la importancia que reviste para el país el contar con un indicador actualizado, en noviembre de 2017, el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó la nueva CBA con cifras a octubre de 2017, ya que la anterior CBA, que fue publicada desde enero de 1995 hasta septiembre de 2017, tuvo una vigencia de 22 años, razón por la cual, dicha actualización se hizo necesaria, dado que la composición de los hogares guatemaltecos y sus patrones de consumo han cambiado con el tiempo, en adición a algunas debilidades metodológicas de la CBA que no están presentes en el IPC.

Para la elaboración de la nueva CBA, el INE utilizó como insumos principales la Encuesta Nacional de Condiciones de Vida (ENCOVI) 2014, la Encuesta Nacional de Empleo e Ingresos (ENEI) 3-2016, la Encuesta Nacional de Salud Materno Infantil 2014-2015 y las proyecciones de población para 2016. Considerando los nuevos patrones de consumo, así como los contenidos calóricos de los alimentos incluidos, la nueva CBA está integrada por 34 productos

alimenticios, en comparación con los 26 que contenía la anterior, agregándose 10 nuevos productos y eliminándose 2 (la margarina y el ejote). Una comparación de productos que conforman la anterior y la nueva CBA, por grupo de gasto, se puede visualizar en el cuadro siguiente.

**Cuadro A5.1**

Comparación de Productos que Conforman la Anterior y la Nueva Canasta Básica Alimentaria (CBA)

No.	Grupo de gasto	Anterior CBA	Nueva CBA
1	Pan y cereales	5	7
2	Carnes	2	5
3	Pescados y mariscos	----	----
4	Productos lácteos, quesos y huevos	5	5
5	Aceites y grasas	2	1
6	Frutas	2	5
7	Hortalizas, legumbres y tubérculos	6	6
8	Azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar	1	1
9	Otros productos alimenticios	1	2
10	Aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta	2	2
	<b>TOTAL</b>	<b>26</b>	<b>34</b>

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Adicionalmente al cambio en la composición de la canasta, también se registró un cambio en la valuación de los productos. En ese sentido, el costo diario estimado de la nueva CBA, a octubre de 2017, fue de Q84.95 para 4.77 personas, equivalente a un costo mensual de Q3,549.40, que incluye el costo de adquisición de alimentos fuera del hogar, por un valor de Q1,000.90. En tanto que, el valor de la CBA anterior, a septiembre 2017, fue de Q4,211.37; no obstante, es importante mencionar que la diferencia entre el valor de las dos canastas obedece al cambio metodológico implementado, por lo que, los resultados no son comparables.

Cabe indicar que otro aspecto relevante que incorpora la nueva CBA, es que el nuevo cálculo de dicha canasta se realizó para una familia promedio de 4.77 miembros, mientras que anteriormente se calculaba para una familia de 5.38 personas, comportamiento acorde al cambio demográfico que ha registrado el país en el tiempo.

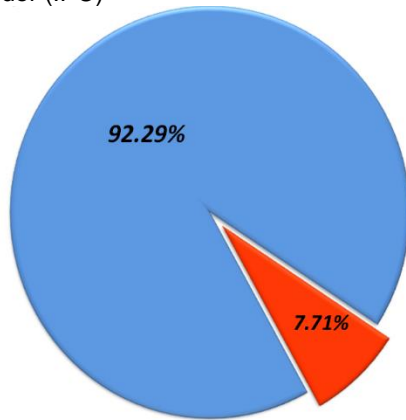
### III. DIFERENCIA ENTRE EL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y LA CANASTA BÁSICA ALIMENTARIA

Existen importantes diferencias entre el IPC y la CBA, que van desde sus objetivos fundamentales hasta su construcción metodológica. En ese sentido, dichos indicadores no pueden ser comparables, ni mucho menos considerarse como sustitutos, por lo que es conveniente identificar claramente sus diferencias, las cuales se detallan a continuación:

- El IPC es un indicador de tipo estadístico, cuya finalidad es establecer la situación de uno de los principales precios macroeconómicos, la inflación; es decir, el incremento generalizado de los precios en la economía. Por su parte, la CBA, aunque está expresada en términos monetarios, está asociada principalmente a aspectos de índole social.
- El IPC mide la variación promedio en los precios de bienes y servicios que responden a los de mayor importancia dentro del gasto de consumo final de los hogares y está integrado por 441 variedades de productos, agrupados en 12 divisiones de gasto. En contraste, la CBA está integrada únicamente por 34 variedades de productos, representando una pequeña porción del IPC, como se puede apreciar en la gráfica siguiente y en el cuadro A5.2.

### Gráfica A5.1

Porcentaje que Representa la Canasta Básica Alimentaria (CBA) Dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC)



■ Canasta Básica Alimentaria (CBA) ■ Resto de Índice de Precios al Consumidor (IPC)

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

### Cuadro A5.2

Variedades de Gastos Básicos que Integran el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y la Canasta Básica Alimentaria (CBA)

	IPC	CBA
1.- Alimentos y bebidas no alcohólicas	138	34
1.1 Pan y cereales	24	7
1.2 Carnes	20	5
1.3 Pescados y mariscos	4	-----
1.4 Productos lácteos, quesos y huevos	10	5
1.5 Aceites y grasas	3	1
1.6 Frutas	13	5
1.7 Hortalizas, legumbres y tubérculos	23	6
1.8 Azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar	9	1
1.9 Otros productos alimenticios	20	2
1.10 Aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta	12	2
2.- Bebidas alcohólicas y tabaco	8	0
3.- Prendas de vestir y calzado	46	0
4.- Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	22	0
5.- Muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar	46	0
6.- Salud	30	0
7.- Transporte	26	0
8.- Comunicaciones	12	0
9.- Recreación y cultura	45	0
10.- Educación	13	0
11.- Restaurantes y hoteles	16	0
12.- Bienes y servicios diversos	39	0
<b>TOTAL</b>	<b>441</b>	<b>34</b>

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

- El IPC se basa en cotizaciones periódicas que reflejan las condiciones del mercado para cada bien y servicio que lo integra; cotizaciones que, si bien se transforman en un número índice, no pueden compararse, ni mucho menos son equivalentes, con los valores monetarios en que se expresa la CBA.

- La actual base de cálculo del IPC es diciembre de 2010, la cual se determinó a partir de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares 2009-2010 y utilizando para su conformación las mejores prácticas internacionales. Por otro lado, el nuevo cálculo de la CBA, como se indicó anteriormente utiliza como insumos principales las encuestas más recientes de la ENCOVI y ENEI. Cabe indicar que, la CBA anterior utilizaba un precio base de 2007 y, a partir de ese precio, se calculaba el del mes siguiente utilizando una tasa de crecimiento promedio, es decir, no tomaba en cuenta los precios que efectivamente prevalecían en el mercado, sino su evolución mediante el índice. Esto se corrigió con la nueva CBA. Cabe indicar que al ser diferentes la CBA y el IPC, las debilidades metodológicas de la CBA no están presentes en el IPC. Esto no implica que el IPC no pueda mejorarse, de hecho, las mejores prácticas internacionales señalan que el año base debe cambiarse cada cinco años. El IPC tiene actualmente siete años de antigüedad. Además, el IPC puede incluir errores de medición asociado a cotizaciones, no obstante, los departamentos del Banco Central han determinado que los mismos no son sistemáticos, por lo que la consistencia estadística del indicador se mantiene. La consistencia macroeconómica del IPC también fue evaluada como se ilustra más adelante.
- La medición de la inflación de alimentos, por medio de la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas del IPC, permite establecer cómo han variado los precios de una canasta de alimentos representativa del consumo de los hogares promedio, considerando los hábitos de consumo y las características de las regiones que conforman el país. Al contrario,

la CBA, es el conjunto de alimentos que constituyen un mínimo necesario para satisfacer por lo menos las necesidades energéticas y proteínicas de una familia (4.77 miembros) y representa a una pequeña porción de los productos que conforman el IPC.

**Cuadro A5.3**

Comparación de los Productos que Conforman la División de Alimentos del Índice de Precios al Consumidor (IPC), la Anterior y la Nueva Canasta Básica Alimentaria

No.	Grupo de gasto	Variedad IPC	Anterior CBA	Nueva CBA
1	Pan y cereales	24	5	7
2	Carnes	20	2	5
3	Pescados y mariscos	4	----	----
4	Productos lácteos, quesos y huevos	10	5	5
5	Aceites y grasas	3	2	1
6	Frutas	13	2	5
7	Hortalizas, legumbres y tubérculos	23	6	6
8	Azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar	9	1	1
9	Otros productos alimenticios	20	1	2
10	Aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta	12	2	2
	<b>TOTAL</b>	<b>138</b>	<b>26</b>	<b>34</b>

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

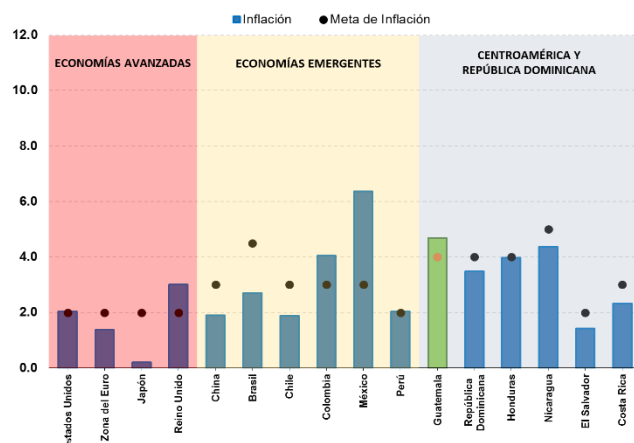
#### IV. CONSISTENCIA MACROECONÓMICA DEL IPC

Como se mencionó, las debilidades metodológicas de la anterior CBA no están presentes en el IPC y, por tanto, la medición de inflación se constituye en un indicador macroeconómicamente consistente para la toma de decisiones de política monetaria. En ese sentido, a continuación se detallan algunas consideraciones que validan dicha afirmación:

- La inflación de Guatemala se comporta acorde con las características de una economía pequeña y abierta, siendo usual que sea mayor tanto a la de las economías avanzadas como a la de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

**Gráfica A5.2**

Inflación de Países Seleccionados 2017 (1)

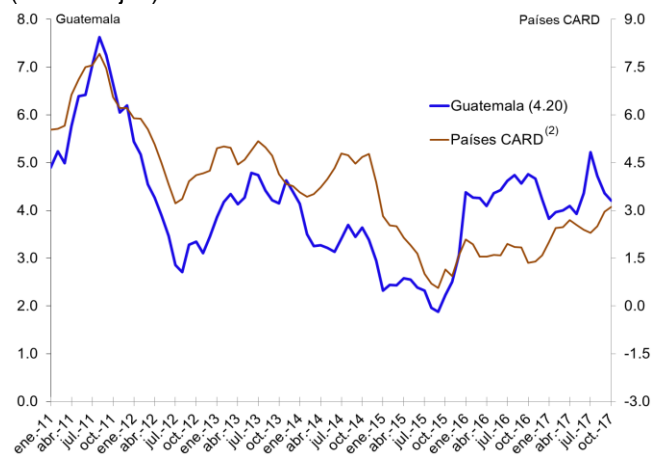


(1) A octubre de 2017. Guatemala a noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala y bancos centrales.

- El comportamiento de la inflación es similar al del conjunto del resto de países de la región, incluso menor entre enero de 2011 y julio de 2015.

**Gráfica A5.3**

Guatemala y Centroamérica: Ritmo Inflacionario Total (1) (Porcentajes)



(1) Cifras a octubre de 2017.

(2) Promedio de Costa Rica, El Salvador, Honduras, Nicaragua y República Dominicana.

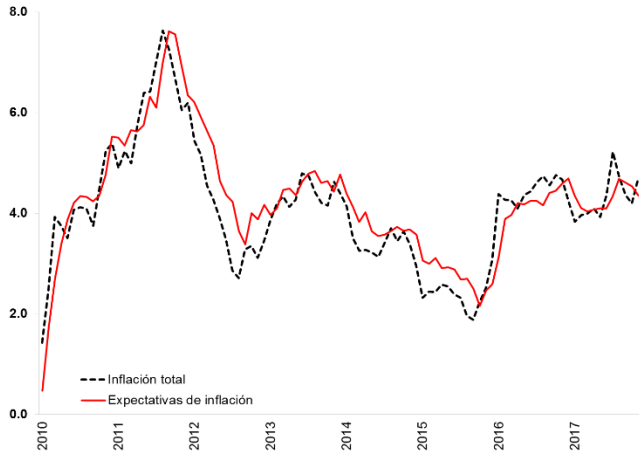
Fuente: Bancos centrales.

- La inflación es coherente con las expectativas de inflación de los agentes económicos.



### Gráfica A5.4

Inflación Total y Expectativas de Inflación (1)  
2010 - 2017 (2)



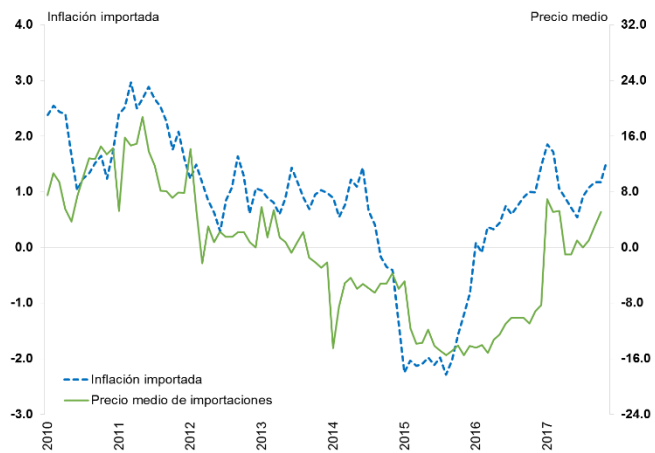
(1) Tasa de variación interanual.

(2) A noviembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

### Gráfica A5.6

Inflación Importada y Precio Medio de Importaciones (1)  
2010 - 2017 (2)



(1) Tasa de variación interanual.

(2) Inflación a noviembre y precio medio de las importaciones a octubre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

- El comportamiento de la inflación es consistente con la evolución del precio de las principales materias primas, particularmente del petróleo.

### Gráfica A5.5

Inflación Total y Precio Internacional del Petróleo (1)  
(Porcentajes)

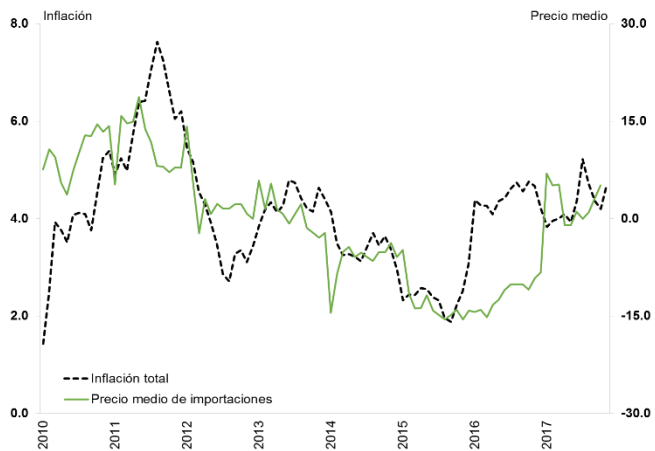


(1) Cifras a noviembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

### Gráfica A5.7

Inflación Total y Precio Medio de Importaciones (1)  
2010 - 2017 (2)



(1) Tasa de variación interanual.

(2) Inflación a noviembre y precio medio de las importaciones a octubre de 2017.

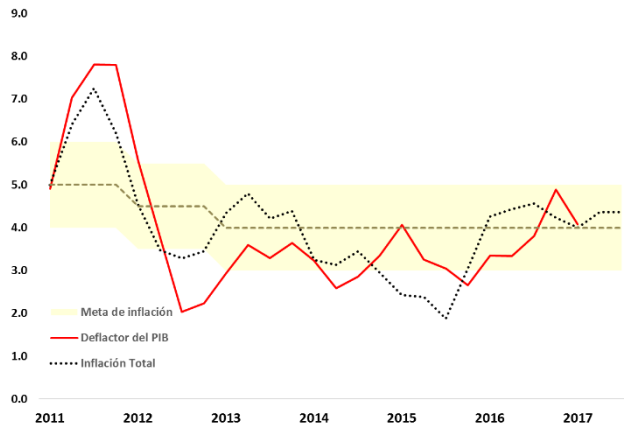
Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

- Las variaciones interanuales del IPC y del deflactor implícito del PIB tienen un comportamiento similar.

- Tanto la inflación importada como la inflación total, incorporan el comportamiento del precio medio de las importaciones.

**Gráfica A5.8**

Deflactor del PIB e Inflación Total (1)  
(Porcentajes)



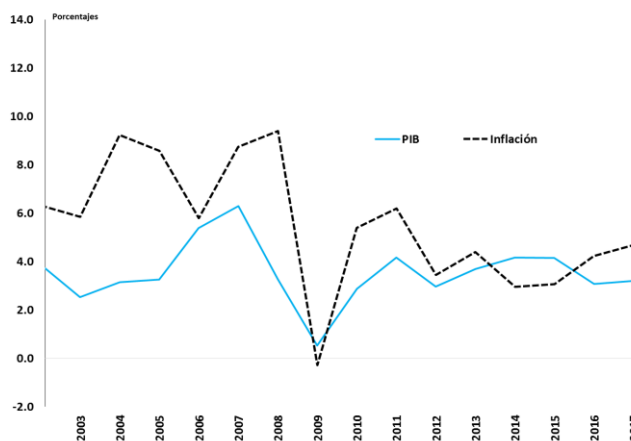
(1) Cifras trimestrales.

Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

- La inflación registra una dinámica acorde con el de la actividad económica, tanto en términos de frecuencia anual como de mayor frecuencia.

**Gráfica A5.9**

Inflación Total y Producto Interno Bruto (1)  
(Porcentajes)

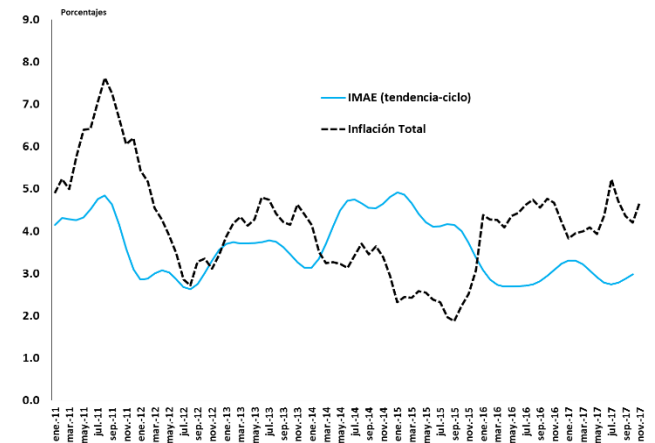


(1) Inflación con cifras a noviembre y PIB al segundo trimestre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

**Gráfica A5.10**

Inflación Total e IMAE (1)  
(Porcentajes)



(1) Inflación con cifras a noviembre e IMAE a octubre de 2017.

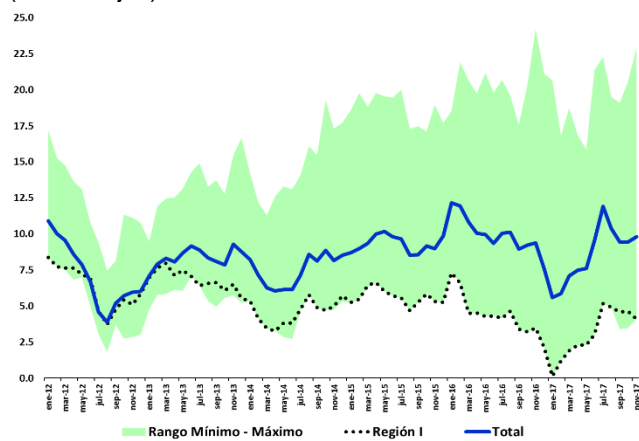
Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

## V. CONSIDERACIONES SOBRE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS EN GUATEMALA

Es importante mencionar que existen elementos de tipo sectorial e institucional que impulsan las presiones en la inflación de alimentos en el país: la estructura de mercado, especialmente en el sector de alimentos, la estructura de costos de las empresas (en particular, el transporte), y la heterogeneidad en cuanto a hábitos de consumo y factores culturales en las diversas regiones del país, lo que hace que el comportamiento de los precios sea disímil a nivel de regiones, por ejemplo, la Región I (Departamento de Guatemala), registra los menores niveles de inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas.

### Gráfica A5.11

División de Gasto Alimentos y Bebidas Alcohólicas Total, Rango Mínimo-Máximo y Región I (1) (Porcentajes)



(1) Con cifras a noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

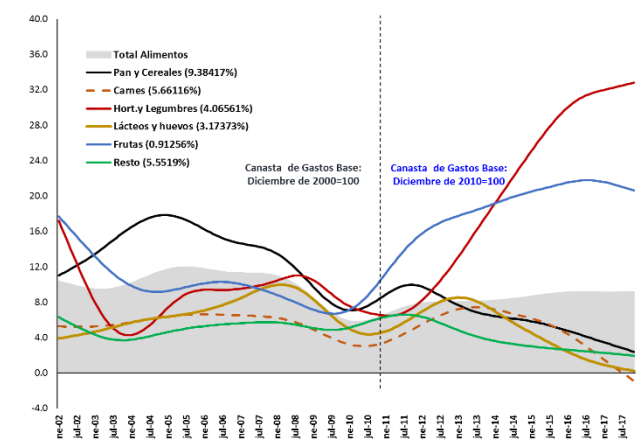
Por otra parte, vale destacar que la inflación de alimentos en Guatemala está sujeta tanto a choques de oferta, particularmente de productos agrícolas, como de demanda, en particular en el consumo privado interno (influenciado por los salarios, las remesas familiares y el crédito bancario al consumo, entre otros), y la intensificación del comercio internacional de los productos agrícolas, lo que incrementó la exposición a choques de demanda externa y propició la homogenización de precios entre países. Lo anterior representa un efecto importante en el abastecimiento (oferta) del mercado interno, dado que en la medida en que los precios en el exterior son más altos, se constituyen en un incentivo para la exportación de productos agrícolas.

Vale subrayar que la inflación de alimentos, en promedio, ha sido menor desde el cambio de año base (diciembre 2010), reflejando la tendencia descendente en la mayoría de los grupos de gasto dentro de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas. De hecho, la mayoría de los grupos de gasto presentan un comportamiento acorde al ciclo de la demanda agregada, con excepción de las hortalizas y legumbres y de las frutas, dado que estos han estado influenciados, como se indicó, por choques de oferta internos, como se

ha observado en los casos del tomate, la cebolla y el guisquil, productos que tienen particular relevancia dentro de la canasta de consumo representativa de los hogares guatemaltecos.

### Gráfica A5.12

División de Gasto Alimentos y Bebidas Alcohólicas (1) Tendencia del Crecimiento de los Grupos de Gasto (Porcentajes)



(1) Con cifras a noviembre de 2017.  
Fuente: Banco de Guatemala, con datos del INE.

## VI. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Recientemente, algunos analistas se han referido a las decisiones de política monetaria, afirmando que la inflación podría haber estado sobreestimada y, por ende, que la política monetaria habría sido restrictiva. Sobre el particular, cabe mencionar que las medidas de política monetaria se basan en el análisis integral de la coyuntura externa e interna, expresada en un balance de riesgos de inflación, en el cual, entre otros indicadores, también se incluye la estimación de la inflación subyacente calculada por el Banco Central, que típicamente es considerada por muchos bancos centrales en el mundo para sus decisiones de política, dado que aísla choques de oferta que afectan temporalmente la inflación, pero que no constituyen un

“incremento generalizado del nivel de precios”, que es una definición de inflación ampliamente aceptada<sup>41</sup>.

En ese sentido, tomando en cuenta lo expuesto en este anexo, particularmente, la evidencia que demuestra que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) es macroeconómicamente consistente, una aseveración de que la política monetaria ha sido restrictiva, carece de fundamento.

## **VII. CONSIDERACIONES FINALES**

Con la evidencia presentada en este anexo, en el cual se efectuó un análisis completo de la diferencia entre el índice de precios al consumidor y la canasta básica alimentaria, se puede concluir, que la inflación es macroeconómicamente bien calculada y, por tanto, se puede concluir que las decisiones que ha tomado la Junta Monetaria han sido congruentes con una inflación que se ha mantenido dentro del rango meta y con expectativas inflacionarias que permanecen ancladas a dicha meta; lo cual ha sido resultado de una prudente conducción de la política monetaria por parte de la Junta Monetaria.

---

<sup>41</sup> Un análisis detallado de la postura de la política monetaria en Guatemala aparece en el Anexo 3 de este documento.

## ANEXO 6

### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2018

FECHA
21 DE FEBRERO
21 DE MARZO
25 DE ABRIL
30 DE MAYO
27 DE JUNIO
29 DE AGOSTO
26 DE SEPTIEMBRE
28 DE NOVIEMBRE

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Abraham, Facundo y Schmukler, Sergio L. (2017). "Financial Globalization. A Glass Half Empty?". Policy Research Working Paper 8194. World Bank Group. Septiembre.
2. Athanassios Orphanides (2013). "Is Monetary Policy Overburdened?". Working Paper 435. Banco de Pagos Internacionales. December.
3. Banco de Guatemala (2017). "Informe de Política Monetaria a Septiembre de 2017". Octubre.
4. Cavallo, Eduardo y Tomás Serebrisky (2017). "Ahorrar para Desarrollarse". Banco Interamericano de Desarrollo.
5. Cervantes, Jesús A. (2017). "Migración internacional, remesas e inclusión financiera. El caso de Guatemala". Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Octubre.
6. Fondo Monetario Internacional (2017). "Actualización de Perspectivas de Las Américas: América Latina y el Caribe: En Movimiento, Pero a Baja Velocidad". Octubre.
7. Fondo Monetario Internacional (2017). "En busca del crecimiento sostenible: Recuperación a corto plazo, Desafíos a largo plazo". Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre.
8. Ministerio de Economía (2016). "Guatemala - Política Económica 2016-2021: Crecimiento Económico Incluyente y Sostenible".
9. IHS Markit (2017): "Global Crude Oil Markets Short-Term Outlook". Agosto.
10. IHS Markit (2017): "Global Crude Oil Markets Short-Term Outlook". Noviembre.
11. Mies V. y R. Soto (2000). "Demanda de dinero: teoría, evidencia, resultados". Economía Chilena 3(3): 5-32.
12. Mishkin, Frederic y Schmidt-Hebbel K. (2007). "Monetary policy under inflation targeting: an introduction". Banco Central de Chile.
13. Oficina de Administración y Presupuesto de la Casa Blanca (2017): "Budget of the U.S. government. A new foundation for American greatness. Fiscal year 2018". Washington, DC, Mayo.
14. Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de América (2017): "Sequestration Update Report: August 2017". Washington, DC, Agosto.
15. Organización de Países Exportadores de Petróleo –OPEP– (2017): "Monthly Oil Market Report". Noviembre.
16. Restrepo, J. (2002). "Demanda de dinero para transacciones en Chile." Banco Central de Chile. Notas de Investigación No.5.
17. Sangyup Choi, Davide Furceri, Prakash Loungani, Saurabh Mishra y Marcos Poplawski-Ribeiro (2017). "Oil Prices and Inflation Dynamics: Evidence from Advanced and Developing Economies". Fondo Monetario Internacional. Working Paper WP/17/196. Septiembre.
18. Solow, Robert (1957). "Technological Change and The Aggregate Production Function". The Review of Economics and Statistics.
19. United States Department of Agriculture (2017): "Grain: World Markets and Trade". Noviembre.
20. World Bank Group (2017). "Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean". Semiannual Report. Octubre.