

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2017



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	7
A. COYUNTURA RECIENTE.....	7
1. Panorama general	7
2. Desempeño de las economías avanzadas.....	11
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.....	14
4. Mercados financieros internacionales	17
5. Precios internacionales de algunas materias primas	20
6. Inflación y política monetaria	24
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	27
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	31
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	31
B. SECTOR EXTERNO	32
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	36
1. Evolución reciente de la inflación	36
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	41
3. Variables informativas de la política monetaria	43
D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	51
E. FINANZAS PÚBLICAS	51
1. Ingresos	52
2. Gastos	53
3. Resultado fiscal y financiamiento	54
ANEXOS	
ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	57

¹ El Informe fue elaborado con información disponible al 24 de julio de 2017.

ANEXO 2

EFFECTO TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL A LOS PRECIOS INTERNOS61

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....64

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2017

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

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

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

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

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

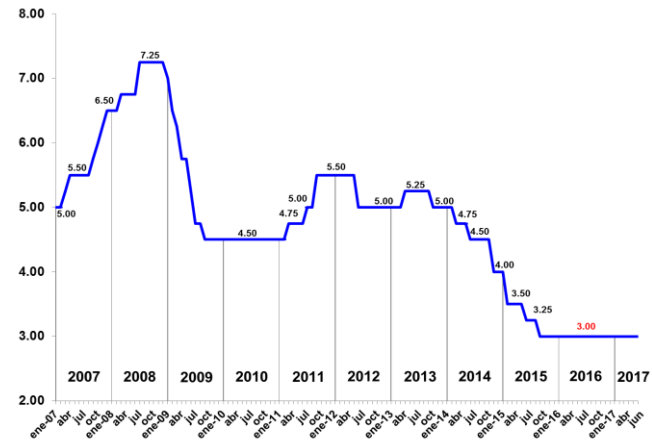
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

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

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener dicha tasa en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las proyecciones de crecimiento económico mundial evidencian una mejora tanto para 2017 como para 2018; aunque priva un ambiente de incertidumbre y riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que en el escenario base, la trayectoria de los pronósticos del precio internacional del petróleo es creciente, tanto para el presente año como para el siguiente. En el ámbito interno, consideró que el comportamiento de varios indicadores de corto plazo de la actividad económica es congruente con la estimación de crecimiento anual del PIB para 2017 (entre 3.0% y 3.8%). Además, señaló que los pronósticos de inflación, tanto para 2017 como para 2018, se encuentran dentro de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual) y que las expectativas de inflación permanecen ancladas.

Gráfica 1

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



(1) Con información a junio de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, aunque la actividad económica mundial se ha mantenido débil y en un ambiente en el que prevalecen la incertidumbre y los riesgos a la baja, los signos de recuperación persisten. El FMI estima que la economía mundial crecería 3.5% en 2017 y 3.6% en 2018, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%), debido al 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 como para 2018 (2.0% y 1.9%, en su orden) y seguirían siendo lideradas por el desempeño previsto en Estados Unidos de América, que crecería 2.1% en 2017 y 2.2% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo, además se prevé que la política fiscal podría tornarse expansiva, aunque en menor magnitud respecto de lo previsto originalmente. Por su parte, se estima que las condiciones monetarias seguirían siendo acomodaticias.

En la Zona del Euro, de acuerdo con el Banco Central Europeo, la actividad económica está respondiendo de manera positiva a los estímulos monetarios, lo que se refleja en mayores niveles de confianza de los consumidores y empresarios. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico para el presente año y para el próximo (1.8% y 1.6%, en su orden), aunque han mejorado, son similares al crecimiento registrado en 2016 (1.8%), denotando que aún persisten riesgos importantes, principalmente por la incertidumbre derivada de la materialización del *Brexit*, la fragilidad de los sistemas bancarios en algunos países de la región (destacando Italia) y por algunos factores de índole política.

En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se estima un crecimiento económico de 4.6% en 2017 y de 4.8% en 2018, aunque con heterogeneidad en las proyecciones entre países. En efecto, el dinamismo de la economía de India (7.2%

en 2017 y 7.7% en 2018), estaría compensando, en parte, la desaceleración en la actividad económica de la República Popular China, que crecería 6.6% en 2017 y 6.3% en 2018. Asimismo, Rusia y Brasil se recuperarían de las recesiones que experimentaron en años previos, pero su crecimiento, aunque positivo, sería moderado en 2017 (1.4% y 0.3%, respectivamente) y empezaría a consolidarse en 2018 (1.6% y 1.3%, en su orden).

En Centroamérica, el desempeño económico seguiría siendo favorable, como resultado del comportamiento positivo de la demanda interna, particularmente, del consumo privado, debido al considerable aumento en el flujo de remesas familiares y de las mejores perspectivas del comercio exterior, ante el fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos de América. La región crecería 3.5% tanto en 2017 como en 2018.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, mantuvieron un desempeño positivo, con niveles bajos de volatilidad, apoyados por la mejora en el entorno económico, lo cual ha reforzado la confianza de los consumidores y empresarios, favoreciendo un mayor apetito por riesgo; sin embargo, las persistentes fuentes de incertidumbre, particularmente de índole política, mantienen latente la posibilidad de que existan algunos episodios de inestabilidad, lo que en alguna medida moderaría el optimismo de los inversionistas, situación que propiciaría cierta corrección en la dinámica de los precios de los activos.

Por su parte, durante el primer semestre, los precios internacionales de las materias primas que tienen un efecto relevante en la inflación de Guatemala, presentaron comportamientos mixtos. El precio internacional del petróleo registró una trayectoria estable durante los primeros dos meses del año; no obstante, a partir de marzo comenzó a registrar una ligera tendencia decreciente, acompañada de una mayor volatilidad, debido al incremento observado en los inventarios

estadounidenses de crudo, que obedeció a los mayores niveles de producción, particularmente de esquisto (*shale oil*), ante la ganancia de eficiencia en dicho proceso y la reactivación de un importante número de plataformas petroleras. Por el contrario, los precios del maíz amarillo y del trigo experimentaron una tendencia al alza, atribuida a una mayor demanda y, en algunos países productores importantes, condiciones climáticas desfavorables.

A nivel internacional, la inflación se mantuvo relativamente estable, resultado, principalmente, de la reciente ralentización en el crecimiento de los precios de las materias primas, particularmente del petróleo. En efecto, en las economías avanzadas, a pesar del repunte entre finales del año anterior y los primeros meses del presente año, la inflación se moderó debido al menor dinamismo que registraron los precios de la energía; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se observó, con algunas excepciones, una desaceleración del ritmo inflacionario. 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 disminuyó, en respuesta a la moderación de las presiones de demanda agregada, la reversión de choques de oferta y la fortaleza de sus monedas. En los países de 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, el producto interno bruto durante el primer trimestre del año, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.0%, ligeramente superior a la observada en el primer trimestre del año previo (2.9%). Para 2017 se prevé un crecimiento del PIB anual entre 3.0% y 3.4%, como resultado del comportamiento positivo de la demanda interna y del mejor desempeño económico de los principales socios comerciales.

Dichas expectativas son acordes con el comportamiento de algunos de los indicadores de corto plazo, como la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la

Actividad Económica (IMAE) que a mayo registró una variación interanual de 3.3%, resultado de tasas de variación positivas en la mayoría de actividades económicas.

En el comercio exterior a mayo, el valor FOB de las exportaciones de bienes aumentó 9.3% respecto a similar período de 2016, resultado de un incremento tanto en el precio medio (7.3%), como en el volumen exportado (1.1%). Entre los principales productos que registran alzas en el valor exportado destacan: cardamomo, café, azúcar, banano, caucho natural, artículos de vestuario, petróleo y grasas y aceites comestibles. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes creció 7.2%, explicado por el alza en el volumen de las importaciones (8.7%), el cual fue compensado, parcialmente, por la leve disminución en el precio medio (1.0%). Dicha reducción en el precio medio ocurrió a pesar del incremento que registraron los precios de los combustibles y lubricantes respecto de igual período del año previo, dado que el resto de importaciones registró precios inferiores a los del año anterior. El comportamiento del precio internacional del petróleo generó, a mayo, un aumento de US\$296.3 millones en el valor de las importaciones de combustibles y lubricantes, a diferencia de lo ocurrido los dos años previos en los que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones de ese rubro.

Al 30 de junio, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$4,051.9 millones, superior en US\$539.7 millones (15.4%), respecto del monto observado en igual período de 2016, resultado que, entre otros factores, se asocia a la reducción del desempleo hispano, al incremento del número de guatemaltecos que vive en Estados Unidos de América y al temor ante las posibles medidas anti-migratorias en dicho país, que ha provocado que algunos migrantes, en adición al envío normal, estén enviando parte de sus ahorros, como una medida precautoria.

El nivel de Reservas Internacionales Netas continuó fortaleciéndose al registrar al 30 de junio un

monto de US\$10,793.9 millones, mayor en US\$1,633.5 millones al registrado en diciembre de 2016.

El tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar, registró al 30 de junio una apreciación interanual de 3.96% (2.49% en términos acumulados). El Banco de Guatemala, tomando en cuenta la volatilidad que registró el 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 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. Como resultado de la participación en dicho mercado, al 30 de junio, el Banco de Guatemala efectuó compras netas de divisas por US\$1,244.1 millones y captó US\$231.2 millones mediante depósitos a plazo, medidas que han contribuido a reducir el exceso de divisas en el mercado.

El ritmo inflacionario a junio se ubicó en 4.36%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La evolución de precios mostró una trayectoria ascendente desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016, asociada, principalmente, a la reversión de la caída en el precio medio de los bienes y servicios asociados al petróleo y a los choques de oferta que elevaron el rubro de alimentos, particularmente de las hortalizas y legumbres. Posteriormente, el desvanecimiento de los choques de oferta que afectaron el rubro de alimentos contribuyó a que la tendencia del ritmo inflacionario, en general, fuera descendente entre el cuarto trimestre de 2016 y los primeros seis meses de 2017, en un entorno de presiones de demanda moderadas, lo que ha permitido mantener una política monetaria acomodaticia, sin comprometer la meta de inflación, dado que las expectativas de inflación se mantienen 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.

Los principales agregados monetarios y de crédito al 30 de junio, evidencian comportamientos mixtos. Por una parte, el crecimiento interanual de la emisión monetaria se ubicó en 13.3%, reflejo de una mayor demanda de efectivo por parte del público; mientras que los medios de pago registraron un crecimiento interanual de 7.9%. Por su parte, el crédito bancario al sector privado aumentó 6.0% en términos interanuales, reflejo, principalmente, de la reducción en el crédito en moneda extranjera.

En cuanto a las finanzas públicas, para el ejercicio fiscal 2017 se previó un presupuesto de gasto equivalente a 13.8% del PIB y un déficit fiscal de 1.9% del PIB. Según cifras preliminares al 30 de junio, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.4%; mientras que los gastos aumentaron 6.9%, respecto de similar período del año previo. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q69,793.6 millones, mayor en Q4,151.8 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\$8,344.9 millones, mayor en US\$329.4 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2016 (US\$8,015.5 millones). Al 30 de junio el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 70.4% de los Bonos del Tesoro programados para el ejercicio fiscal 2017 (Q13,150.3 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial continúa en proceso de recuperación, aunque prevalece la incertidumbre y los riesgos a la baja. En los mercados financieros internacionales, durante el primer semestre, se observó una disminución en la volatilidad, consistente con la perspectiva de una mejora de la actividad económica en Estados Unidos de América. Los precios internacionales de algunas materias primas como el petróleo, maíz amarillo y trigo, reflejaron resultados mixtos en los primeros seis meses, dado que el precio del petróleo se redujo levemente a partir de

marzo, en tanto que los precios del maíz y del trigo aumentaron a lo largo del semestre. Aunque, como se indicó, el precio del petróleo viene registrando una leve tendencia a la baja desde principios de marzo, se prevé que al finalizar 2017 su precio promedio se ubique por arriba del registrado al finalizar 2016.

En el entorno interno, el producto interno bruto durante el primer trimestre 2017, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.0%, la cual fue mayor a la registrada en el mismo trimestre del año anterior (2.9%). Para 2017, el desempeño de la actividad económica estaría reflejando el comportamiento positivo de la demanda interna y el mejor desempeño económico de los principales socios comerciales (demanda externa), previéndose que su crecimiento se sitúe en un rango entre 3.0% y 3.4%.

Las políticas monetaria y fiscal han contribuido a que el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) permanezca estable, lo que ha sido resaltado tanto por el Fondo Monetario Internacional como por las principales empresas calificadoras de riesgo soberano en sus evaluaciones efectuadas al país.

En el contexto descrito, la política monetaria mantuvo una postura acomodaticia durante el primer semestre del año, la cual se refleja en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria de 3.0%, la cual no ha registrado cambios desde septiembre de 2015. Para el segundo semestre del año, la autoridad monetaria continuará 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.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

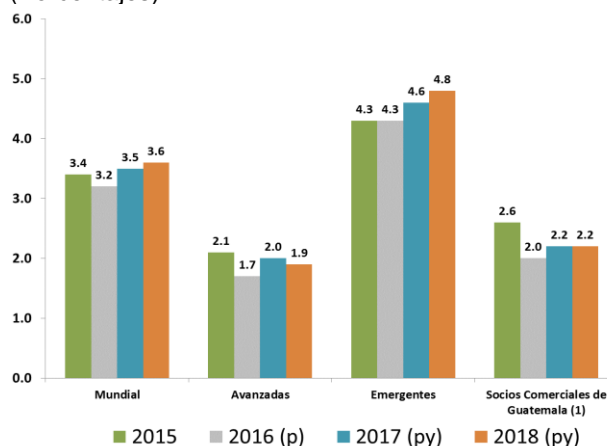
1. Panorama general

Durante el primer semestre de 2017, la recuperación de la economía mundial continuó consolidándose, a medida que el dinamismo de la actividad manufacturera y del comercio internacional se reafirmó, en un ambiente en el que los indicadores de confianza mantuvieron niveles elevados y la volatilidad en los mercados financieros permaneció baja. Este mejor desempeño también ha estado acompañado de cierta moderación de los riesgos en el ámbito político, particularmente, los relativos a los resultados de algunos de los procesos electorales en Europa (Francia, especialmente), además del mejor desempeño económico en la República Popular China.

No obstante lo anterior, persiste la incertidumbre sobre las medidas, especialmente en materia fiscal, que finalmente se adopten en Estados Unidos de América, lo cual aunado a otros importantes riesgos, como la posible materialización de una postura de política económica proteccionista y anti-inmigratoria; las presiones tanto internas como externas que podrían propiciar una fragmentación de la Zona del Euro o de la Unión Europea; las negociaciones entre Reino Unido y la Unión Europea en el marco del *Brexit*; la vulnerabilidad de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo ante el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América; y la intensificación de las tensiones geopolíticas y del terrorismo, podrían afectar las actuales previsiones de crecimiento de la actividad económica a nivel mundial.

Gráfica 2

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*.

Para 2017, se prevé que la economía mundial crezca 3.5% y en 2018 3.6%, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%), debido, principalmente, al mejor desempeño esperado en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas crecerían 2.0% y 1.9% en dichos años, ante un mayor dinamismo de la actividad manufacturera y del comercio internacional y adecuados niveles de confianza, fundamentados en el estímulo fiscal esperado en Estados Unidos de América, aunque, como se indicó, este podría ser menor al estimado inicialmente. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% y 4.8%, respectivamente, apoyadas no sólo por el impulso proveniente de las economías avanzadas, sino también por la recuperación en los precios de las materias primas y por las políticas de estímulo fiscal en la República Popular China, que contribuirían a mantener el dinamismo en este conjunto de economías.

En Estados Unidos de América el crecimiento sigue siendo apoyado por el aumento de la demanda interna, principalmente de la inversión, y por el mantenimiento de condiciones monetarias acomodaticias. Sin embargo, la falta de certeza en torno a los posibles cambios de la política fiscal del gobierno actual, se traduce en un panorama económico complejo, que por el momento limita un crecimiento más sostenido. Las proyecciones apuntan a que la economía crezca 2.1% en 2017 y 2.2% en 2018.

En la Zona del Euro, la recuperación económica se ha fortalecido, impulsada por la demanda interna, ante la mejora en las condiciones del mercado laboral, la resiliencia de la confianza del consumidor y políticas económicas favorables. Además, ha influido la mejora en la demanda externa dada la mejora en el comercio mundial. El crecimiento previsto para la región es de 1.8% para 2017 y de 1.6% para 2018, aunque estas proyecciones están sujetas a riesgos, principalmente relacionados con los sistemas financiero y factores de orden político.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúan mostrando cierta heterogeneidad, aunque, en general, evidencian mejores perspectivas y su aporte al crecimiento económico mundial sigue siendo mayor que el de las economías avanzadas. Al respecto, destacan, por una parte, el desempeño de la economía de India que contribuiría, en parte, a compensar la desaceleración prevista en la actividad económica de la República Popular China y, por la otra, se espera que tanto Brasil como Rusia salgan de 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 de las condiciones financieras a nivel internacional, ante el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América. Se estima que dichas economías, en conjunto, podrían registrar un crecimiento de 4.6% en 2017 y de 4.8% en 2018.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, mantuvieron un desempeño positivo, con niveles históricamente bajos de volatilidad, apoyados por la mejora en el entorno económico, lo cual ha reforzado la confianza de los consumidores y empresarios, favoreciendo un mayor apetito por riesgo y ha aumentado la resiliencia de los mercados; sin embargo, las persistentes fuentes de incertidumbre de índole política, no permiten descartar la posibilidad de que existan algunos episodios de inestabilidad, lo que en alguna medida podría moderar el optimismo de los inversionistas, lo que propiciaría cierta corrección en la dinámica de los precios de los activos.

Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación de Guatemala presentaron comportamientos mixtos. Por un lado, el precio internacional del crudo se redujo, debido, principalmente, al incremento en los inventarios en Estados Unidos de América, el cual se asocia a la mayor producción de esquisto. No obstante, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros once países productores importantes decidieron, en mayo del presente año, prolongar el acuerdo de mantener sus niveles actuales de producción hasta marzo de 2018, ello con el propósito de evitar una disminución mayor en los precios del crudo. Por su parte, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo experimentaron un moderado aumento. En el caso del precio del maíz amarillo, este respondió a la mayor demanda mundial del grano, mientras que en el caso del trigo, obedeció a la preocupación en torno a que las condiciones climáticas adversas, principalmente en Estados Unidos de América, se traduzcan en una menor oferta mundial de este producto.

A nivel internacional, la inflación se mantuvo relativamente estable, resultado, principalmente, de la reciente moderación en el crecimiento de los precios de las materias primas, particularmente del petróleo y sus derivados. En las economías avanzadas, a pesar del repunte entre finales del año anterior y los primeros

meses del presente año, la inflación se moderó recientemente, debido al menor dinamismo que registraron los precios de la energía. 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 los países de Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo relativamente contenida, con niveles, en general, dentro de las respectivas metas.

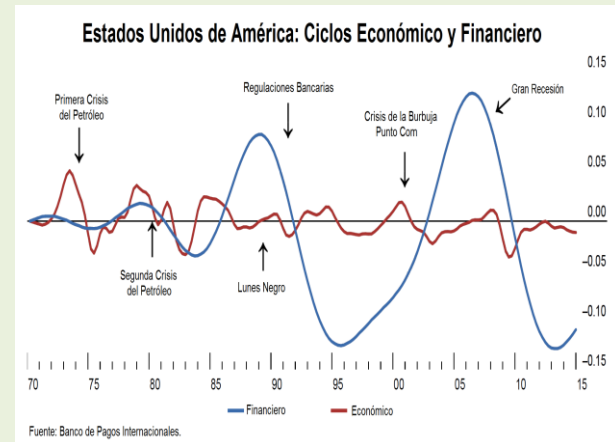
RECUADRO 1

¿ESTANCAMIENTO SECULAR O CICLO FINANCIERO?

Desde la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, el Producto Interno Bruto (PIB) de Estados Unidos de América y de Europa, ha permanecido por debajo de su tendencia de largo plazo. Esto ha generado que organismos internacionales, como el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), analicen posibles hipótesis para explicar las dinámicas que explican dicho comportamiento.

En un estudio reciente del BIS, se indica que existen al menos dos perspectivas que permiten analizar el débil dinamismo que persiste en la actividad económica mundial: las hipótesis del estancamiento secular y la del auge financiero truncado. La primera postula que la economía mundial ha estado detenida por una deficiencia estructural de la demanda agregada, la cual habría iniciado antes de la crisis y estaría motivada por una serie de factores, entre ellos, el envejecimiento de la población, la desigualdad de los ingresos y menores niveles de inversión. Desde esta perspectiva, el auge financiero que tuvo lugar previo a la crisis habría sido la única razón por la que la economía creció a su nivel potencial.

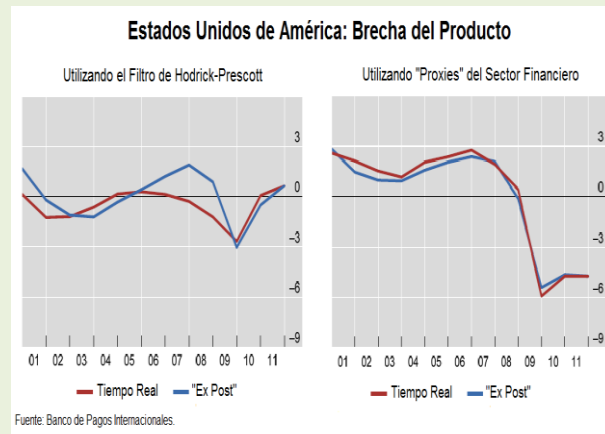
En contraste, la hipótesis del auge financiero truncado plantea que la economía mundial se habría visto afectada por la incapacidad para contener los auges financieros que, al interrumpirse, provocaron daños permanentes en la estructura productiva. En ese sentido, el desproporcionado e insostenible auge financiero que precedió a la crisis, exacerbó el deterioro de la productividad, y lejos de estimular la actividad económica, contribuyó, en cierta medida, a su desaceleración, tanto directa como indirectamente, mediante las políticas que se aplicaron como respuesta, que conllevó una caída prolongada de las tasas de interés reales, tanto a corto como a largo plazos, en un contexto de importantes desequilibrios financieros.



De acuerdo al BIS, es difícil pronunciarse por una u otra de estas hipótesis. Sin embargo, existen diversos argumentos en contra del estancamiento secular que pueden sustentarse empíricamente para el caso de Estados Unidos de América. Por ejemplo, esta hipótesis no es consistente con el elevado déficit en cuenta corriente que registraba ese país antes de la crisis, lo que es indicativo de que la demanda interna era mayor al nivel de PIB.

Fuente: Borio, Claudio (2017). "Secular stagnation or financial cycle drag". Banco de Pagos Internacionales. National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference. Marzo. Washington DC.

En el estudio, se identificaron algunos argumentos en favor de la segunda hipótesis, que son congruentes con las actuales condiciones económicas a nivel mundial. Para ello se realizaron variables aproximativas (*proxies*) del ciclo financiero, ya que este tipo de variables pueden ayudar a obtener estimaciones del producto potencial y de las brechas del producto en tiempo real (es decir, estimaciones que se realizan mientras se desarrollan los acontecimientos), más precisas que aquellas que suelen utilizar modelos macroeconómicos. En ese sentido, los resultados obtenidos muestran la débil relación empírica que existe entre la inflación y las medidas de holgura de la capacidad productiva interna, así como el impacto que tienen los auges del crédito sobre el crecimiento de la productividad.



Los resultados obtenidos reflejaron que hay suficiente evidencia que apoya la hipótesis de que durante una caída en el ciclo financiero ocurren pérdidas permanentes sobre el producto, en el sentido de que la producción puede alcanzar su tendencia de crecimiento pre-crisis, pero en un nivel menor. En efecto, al analizar datos de 40 países en los últimos 40 años, los resultados sugieren que la pérdida en el producto es resultado, principalmente, de la asignación no eficiente de recursos en sectores con menores niveles de productividad, principalmente el de la construcción, que disminuye la tasa de crecimiento de la productividad en alrededor de 0.15 puntos porcentuales durante el auge del ciclo financiero y casi 0.40 puntos porcentuales durante la caída.

Finalmente, el estudio señala que no debería de sorprender el bajo dinamismo de la actividad económica tomando en cuenta lo amplio y profundo que ha sido el actual ciclo financiero; y por tanto, la solución de política debería de enfocarse en el retiro de los estímulos de demanda agregada, especialmente los monetarios, para enfocarse en medidas estructurales, como la promoción del emprendimiento, la competencia, la asignación de recursos hacia actividades más productivas y el uso de la política fiscal en inversión de capital físico y humano.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico fue de 1.2% en el primer trimestre de 2017, inferior al observado en el último trimestre de 2016 (2.1%). Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el resultado estuvo determinado por la contribución positiva de la inversión fija, de las exportaciones y del consumo privado; parcialmente compensada por la disminución de los inventarios y del gasto del gobierno federal, estatal y local. Si bien el menor ritmo de crecimiento se atribuye, en buena medida, a la desaceleración en el consumo, esta habría sido transitoria, dado que el consumo de los hogares continúa siendo apoyado por condiciones de crédito favorables, elevados niveles de confianza y la continua mejora en el mercado laboral (que se refleja en el descenso de la tasa de desempleo a 4.3% en mayo), en donde la creación de puestos de trabajo registra un ritmo consistente con la posición del ciclo en que se encuentra la economía.

Si bien la actividad económica mostró cierta debilidad en el primer trimestre, la Reserva Federal (FED) también ha señalado que esta fue temporal, por lo que continuará con el proceso de normalización de su política monetaria. En efecto, luego de que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) decidiera incrementar la tasa de interés de fondos federales en marzo a un rango de 0.75%-1.00%, y la dejara sin cambios en la reunión de mayo, en su reunión de junio decidió aumentarla nuevamente en 25 puntos básicos, ubicándola en un rango de 1.00%-1.25%, como lo anticipaban los mercados.

Adicionalmente dicho Comité, anunció detalles importantes para la estrategia de reducción de la hoja de balance de la FED. Al respecto, manifestó que dejaría de reinvertir títulos del tesoro y activos respaldados por hipotecas hasta por un monto de US\$10.0 millardos al mes (US\$6.0 millardos y US\$4.0 millardos, respectivamente), incrementándose trimestralmente hasta alcanzar un monto de US\$50.0 millardos

mensuales (US\$30.0 millardos y US\$20.0 millardos, en su orden), en los primeros 12 meses; sin embargo, no precisó la fecha del inicio de este proceso, indicando únicamente que este podría comenzar en el presente año. Si bien las expectativas del mercado sugieren, con una alta probabilidad (cerca de 60.0%), que la tasa de interés objetivo de fondos federales ya no registraría incrementos en lo que resta del presente año, aún no se descarta un aumento adicional en lo que resta de 2017.

En cuanto a la política fiscal, esta mantendría una postura moderadamente expansiva en lo que resta del presente año fiscal, aunque menor a la observada en 2016. Al respecto, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) anticipa un déficit presupuestario de 2.9% del PIB en 2017 (3.2% en 2016), con lo cual se prevé que la deuda pública aumente a 77.5% del PIB en 2017 y mantenga una trayectoria ascendente en los próximos años, congruente con un incremento en el déficit fiscal según el proyecto original de presupuesto para 2018. Sin embargo, el 23 de mayo del presente año, la Oficina de Administración y Presupuesto de la Casa Blanca, presentó una nueva propuesta de presupuesto para el año fiscal 2018, en la cual se prevé una reducción gradual en el gasto del gobierno federal y, consecuentemente, en el déficit fiscal, cuyo propósito fundamental sería equilibrar el presupuesto en un plazo de diez años. Lo anterior, incrementa la incertidumbre en cuanto a la posibilidad de que efectivamente se materialicen las medidas fiscales propuestas por la actual administración, que originalmente incluían una reducción de los impuestos corporativos y un aumento del gasto fiscal en infraestructura, por lo que la expectativa más reciente es que la reforma fiscal sería modesta (o nula) y no en la escala en la que la administración Trump había propuesto inicialmente. Cabe observar que aún está pendiente de conocerse el respaldo que esta nueva propuesta podría tener en el Congreso, dado que, en general, los cambios en materia fiscal aún resultan inciertos, en particular, luego del fallido intento de la administración por reformar el

sistema de salud, lo cual hizo evidente las dificultades que enfrentaría para impulsar en el Congreso iniciativas de alto impacto.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería este año 2.1%, apoyada por el incremento de la inversión, que impulsaría un aumento del consumo privado. Para 2018 las perspectivas mejorarían levemente, proyectándose un crecimiento de 2.2%.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 1.9% durante el primer trimestre de 2017, levemente superior al crecimiento registrado en el cuarto trimestre de 2016 (1.8%). Dicha expansión sigue siendo impulsada por la demanda tanto interna como externa, apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las políticas fiscales expansivas en algunas de las principales economías de esta zona. El consumo privado y la inversión, continúan siendo los principales motores de crecimiento, debido a la mejora en las condiciones del mercado laboral, la mayor confianza del consumidor y políticas económicas favorables, mientras que la debilidad del euro y la mejora progresiva de la demanda mundial, respaldan la demanda externa. Los datos son particularmente sólidos en España y Alemania.

No obstante, el panorama continuaría denotando un moderado crecimiento, dado que los riesgos siguen sesgados a la baja, los cuales están relacionados, principalmente, con aspectos político-económicos (incluido el *Brexit*), la creciente preferencia por el proteccionismo y vulnerabilidades en el sector financiero, especialmente en Grecia e Italia. En efecto, la actividad económica de la región registraría un crecimiento de 1.8% para finales de 2017 y de 1.6% en 2018.

En el Reino Unido, el crecimiento económico en el primer trimestre de 2017 se situó en 2.0%, levemente por encima del registrado en el trimestre previo (1.9%). Este resultado obedeció al aumento del consumo de los hogares y al incremento de la inversión, así como de las exportaciones. Sin embargo, aunque el crecimiento del consumo fue positivo, este se desaceleró respecto del

trimestre anterior, ante el débil incremento de los ingresos y los mayores precios de las importaciones, lo que aunado a la modesta recuperación de la inversión, anticiparía una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en los próximos trimestres, ante la continuidad del proceso de consolidación fiscal. Las perspectivas permanecen fuertemente influenciadas por la respuesta de los agentes económicos a la materialización del *Brexit*, dada la compleja naturaleza de las negociaciones con la Unión Europea, particularmente las comerciales, por lo que se espera que la economía registre una desaceleración en su ritmo de crecimiento al pasar de 1.7% en 2017 a 1.5% en 2018.

En Japón, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 1.0% durante el primer trimestre del año, por debajo de la del trimestre previo (1.4%). Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, esta estuvo determinada por el aumento de la demanda externa, el incremento de inversión privada y, en menor medida, la recuperación del consumo privado. Dicho desempeño refleja la mejora de las exportaciones netas, el incremento moderado de las utilidades corporativas y el repunte de la confianza de los empresarios, así como condiciones financieras altamente acomodaticias y la disminución en la tasa de desempleo a su menor nivel desde 1994, aunque esto último no ha representado una aceleración en los salarios. Este desempeño continuaría apoyado por la mayor demanda externa, especialmente del sudeste asiático, pero también por los efectos de las medidas de estímulo gubernamentales de gran escala, el incremento de la inversión en infraestructura, relacionada con los Juegos Olímpicos de 2020 y la evolución positiva del consumo privado, lo cual anticipa, un modesto crecimiento de 1.4% para 2017 y de 0.9% para 2018.

RECUADRO 2 CONTRIBUCIÓN DEL COMERCIO CON LA REPÚBLICA POPULAR CHINA A LA PRODUCTIVIDAD DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

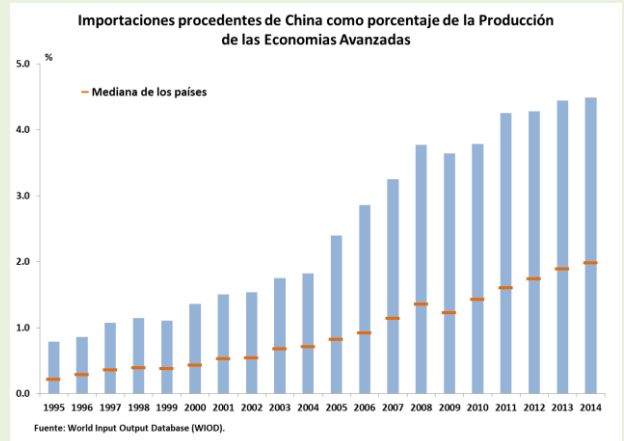
Las políticas proteccionistas, principalmente de las economías avanzadas, se han incrementado en medio del estancamiento económico mundial, representado un cambio de enfoque respecto de los beneficios de la globalización. En particular, se cree que el creciente comercio con la República Popular China ha sido la causa de la pérdida de empleos en las industrias que quedan expuestas al comercio con dicho país, lo que confirma los efectos adversos de la penetración de las importaciones chinas en el mercado laboral de las economías avanzadas. Sin embargo, algunos análisis sugieren que el mayor nivel de comercio con el referido país, tiene implicaciones positivas sobre la productividad de las economías avanzadas.

En efecto, 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, al tiempo 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 en un aumento de la productividad, tanto a nivel sectorial como agregado.

En ese contexto, Ahn y Duval (2017), cuantifican el impacto del aumento del comercio con la República Popular China sobre la productividad en las economías avanzadas, utilizando datos de los niveles de productividad y empleo, así como de las exportaciones (por país de destino) y las importaciones (por país de origen), para una muestra de dieciocho economías avanzadas, desglosando sectores económicos, tanto manufactureros como no manufactureros.

Los autores señalan que el comercio con la República Popular China experimentó un crecimiento sostenido entre mediados de la década de los noventa y mediados de la década siguiente, para luego contraerse como consecuencia de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, y desde entonces viene recuperándose con lentitud, especialmente las importaciones.

Como consecuencia de ese incremento en el comercio, los países y los sectores con mayor exposición a la presencia comercial china, debieron haber experimentado un aumento más rápido de la productividad, para lo cual, los autores utilizaron variables instrumentales para medir dicho efecto. En efecto, los resultados del estudio evidencian que se registró un incremento en la productividad como consecuencia de un mayor comercio con la República Popular China, explicando alrededor de 12.0% del aumento total de la productividad en el grupo de las economías avanzadas incluidas en el estudio en dicho período.



Por otra parte, los autores también identificaron efectos adversos en el empleo de las industrias expuestas a las importaciones chinas. Según los resultados, las pérdidas de puestos de trabajo que sufrieron las economías avanzadas debido a la creciente importación de productos chinos superaron el beneficio que generó el aumento de las exportaciones hacia dicho país, registrándose una pérdida neta de puestos de trabajo de aproximadamente 0.8% del empleo total; no obstante, el efecto en el empleo varía dependiendo de la exposición del país y del tipo de industria.

En conclusión, los autores señalan que sin la apertura de la República Popular China al comercio mundial, la desaceleración de la productividad, que inició antes de la crisis económica y financiera mundial, habría sido más profunda, lo cual implica que las economías avanzadas deben incentivar su apertura comercial hacia ese mercado, contrario a lo que sugieren las propuestas de políticas económicas recientes, pero advierten la necesidad de que los gobiernos consideren medidas de política económica frente a los efectos negativos en el mercado laboral, tales como la reorientación laboral o la asistencia en la búsqueda de empleo.

Fuente: Ahn, JaeBin; y Duval, Romain (2017). "Trading with China: productivity gains, job losses". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/122. Mayo.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron mostrando comportamientos divergentes; sin embargo, indicadores económicos recientes apuntan a una aceleración generalizada en el ritmo de actividad económica durante el primer trimestre de 2017, en línea con la recuperación sostenida de las entradas de capitales (particularmente hacia la República Popular China), el reciente impulso en el comercio internacional y la moderada recuperación de los precios internacionales de las materias primas desde finales del año anterior.

Este conjunto de países sigue registrando mejores perspectivas de crecimiento que las economías avanzadas. Destaca el caso de India, cuyo crecimiento compensaría, parcialmente, la leve desaceleración prevista en la actividad económica de la República Popular China y también apoyaría el hecho de que tanto Brasil como Rusia saldrían de la recesión durante el presente año. No debe soslayarse que la mayoría de economías de este grupo enfrentan importantes riesgos, los cuales se asocian, principalmente, a condiciones financieras más restrictivas y a la posible introducción de barreras al comercio y a la inversión, dado el aumento en el sentimiento proteccionista que priva en algunas economías avanzadas.

En la República Popular China, la actividad económica superó las expectativas del mercado al crecer 6.9% durante el primer trimestre de 2017, levemente superior al observado en el último trimestre de 2016 (6.8%). Este crecimiento estuvo influenciado por la recuperación de la inversión y de las ventas minoristas, así como de las exportaciones netas, lo que permitió que la contribución del gasto de consumo final en el crecimiento del PIB fuera de 77.2%, según la Oficina Nacional de Estadística. Este resultado es congruente con el objetivo de crecimiento económico que la Asamblea Nacional Popular anunció en marzo del presente año (de alrededor de 6.5% para 2017), por lo

que con dicho resultado se espera que la tasa de crecimiento económico anual se ubique en torno al valor proyectado. Sin embargo, los esfuerzos de las autoridades para reducir las crecientes vulnerabilidades financieras, en particular el endurecimiento de las condiciones de liquidez y la implementación de medidas macroprudenciales, podrían redundar en una moderación en el ritmo de crecimiento de los próximos trimestres.

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, principalmente orientada a fortalecer la estabilidad financiera en el corto plazo, con el propósito de apoyar la agenda económica de más largo plazo, que busca reequilibrar el modelo de crecimiento económico. No obstante, el impulso de la economía parece ser más fuerte de lo esperado, lo que aunado al apoyo de la política fiscal y a la moderación de las tensiones con Estados Unidos de América, podría beneficiar el desempeño económico, reduciendo la incertidumbre en torno a la gradualidad del ajuste.

En Rusia, los signos de recuperación en el cuarto trimestre de 2016 se consolidaron, por lo que la actividad económica continuó expandiéndose moderadamente a una tasa de 0.5% en el primer trimestre de 2017, apoyada por el incremento de la inversión y la sostenida acumulación de inventarios. De acuerdo con el Banco Central de Rusia, la economía mantendría una tendencia positiva, respaldada por un entorno externo favorable, la progresiva recuperación de la demanda interna, tanto consumo como inversión y el relajamiento gradual de la política monetaria, por lo que la economía rusa podría crecer 1.0% durante en el segundo trimestre del año. Sin embargo, se estima que la consolidación de la recuperación económica requerirá de políticas de índole estructural por parte del gobierno, que hagan frente a los desafíos asociados a las sanciones comerciales internacionales todavía vigentes y la dependencia del petróleo y del gas, entre otros.

En América Latina, la actividad económica continuó recuperándose de la contracción registrada en los últimos dos años. En efecto, el crecimiento de la región, aunque moderado, continúa respaldado por el mejor desempeño del sector externo, ante la mejora de la demanda mundial y la moderada recuperación de los precios de las materias primas, así como por el impulso de la inversión en infraestructura en países como Argentina, Colombia y Perú. No obstante, el desempeño sigue siendo heterogéneo entre países y los riesgos continúan estando sesgados a la baja, en parte por los cambios en las políticas económicas estadounidenses (especialmente en materia comercial y migratoria) y por el endurecimiento de las condiciones de financiamiento internacional; mientras que en el entorno interno, entre los riesgos a la baja destacan la inestabilidad política y el posible retraso de la inversión en infraestructura, todo lo cual podría deteriorar la confianza del sector privado y por tanto afectar la recuperación económica.

En Brasil, la actividad económica registró una reducción de 0.4% en el primer trimestre de 2017, contracción inferior a la del trimestre previo (2.5%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció a la reducción de la inversión y del consumo privado, en tanto que las exportaciones se incrementaron. Los indicadores económicos han mostrado signos de estabilización, por lo que el panorama continúa apuntando a una recuperación en los próximos trimestres, apoyada en el incremento de la inversión y de las exportaciones, ante la mejora de la confianza del sector privado, en parte debido a la reforma fiscal, la reducción de la inflación, la política monetaria más relajada y la mejora de los términos de intercambio, reflejada en la apreciación del tipo de cambio nominal. Sin embargo, el deterioro de la situación política continúa representando un riesgo latente para el desempeño de la economía brasileña.

En México, aunque persiste la incertidumbre, el panorama económico es menos desfavorable, dado que las medidas por parte de Estados Unidos de América,

han sido menos agresivas que lo anticipado, en especial en lo relativo a la política comercial. El crecimiento económico, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), fue de 2.8% durante el primer trimestre, por arriba del observado en el cuarto trimestre de 2016 (2.3%), como reflejo, principalmente, de la expansión del consumo privado y de la demanda externa. A pesar de dicha mejora, el entorno internacional sigue siendo complejo, principalmente influenciado por la incertidumbre en torno a la posible renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) y a la postura anti-inmigración por parte del gobierno estadounidense, lo que ha redundado en el menor dinamismo del consumo y perspectivas poco favorables para la inversión, que se espera sea compensado por el mayor dinamismo del sector externo, dado el fortalecimiento de la actividad económica mundial.

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 del aumento de remesas familiares y del incremento en los salarios reales, ante la disminución de la inflación. En ese sentido, el panorama económico para 2017 es positivo, sustentado en dicha expansión del consumo privado y de las exportaciones; no obstante, la inversión sigue siendo débil y algunas economías enfrentan importantes restricciones fiscales, en un momento en el que el crecimiento económico está expuesto al cambio de las condiciones externas, en particular al aumento de las tasas de interés, el incremento de los precios de los combustibles y la materialización de las nuevas políticas comerciales, migratorias y de inversión en Estados Unidos de América.

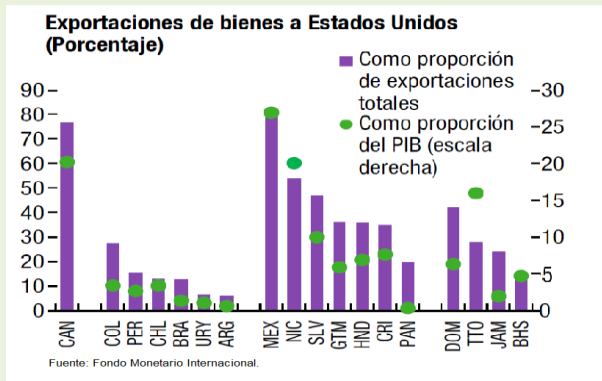
RECUADRO 3

AMÉRICA LATINA: EXPOSICIÓN ANTE LAS NUEVAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), si bien se espera que la actividad económica en América Latina repunte gradualmente durante 2017 y 2018, las perspectivas se han deteriorado respecto de lo proyectado a finales del año anterior, debido a que los riesgos han aumentado, en un contexto de mayor incertidumbre en términos de la posible reorientación del conjunto de políticas de la actual administración del gobierno de Estados Unidos de América.

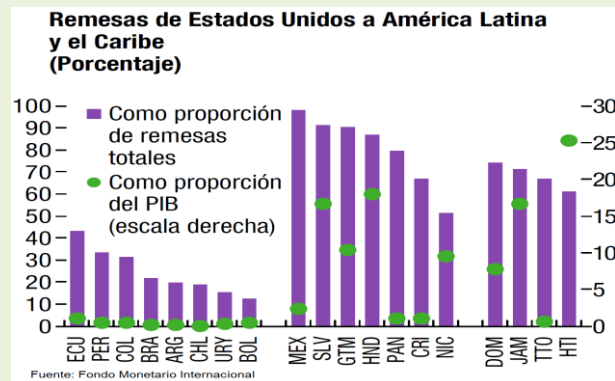
El FMI toma como supuesto el referido conjunto de políticas (un mayor estímulo fiscal, un ritmo más acelerado de normalización de la política monetaria y una mayor presión al alza del dólar estadounidense) para realizar sus proyecciones del escenario base. A partir de los resultados obtenidos, el FMI señala que las principales exposiciones que la región tendría frente a Estados Unidos de América serían aquellas asociadas a los flujos comerciales, a las remesas familiares e inmigración y a la Inversión Extranjera Directa (IED).

En cuanto a la exposición por la vía del comercio, destacan los casos de Canadá, México y Centroamérica, ya que Estados Unidos de América es el destino de cerca de 80% de las exportaciones de los primeros dos países y de 40.0% de las exportaciones de la región centroamericana. Cabe señalar que la exposición indirecta (vía comercio intrarregional) de los países centroamericanos también es elevada, ya que equivale a alrededor de 20.0% de sus exportaciones totales. La exposición comercial de América del Sur es menor y está en gran medida concentrada en materias primas. Ante ese panorama, una renegociación de los tratados comerciales con el objetivo de afectar la balanza comercial bilateral, incluyendo una imposición unilateral de aranceles u otras barreras comerciales sobre las importaciones, en general, sería perjudicial para la región.

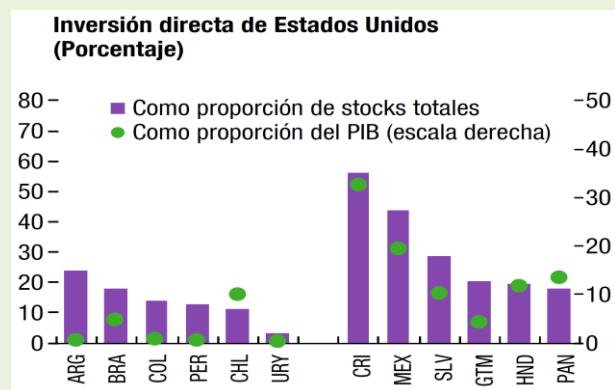


En cuanto a la exposición asociada a los flujos de remesas familiares enviados desde Estados Unidos de América, el FMI indica que los inmigrantes de México y Centroamérica constituyen la mayor proporción de la población migrante de América Latina en Estados Unidos de América y, consecuentemente, representan el flujo de divisas más significativo proveniente de dicho país.

En ese sentido, una intensificación de las tendencias recientes de deportaciones podría deprimir el PIB per cápita de Centroamérica, Panamá, la República Dominicana y, en menor medida, de México. La magnitud del impacto dependería del nivel de calificación de los trabajadores que retornan al país de origen, así como del grado con el que se reinserían en el mercado laboral interno, de la brecha de salarios entre los países de origen y Estados Unidos de América, y del posible deterioro de la confianza y del riesgo país. En términos generales, la exposición de América del Sur es baja, ya que para este conjunto de países, los flujos de remesas provienen principalmente de Europa.



Finalmente, el FMI subraya que del total de IED, la proveniente de Estados Unidos de América representa 60.0% en Costa Rica y 50.0% en los países que conforman el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés). Por su parte, la exposición de América del Sur a los flujos de IED provenientes de Estados Unidos de América también es menor, excepto en Brasil y Chile.



Fuente: Berkmen, S. Pelin; y Yépez, Juan (2017). "Recuadro 2.1. Exposiciones de la región frente a Estados Unidos". Perspectivas Económicas: Las Américas. Fondo Monetario Internacional. Abril.

4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer semestre de 2017, los mercados financieros internacionales mostraron una fuerte resiliencia y niveles históricamente bajos de volatilidad, a pesar de la elevada incertidumbre en materia de política en las economías avanzadas y los crecientes riesgos geopolíticos. El desempeño positivo de dichos mercados parece responder más al aumento del apetito por riesgo, atribuido, en buena medida, a la mejora en el entorno económico mundial, así como a los mayores precios de las materias primas y a la gradualidad del ajuste monetario en Estados Unidos de América. En efecto, luego de las elecciones presidenciales estadounidenses a finales del año pasado, las tensiones financieras se moderaron. En Europa la aversión al riesgo también aumentó en los periodos previos a las elecciones presidenciales en los Países Bajos y en Francia, pero en ambos casos se revirtió luego de conocerse los resultados electorales.

La persistencia de importantes fuentes de incertidumbre no permite descartar la posibilidad de que se produzcan episodios de inestabilidad en el entorno financiero mundial, en particular por el sesgo proteccionista de la actual administración de gobierno estadounidense, el proceso de negociaciones en torno al *Brexit*, la situación financiera 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, sí ha moderado el optimismo de los inversionistas, propiciando correcciones en la dinámica de los precios de los activos.

En las economías avanzadas, los precios de las acciones aumentaron significativamente, a medida que se fueron moderando los riesgos en el entorno político y que la FED reiterara el compromiso con el enfoque gradual en el proceso de normalización de su política monetaria. Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años tanto en Estados Unidos de América como en

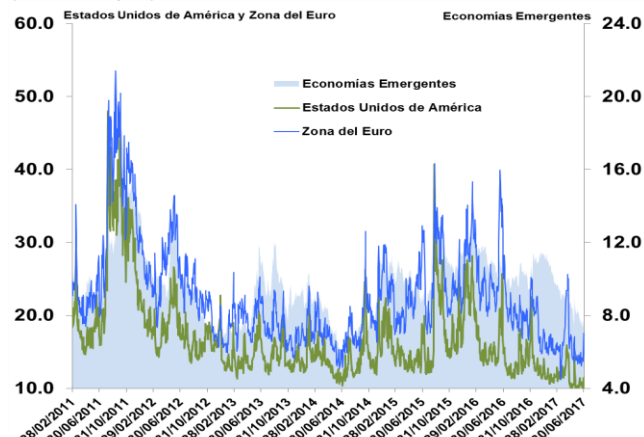
Europa fluctuaron en torno a los niveles prevalecientes desde comienzos de año, reflejando la menor probabilidad de que los cambios propuestos por el gobierno estadounidense, particularmente en materia fiscal, se materialicen de la manera en que se habían anticipado, lo que daría lugar a un menor efecto en el crecimiento económico, pero también moderaría las expectativas de inflación, la percepción de riesgo y la trayectoria esperada de las tasas de interés de corto plazo.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el comportamiento de los mercados financieros se caracterizó por la recuperación de los flujos de capital, impulsada por la mayor demanda por activos riesgosos, debido a que la percepción de que las medidas de alto impacto económico impulsadas por el gobierno estadounidense podrían no materializarse, dada la fuerte oposición que enfrentarían en el Congreso. Ante ese panorama, la mayoría de divisas de las economías emergentes registraron una apreciación frente al dólar estadounidense, destacando el caso del peso mexicano, el cual alcanzó niveles cercanos a los observados en los días previos a las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América.

En el resto de América Latina, la tendencia positiva que experimentaron los mercados bursátiles, obedeció no sólo a los factores antes mencionados, sino también al mejor desempeño de la economía china, lo que redujo las preocupaciones en torno a su ajuste económico, el cual tiene un importante impacto sobre la evolución de los precios de las materias primas. Las condiciones financieras continuaron siendo benignas, a pesar del posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial.

Gráfica 3

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



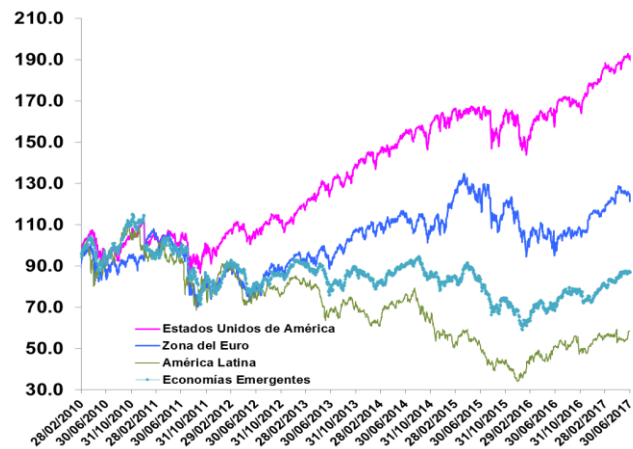
(1) Al 30 de junio de 2017.

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

Fuente: *Bloomberg*.

Gráfica 4

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



(1) Al 30 de junio de 2017.

(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona de 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*.

RECUADRO 4

INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL TRAS LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL

La integración financiera mundial, entendida como los flujos financieros transfronterizos, han registrado cambios importantes después de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009. En primer lugar, durante la referida crisis se registró una disminución significativa de los flujos de capital, como consecuencia de la importante repatriación de capitales, particularmente a las economías avanzadas. Posteriormente, entre 2010 y 2013, los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes se recuperaron y se registró una fragmentación de los recursos hacia los países de la Zona del Euro. Finalmente, desde mediados de 2013 hasta la fecha, la evolución de los flujos de capital ha sido caracterizada por una considerable incertidumbre, con una mayor volatilidad en los flujos hacia las economías de mercados emergentes y una modesta recuperación de los flujos desde y hacia las economías avanzadas.

En ese contexto, el estudio elaborado por Lane y Milesi-Ferretti (2017), analiza el cambio sustancial que se registró en los flujos de capital, tanto en su nivel como en su composición.



El estudio sugiere que el progreso de la integración financiera internacional se detuvo tras la crisis financiera mundial como reflejo, principalmente, de dos factores fundamentales. El primero, se refiere a la moderación de flujos de capital desde y hacia las economías avanzadas, en particular, la disminución de la actividad bancaria transfronteriza y, el segundo, relativo a la mayor contribución de las economías emergentes al PIB mundial, este último factor es importante dado que este grupo de economías, en general, tienen relativamente menores proporciones de activos y pasivos externos con respecto al PIB, en comparación con las economías avanzadas.

Asimismo, el estudio detalla algunas tendencias que se están registrando en los flujos de capital, por ejemplo, el aumento de los pasivos de cartera, tanto soberanos como corporativos, de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Por otra parte, también se está observando un aumento de la inversión de las economías de mercados emergentes en el mercado financiero internacional, incluyendo no sólo mayores tenencias por parte del gobierno (reservas internacionales y fondos soberanos), sino también la mayor presencia de empresas e inversionistas institucionales, aspecto que los autores destacan, dada la creciente importancia de la integración financiera de la República Popular China al referido mercado financiero, particularmente en materia de reservas internacionales y de inversión extranjera directa.

Los autores señalan además que, recientemente, existe un mayor interés en los flujos de inversión de cartera, especialmente en los títulos de deuda, como consecuencia de importantes cambios en los mercados de deuda, asociados a la sustitución de pasivos de deuda intermediada por los bancos por parte de las economías de mercados emergentes; de la reducción de las tenencias extranjeras de títulos de deuda nacionales para los países de la Zona del Euro más afectados por la crisis de 2010-2012; del incremento en la demanda por activos seguros por parte de los inversionistas internacionales; y del aumento en las tenencias de títulos de deuda pública por parte de los bancos centrales en varias economías avanzadas, derivado de los programas de flexibilización cuantitativa.

Los autores exponen que la proporción de títulos de deuda en poder de no residentes, principalmente títulos públicos, ha sido mayor en economías avanzadas. Al respecto, muestran que la proporción de títulos de deuda pública en propiedad de no residentes ha estado relacionada negativamente con el tamaño del mercado de deuda interna y con la Posición de Inversión Internacional Neta (NIIP, por sus siglas en inglés) y positivamente con el nivel de PIB per cápita.

Finalmente, el estudio concluye que este proceso es transitorio y que en el largo plazo se debe esperar una convergencia, en términos de escala y de características de la integración financiera internacional, entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes y en desarrollo.

Fuente: Lane, Philip R.; y Milesi-Ferretti, Gian (2017). "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/115. Mayo.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

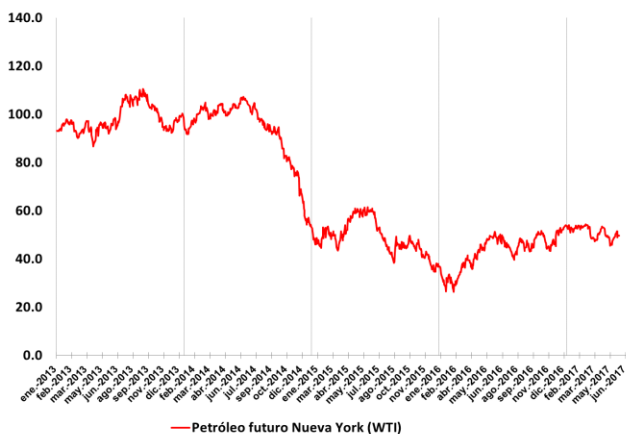
Durante el primer semestre de 2017, los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación de Guatemala presentaron comportamientos mixtos. El precio del petróleo mostró una reducción, en términos acumulados, de 14.3%, luego del notable incremento observado a lo largo del año pasado (aumento acumulado de 45.0%). Por el contrario, los precios del maíz amarillo y del trigo aumentaron 5.25% y 25.29%, respectivamente, con una mayor volatilidad en el caso del precio del trigo.

a) Petróleo y gasolinas

El precio internacional del petróleo registró un comportamiento estable durante los primeros dos meses del año, oscilando en un rango de entre US\$50.00 y US\$55.00 por barril; sin embargo, este se redujo en marzo, debido al incremento observado en los inventarios estadounidenses de crudo, que, según la Administración de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés), obedeció a los mayores niveles de producción, particularmente de esquisto (*shale oil*), ante la ganancia de eficiencia en dicho proceso y la reactivación de un importante número de plataformas petroleras.

Gráfica 5

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



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

Ante ese escenario, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros once importantes países productores, incluidos Rusia y México, decidieron, el 25 de mayo del presente año, prolongar el acuerdo de no incrementar sus niveles actuales de producción hasta marzo de 2018, con el propósito de evitar una disminución mayor en los precios del crudo. Dicha medida no ha sido suficiente para contrarrestar las expectativas del mercado, pues el petróleo, con cierta volatilidad, continuó cotizándose por debajo de US\$50.00 por barril.

Tanto los países miembros de la OPEP como el resto de productores, evidencian un alto nivel de cumplimiento de las cuotas establecidas en el acuerdo, pues según reporta la Agencia Internacional de Energía, la producción de la OPEP se redujo en 1.15 millones de barriles diarios (mbd) en el primer trimestre de 2017, lo que equivale a un cumplimiento de 99% de lo establecido, destacando los recortes en Arabia Saudita; mientras que Rusia habría disminuido en promedio 0.14 mbd, de un nivel de producción récord (11.6 mbd en noviembre de 2016).

Gráfica 6

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



(1) Con información preliminar a junio de 2017.

Fuente: Bloomberg.

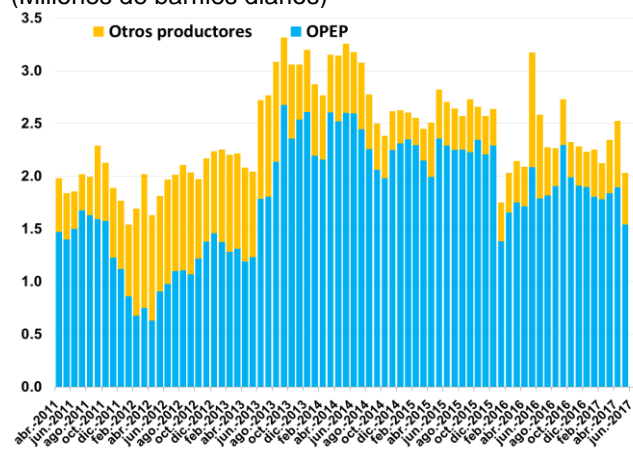
En contraste, la producción de crudo en Estados Unidos de América continuó incrementándose, apoyada por la rápida recuperación de los precios entre

finales de 2016 y principios de 2017, la cual impulsó la inversión en el sector y aumentó la cantidad de plataformas petroleras activas, que a principios de mayo se ubicaron en 877 plataformas, más del doble de las que estaban activas el año anterior (415 plataformas).

Lo anterior, aunado a un nivel de existencias por encima del promedio de los últimos cinco años, ha compensado el impacto de los recortes de la OPEP y las interrupciones en la producción de petróleo, que se mantienen elevadas, ante la persistencia de los conflictos geopolíticos en las regiones productoras de Medio Oriente y África.

Gráfica 7

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



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

La firma *IHS Energy*, con cifras a junio, prevé que para 2017 la producción mundial de petróleo se situaría en 97.9 mbd, mayor en 1.1% respecto a la registrada en 2016. Anticipa también que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 98.1 mbd, superior en 1.5% a la de 2016, apoyada, por las perspectivas de crecimiento mundial. Lo anterior resultaría en un balance entre la oferta y la demanda mundial de crudo levemente negativo (0.2 mbd) al finalizar 2017, en contraste con el superávit de 0.2 mbd registrado el año anterior.

Cuadro 1

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

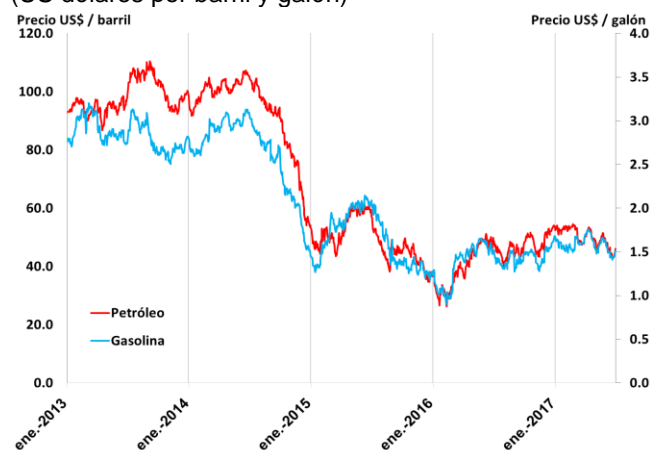
Descripción	2016 ^(a)	2017 ^(b)	Variación 2017/2016
Oferta	96.8	97.9	1.1
Demanda	96.6	98.1	1.5
Balance (oferta - demanda)	0.2	-0.2	

(a) Cifras preliminares.
(b) Cifras proyectadas.
Fuente: *IHS Energy*, junio de 2017.

Con relación al precio internacional de la gasolina, este mostró una tendencia a la baja hasta mediados de marzo, resultado del aumento de los inventarios estadounidenses del combustible, a niveles cercanos a su máximo histórico, ante la menor demanda minorista, la reducción de las exportaciones y la reanudación de las operaciones de varias refinerías. Dicha tendencia se revirtió, ante el incremento del volumen demandado para consumo final, por la finalización de la época de invierno en Estados Unidos de América y el correspondiente inicio de la temporada conocida como *driving season*.

Gráfica 8

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



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

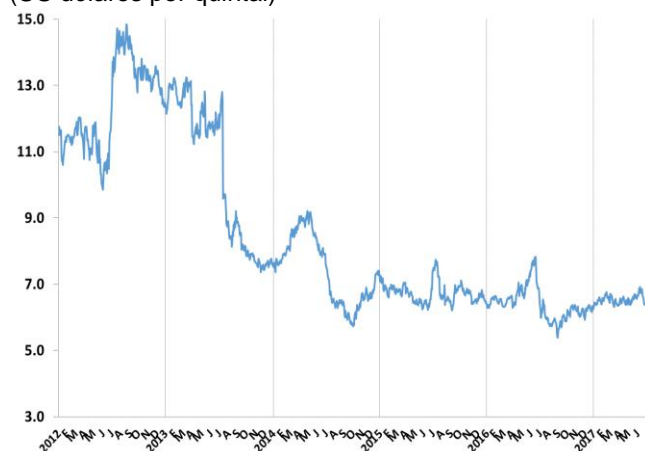
b) Maíz amarillo y trigo

Durante el primer semestre del año, el precio internacional del maíz amarillo registró un aumento, aunque su comportamiento estuvo expuesto a

fluctuaciones asociadas a las previsiones de producción, a los niveles de inventarios y a la demanda a nivel mundial. Dicho aumento reflejó la mayor demanda mundial por el grano estadounidense, favorecido por la depreciación del dólar frente a las principales divisas mundiales y por la expectativa de un incremento en la producción de etanol, para compensar el incremento en los precios de la gasolina, efecto que fue contrarrestado, en parte, por la expectativa de una mayor oferta mundial, ante la mejora en las previsiones de cosecha en América del Sur (Argentina y Brasil, principalmente), lo que supone un aumento en los inventarios mundiales del grano.

Gráfica 9

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



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

Fuente: *Bloomberg*.

Para finales de 2017, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por su siglas en inglés), prevé que la producción mundial para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 1,033.7 millones de toneladas métricas (mtm), inferior a la registrada en la cosecha previa (1,065.1 mtm), debido a que el incremento esperado de la producción de Brasil y Argentina, cuyas cosechas alcanzarían niveles récord, no alcanzaría compensar la disminución en la producción de Estados Unidos de América y la República Popular China. Finalmente, se anticipa que la

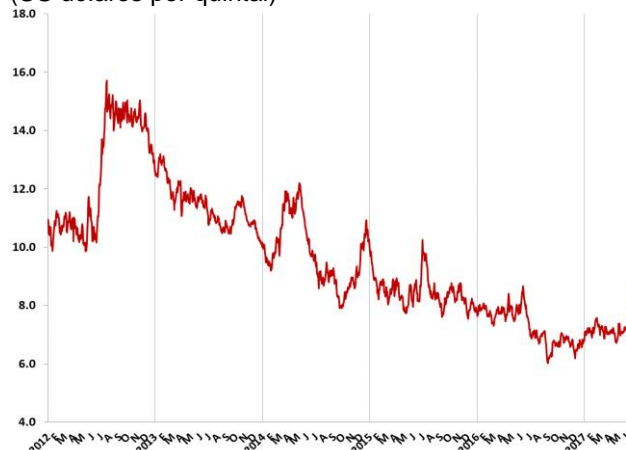
demanda mundial alcance 1,062.3 mtm, superior a la del año previo (1,053.6 mtm). Adicionalmente, estima que el nivel de inventarios disminuiría de 223.9 mtm a 195.3 mtm.

En cuanto al precio internacional del trigo, este también mantuvo una tendencia al alza durante el primer semestre del año, explicada, en buena medida, por la expectativa de una menor cosecha de trigo estadounidense, tanto por la reducción del área cultivada como por las preocupaciones en torno a condiciones climáticas adversas que enfrentaron las zonas productoras; no obstante, los altos niveles de inventarios mundiales permitieron moderar las presiones asociadas a dichos factores.

Para finales de 2017, el USDA prevé que la producción para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 737.8 mtm, por debajo del nivel récord de la cosecha 2016-2017 (753.1 mtm), mientras que estima que la demanda sería de 734.9 mtm, inferior a la observada el año anterior (740.2 mtm), se prevé además que el nivel de inventarios aumentaría levemente de 255.4 mtm a 258.3 mtm entre la cosecha previa y la actual.

Gráfica 10

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



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

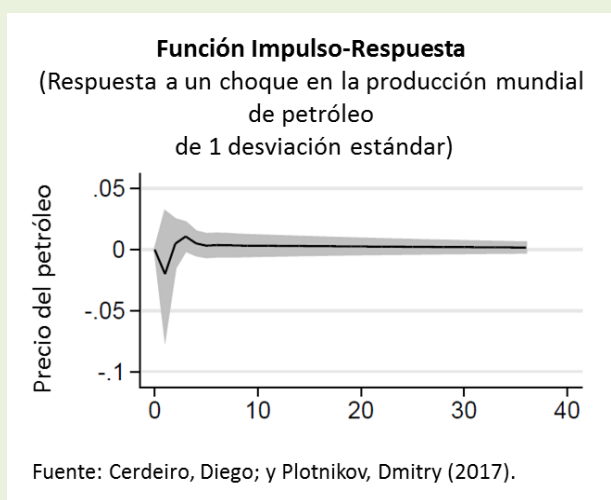
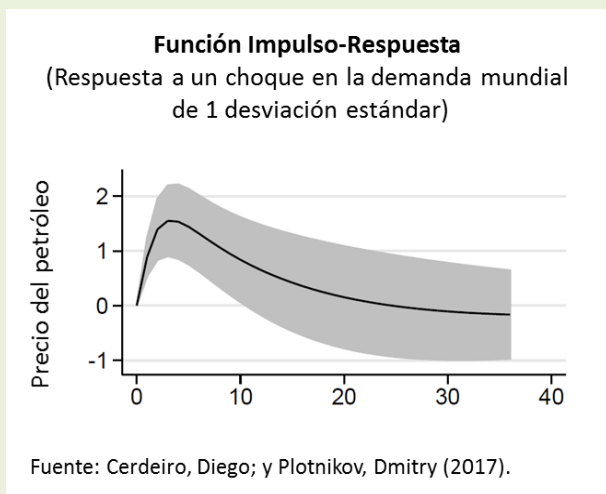
Fuente: *Bloomberg*.

RECUADRO 5
¿QUIÉN SE BENEFICIÓ DEL CHOQUE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO?

En general, existe la percepción de que bajos precios del petróleo son favorables para el crecimiento económico mundial; sin embargo, la caída reciente, experimentada entre mediados de 2014 y principios de 2016, no se tradujo en un impulso económico sustancial y su efecto total no parece del todo claro.

En ese sentido, el estudio elaborado por Cerdeiro y Plotnikov (2017) sugiere que para entender el efecto de la baja en los precios del petróleo sobre el crecimiento primero es necesario identificar las fuerzas subyacentes que inducen sus movimientos. Al respecto, los autores indican que los precios de los bienes y servicios y, en particular las materias primas, responden a choques tanto de oferta como de demanda, los cuales tienen diferentes efectos en términos de magnitud y dirección.

En efecto, los autores estiman que un aumento no previsto de la oferta mundial de petróleo (equivalente a 1.0%) induce una reversión temporal de la producción (de aproximadamente 0.25%) en dos meses y a una reducción en su precio real (de alrededor de 2.0%) de tres a cuatro meses, efecto que se desvanece en un horizonte de tres años. Asimismo, muestran que los choques de la demanda agregada mundial son altamente persistentes, con un efecto sobre la actividad económica mundial que se desvanece lentamente durante tres años y que provoca un aumento en la producción de petróleo en los meses siguientes y un incremento constante en su precio real, que tiende a disminuir tras dieciocho meses. En tanto que un incremento inesperado de la demanda de petróleo provoca un impacto duradero sobre su precio real, aunque este alcanza su máximo en los primeros seis meses, lo cual induce un aumento temporal en la actividad económica mundial.



El estudio indica que si bien la caída reciente de los precios del petróleo estuvo asociada a una combinación de diferentes choques, la debilidad de la demanda agregada mundial tuvo un papel preponderante. De hecho, los autores estiman que, durante 2015, mientras que el aumento del suministro de petróleo impulsó el crecimiento económico en aproximadamente 0.2 y 0.4 puntos porcentuales, respectivamente, la debilidad de la demanda mundial lo redujo en 0.8 puntos porcentuales; por lo que el efecto neto para el crecimiento económico habría sido negativo (en 0.2 puntos porcentuales). No obstante, el efecto fue heterogéneo entre países y regiones, ya que los choques en los precios del petróleo habrían beneficiado a las economías avanzadas (entre 0.3 y 0.6 puntos porcentuales), pero afectado a las economías de mercados emergentes y en desarrollo (1.1 y 1.5 puntos porcentuales). Por otra parte, los autores indican que el efecto habría sido negativo para los países exportadores de petróleo, que ante las restricciones de liquidez se vieron obligados a hacer ajustes forzados, pero positivo para los importadores de petróleo, aunque moderado.

Finalmente, el estudio destaca que la heterogeneidad de las respuestas entre los países no está relacionada únicamente con la región y la condición de exportador neto de petróleo, sino también con el grado de apertura económica y de diversificación de las exportaciones. Específicamente, evidencia que un alto grado de apertura implica una mayor exposición a los cambios en la demanda agregada mundial; mientras que la diversificación de las exportaciones representa, entre otros aspectos, una protección contra los choques que pueden tener efectos desproporcionados en ciertos sectores, como el de materias primas, que habría contribuido a mitigar el efecto de los movimientos de los precios del petróleo sobre la actividad económica.

Fuente: Cerdeiro, Diego A.; y Plotnikov, Dmitry (2017). "Taking stock: who benefited from the oil price shocks?". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/104. Mayo.

6. Inflación y política monetaria

Durante el primer semestre de 2017, la inflación mundial, en términos generales, se mantuvo estable, como resultado de que los precios de las materias primas, particularmente de los alimentos, no mostraron variaciones significativas y para el caso de la energía, revirtieron la tendencia al alza que registraron durante el primer trimestre del año. En efecto, en las economías avanzadas, a pesar del repunte registrado entre finales del año pasado y principios del presente año, la inflación se estabilizó, debido al menor crecimiento de los precios de la energía. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el comportamiento reflejó la desaceleración del ritmo inflacionario en los países emergentes de Asia, particularmente en la República Popular China y en algunas de las principales economías de América Latina (Brasil y Colombia, especialmente).

En Estados Unidos de América, el aumento de la inflación desde finales del año anterior, que estuvo explicado, principalmente, por el incremento de los precios de los combustibles y del servicio de electricidad, mostró una moderación en los meses recientes (1.63% en junio) y se ubicó cerca del objetivo de la Reserva Federal. Lo anterior, aunado a la evolución favorable del mercado laboral, incidió para que la FED aumentara la tasa de interés de fondos federales en sus reuniones de marzo y de junio (25 puntos básicos en cada ocasión), ubicándola en un rango de 1.00%-1.25%, como lo anticipaban los mercados y, adicionalmente, anunció detalles importantes con relación a la estrategia de reducción de su hoja de balance. Ello confirma la intención de la FED de mantener el proceso de normalización de su política monetaria con un enfoque gradual y predecible, por lo que se espera que la cautela y una comunicación clara y oportuna adquieran un papel central en los próximos meses, a efecto de evitar una sobre-reacción en los mercados, como sucedió en 2013, ante el anuncio del retiro de los estímulos monetarios. Por el momento, si bien las expectativas del mercado

sugieren, con una alta probabilidad, que la tasa de interés objetivo de fondos federales ya no se incrementaría en lo que resta del año, tampoco se descarta que dicha tasa registre un aumento adicional.

En la Zona del Euro, la inflación aumentó, al situarse en 1.26% en junio, acercándose a la meta de 2.0% del Banco Central Europeo (BCE). Este resultado reflejó, fundamentalmente, los mayores precios de la energía, en la primera parte del semestre y de los servicios de recreación en el último mes. En ese contexto, el BCE, a pesar de ser más optimista respecto a las perspectivas de crecimiento económico de la Zona, 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 de mediano plazo. Por lo anterior, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 0.00% y ha confirmado que el programa de compras de activos, tras el ajuste de €80.0 millardos a €60.0 millardos realizado en abril, continuará hasta diciembre de 2017, medida que se podría ampliar en términos de monto y duración, si fuese necesario.

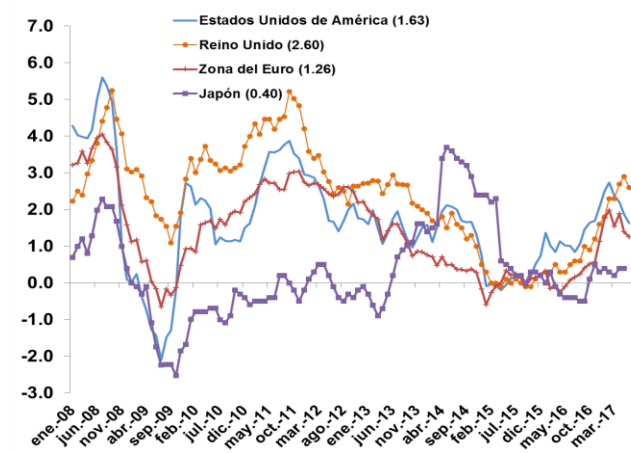
En cuanto al Reino Unido, la inflación ha presentado una tendencia al alza desde el segundo semestre de 2016, ubicándose en 2.60% en junio, nivel por arriba de la meta del Banco de Inglaterra (2.0%). Dicho incremento está asociado, principalmente, al aumento en el precio de los energéticos y a la depreciación de la libra esterlina desde finales de 2015; factores que, junto con los aumentos anunciados en los costos de los servicios públicos, continuarían generando presiones inflacionarias en el corto plazo. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, la senda óptima para la política monetaria, desde la aprobación del *Brexit*, está sujeta a la evolución de la demanda agregada, del tipo de cambio nominal y, consecuentemente, de la inflación, por lo que el Comité de Política Monetaria ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 0.25%, así como la compra de bonos corporativos con sus reservas

internacionales hasta por £10.0 millardos y la de bonos del gobierno británico en £435.0 millardos.

En Japón, la inflación aumentó a 0.40% en mayo, alzas similares a las registradas desde finales de 2016 y se mantiene por debajo del objetivo de 2.0% del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés). Este comportamiento se asocia, principalmente, a los recientes aumentos en los precios de la energía. Las presiones inflacionarias podrían incrementarse en los próximos meses, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica y la tendencia a la depreciación del yen. Sin embargo, el Comité de Política Monetaria del 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%. Además, 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 junio de 2017. Japón a mayo. Fuente: Bancos centrales.

Como se indicó, la inflación en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en general, tendió a moderarse, principalmente, en los países emergentes de Asia y en las principales economías de América Latina. En efecto, en el caso de los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de México, el ritmo inflacionario se desaceleró, como resultado de las menores presiones de oferta y la relativa fortaleza de sus monedas, lo cual ha permitido que algunos bancos centrales adopten un sesgo expansivo, aunque en distintas magnitudes.

En la República Popular China, la inflación disminuyó considerablemente en febrero (0.80%), ante la reducción temporal de los precios de los alimentos y, aunque ha mostrado una ligera tendencia al alza desde entonces (1.50% en junio), permanece por debajo de la meta oficial de inflación (3.0%). El Banco Popular de China anticipa que las presiones inflacionarias se incrementen moderadamente a medida que los precios de los alimentos continúen aumentando, por lo que mantiene una postura de política monetaria prudente y ha implementado un nuevo marco de regulación financiera, denominado Evaluación Macropudencial

(MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir los crecientes riesgos financieros, principalmente asociados con el *shadow banking* (banca sombra o paralela). Lo anterior se suma a los esfuerzos de otros entes reguladores por fortalecer el sistema financiero, lo que si bien ha implicado un endurecimiento de las condiciones crediticias y un incremento de las tensiones en los mercados financieros locales, reviste particular importancia para disminuir el elevado nivel de apalancamiento en la economía. No obstante, las autoridades inyectaron recientemente una gran cantidad de liquidez en el sistema bancario, con el objetivo de reducir el nerviosismo en dichos mercados y manifestaron su intención de mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual (4.35%, desde octubre de 2015).

En México, la inflación continuó aumentando, situándose en 6.31% en junio, por encima del límite superior de la meta de la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual), debido al alza en los precios de productos agropecuarios y al incremento en las tarifas de transporte, así como a los ajustes que se derivan de la depreciación acumulada del tipo de cambio y al impacto transitorio que implicó la liberalización de los precios de los combustibles. El Banco de México ha incrementado su tasa de interés de política monetaria, en 125 puntos básicos entre enero y junio, 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.

En Brasil, por el contrario, el ritmo inflacionario siguió desacelerándose (ubicándose en 3.00% en junio), registrando recientemente niveles en torno al objetivo de 4.5%, resultado de las políticas monetarias restrictivas implementadas previamente, la disminución de las presiones de oferta de algunos alimentos y la aún débil demanda interna. Este comportamiento ha permitido que el Banco Central de Brasil continúe relajando las condiciones monetarias, al reducir la tasa SELIC (tasa

de interés de política monetaria), en 350 puntos básicos en lo que va del año.

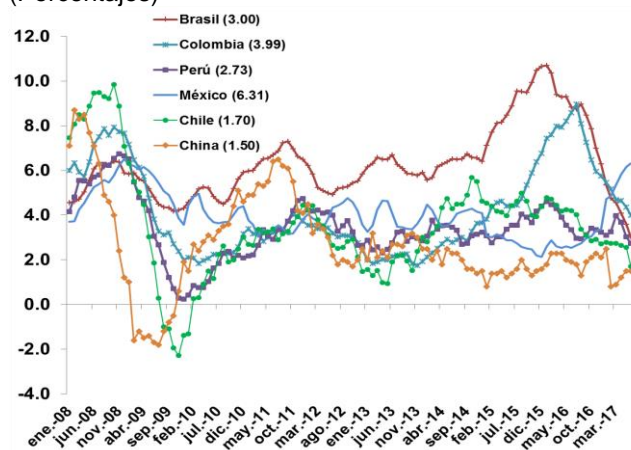
En Chile, la inflación se mantiene dentro del rango de tolerancia establecido por su banco central (3.0% +/- 1 punto porcentual), situándose en 1.70% en junio, fundamentalmente por las menores presiones de demanda agregada, ante una brecha del producto negativa. El Banco Central ha reiterado su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, lo que permitió, entre enero y mayo, disminuir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos, lo cual podría contribuir a apoyar la actividad económica.

En Colombia, la inflación mantuvo su tendencia descendente observada desde julio de 2016 (3.99% en junio), atribuida, en buena medida, al desvanecimiento de algunos choques de oferta, que han permitido la moderación del precio de los alimentos. El Banco de la República de Colombia, pese a que aún existe incertidumbre sobre la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta, entre febrero y junio, redujo su tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos.

En Perú, luego de las presiones transitorias al alza de precios en el primer trimestre del año, asociadas a choques de oferta que afectaron el precio de los alimentos, la inflación se desaceleró a 2.73% en junio, aunque permaneció cerca del límite superior del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (2.0% +/- 1 punto porcentual). No obstante, la ralentización en el crecimiento de la actividad económica de los últimos meses (a un ritmo por debajo de su potencial), incidió para que en mayo, dicho banco central redujera su tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos.

Gráfica 12

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



(1) Datos a junio de 2017.

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 de los precios de los combustibles, que ejercieron presiones al alza desde finales del año anterior. 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; en tanto que, el Banco Central de Costa Rica efectuó seis aumentos consecutivos por un total de 275 puntos básicos, entre abril y junio, con el propósito, fundamentalmente, de contrarrestar la acelerada depreciación de su moneda.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

En su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial (publicado en abril del presente año, actualizado en julio de 2017), el FMI prevé para el presente año un crecimiento económico mundial ligeramente superior al previsto en su informe previo (octubre de 2016), apoyado, principalmente, por la recuperación de la actividad manufacturera y del comercio internacional, así como por los elevados

niveles de confianza, en parte ante la expectativa de que una eventual postura fiscal más expansiva, aunque menor a la prevista inicialmente, en Estados Unidos de América y sus efectos positivos en el resto de economías, permita afianzar el ímpetu observado a finales del año pasado. No obstante, advierte que persisten diversos riesgos sesgados a la baja en el mediano plazo, relacionados, fundamentalmente, con el creciente sesgo proteccionista en las principales economías avanzadas, el débil incremento de la productividad y la desigualdad del ingreso.

El FMI estima que la actividad económica mundial registraría un crecimiento de 3.5% en 2017 y de 3.6% en 2018, tasas superiores a la observada en 2016 (3.2%). En las economías avanzadas, el crecimiento económico respondería al dinamismo del sector manufacturero y del comercio internacional, así como a la mayor confianza empresarial, asociada al efecto de una posible reforma fiscal que impulsaría el gobierno estadounidense, aunque recientemente la percepción ha tendido a moderarse. En conjunto, estas economías crecerían 2.0% en 2017 y 1.9% en 2018. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% en 2017 y 4.8% en 2018, reflejando la estabilización y recuperación en algunos países exportadores de materias primas, el mayor crecimiento en India y el mejor desempeño en Rusia y Brasil, lo que contribuiría a compensar la desaceleración en el crecimiento de la República Popular China.

En lo que respecta a las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento 2.1% en 2017 y 2.2% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo, asumiendo que la política fiscal sería menos expansiva respecto de lo que se había anticipado originalmente; ya que la falta de consensos políticos en el Congreso de ese país, podría limitar la materialización de una reforma fiscal de alto impacto económico. De acuerdo con la FED, la actividad económica continuaría expandiéndose a un ritmo

moderado, cercano a su nivel potencial; en tanto que el mercado laboral seguiría fortaleciéndose y la inflación se estabilizaría en torno al objetivo (2.0%).

En la Zona del Euro, el crecimiento económico mantendría tasas similares a la observada en 2016 (1.7%), al crecer en 1.8% en 2017 y 1.6% en 2018. Esto se atribuye, fundamentalmente, a la resiliencia del consumo privado y a la mayor demanda externa, así como a las políticas fiscales moderadamente expansivas en algunas de las principales economías de la región y a la postura ampliamente acomodaticia de la política monetaria. Con relación a la inflación, se espera que esta se acelere en el corto plazo, influenciada, principalmente, por el comportamiento de los precios de la energía; el BCE estima que aún es necesaria una postura de política monetaria expansiva que oriente la inflación a niveles cercanos a 2.0%, dado que para 2017 y 2018 la inflación podría ubicarse en torno a 1.5%.

En el Reino Unido, la actividad económica podría crecer 1.7% en 2017 y moderarse a 1.5% en 2018, ante la desaceleración del consumo privado, en respuesta al débil crecimiento de los ingresos reales, derivado de la depreciación de la libra esterlina; lo que, en buena medida, podría ser compensado por un aumento de las exportaciones y de la inversión. Sin embargo, las perspectivas dependen de las negociaciones que resulten de la materialización del *Brexit*, particularmente por los efectos que tendría en el desempeño del comercio externo. Asimismo, el incremento de los costos de las importaciones, reflejo de la depreciación cambiaria, continuaría provocando que la inflación supere, por un período que podría ser prolongado, la meta de 2.0% establecida por el Banco de Inglaterra, de cumplirse las actuales proyecciones (2.8% en 2017 y 2.5% en 2018).

En Japón, el crecimiento económico continuaría siendo moderado (1.4% en 2017 y 0.9% en 2018), a pesar del impulso monetario y los efectos de las medidas de estímulo gubernamental de gran escala denominadas *Abenómicas*, aunque, seguiría respaldado

por el incremento de las exportaciones netas, ante el aumento en los volúmenes de comercio internacional y la depreciación del yen. Por su parte, la inflación se mantendría levemente positiva, alcanzando una variación interanual de 0.8% en 2017 y 0.6% en 2018, asociada, principalmente, al alza en el precio de los combustibles.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque existe heterogeneidad en las perspectivas de crecimiento económico a nivel de países, en conjunto continúan contribuyendo de manera relevante al crecimiento de la actividad económica mundial y en una mayor proporción al de las economías avanzadas. En la República Popular China el crecimiento económico sería de 6.6% en 2017 y de 6.3% en 2018, impulsado, principalmente, por las políticas de estímulo fiscal, particularmente aquellas destinadas a incrementar la inversión pública. Cabe destacar que, la desaceleración prevista para el mediano plazo estaría determinada, por una parte, por la agenda económica orientada a reequilibrar el modelo de crecimiento económico, cuyo objetivo es reducir la dependencia de la inversión y de las exportaciones y, por la otra, por los retos que enfrenta en materia de vulnerabilidad financiera, principalmente por el alto nivel de apalancamiento. Por su parte, la inflación se mantendría moderada y por debajo de la meta de la autoridad monetaria, situándose en 2.5% en 2017 y 2.3% en 2018, debido, entre otros factores, al exceso de capacidad instalada, sobre todo en el sector industrial.

En América Latina, el crecimiento de la actividad económica registraría una recuperación tanto en 2017 como en 2018; sin embargo, este continuaría siendo bajo y con un alto grado de heterogeneidad entre países, destacando la recuperación de Brasil y Argentina, las menores contracciones de Ecuador y Venezuela y las expansiones relativamente robustas de los países de Centroamérica. En ese sentido, las perspectivas de la región responden tanto a cambios en el entorno externo como a factores internos, en particular se espera que el

aumento de la demanda mundial y, en menor medida, una recuperación moderada de los precios internacionales de las materias primas continúen respaldando el aumento de las exportaciones, contribuyendo no solo al mayor crecimiento económico, sino también al proceso de ajuste externo. En promedio, se espera que la actividad económica de la región crezca 1.0% en 2017 y 1.9% en 2018.

En Brasil, luego de dos años de recesión, el crecimiento económico retornaría a tasas positivas (0.3% en 2017 y 1.3% en 2018), resultado del incremento de la inversión y de las exportaciones, por la flexibilización de la política monetaria; no obstante, la incertidumbre política continuaría incidiendo en la recuperación económica. Por su parte, la inflación se reduciría a 4.4% en 2017, como consecuencia del desvanecimiento de importantes choques de oferta y de una brecha del producto aún negativa.

En México, la actividad económica se desaceleraría a un ritmo de 1.9% en 2017, recuperándose modestamente en 2018 (2.1%), debido, principalmente, a la incertidumbre prevaleciente en torno al alcance que tendrán las reformas en materia comercial y de inmigración impulsadas por el gobierno estadounidense, particularmente la posible renegociación del NAFTA, situación que ha deteriorado las perspectivas de inversión en el país, contrarrestando el impulso positivo asociado al aumento de las exportaciones. Sin embargo, se espera que 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, contribuyan a impulsar el crecimiento de la economía mexicana. Respecto a la inflación, esta se ubicaría en 4.6% en 2017, por encima del rango establecido por el Banco de México, como consecuencia del reciente incremento en los precios de productos agropecuarios, los cambios en las tarifas de transporte y la depreciación del tipo de cambio; en tanto que en 2018 se ubicaría en 3.1%.

En Chile y Colombia, las condiciones monetarias más laxas y las expectativas de mayores precios de las materias primas, así como de las perspectivas de mayor crecimiento de sus principales socios comerciales, contribuirían a fortalecer el crecimiento económico en 2017 (1.7% y 2.3%, respectivamente), acelerándose ligeramente en 2018 (2.3% y 3.0%, en su orden). En cuanto a la inflación, esta mantendría una relativa estabilidad en 2017, situándose en 3.1% en Chile y en 4.1% en Colombia.

En Centroamérica, el crecimiento económico se mantendría estable, a un ritmo de 3.5% tanto en 2017 como en 2018, apoyado por el dinamismo del consumo, debido al aumento de las remesas familiares, particularmente en los países del Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), pero también por la expectativa de un mejor desempeño de la actividad económica estadounidense, su principal socio comercial. No obstante, prevalecen los riesgos relativos al alcance que tendrían las reformas migratorias en Estados Unidos de América. En términos de inflación, se prevé que esta registre una aceleración moderada, situándose en 4.1% en 2017, asociada, en buena medida, a la reversión del choque favorable asociado al precio interno de los combustibles y a mayores presiones en los precios de los alimentos en algunos países; en tanto que para 2018 se ubicaría en 4.2%.

Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2016	Proyecciones		2016	Proyecciones	
		2017	2018		2017	2018
Principales socios						
Estados Unidos	1.6	2.1	2.2	2.2	2.3	2.7
El Salvador	2.4	2.3	2.3	-0.9	2.7	2.0
Honduras	3.6	3.4	3.6	3.3	4.7	4.5
Zona del Euro	1.8	1.8	1.6	1.1	1.5	1.5
México	2.3	1.9	2.1	3.4	4.6	3.1
Otros socios						
Colombia	2.0	2.3	3.0	5.7	4.1	3.0
Japón	1.0	1.4	0.9	0.3	0.8	0.6
Brasil	-3.6	0.3	1.3	6.3	4.4	4.5
Chile	1.6	1.7	2.3	2.8	3.1	3.0
Perú	3.9	2.7	3.8	3.2	2.9	2.5
Reino Unido	1.8	1.7	1.5	1.2	2.8	2.5
China	6.7	6.6	6.4	2.1	2.5	2.3
Mundial	3.2	3.5	3.6	3.1	3.5	3.3
-Economías avanzadas	1.7	2.0	1.9	1.5	1.9	2.0
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.3	4.6	4.8	4.4	4.8	4.3
-América Latina y el Caribe (1)	-1.0	1.0	1.9	4.6	4.2	3.7
-América Central	3.6	3.5	3.5	2.1	4.1	4.2
Principales socios (2)	2.0	2.2	2.2	2.0	2.7	2.7

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Abril de 2017 y actualización de julio de 2017. Consultas del Artículo IV, Fondo Monetario Internacional. *Consensus Forecasts* y reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*. Junio de 2017.

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

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

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Producto Interno Bruto en el primer trimestre de 2017 registró una tasa de crecimiento interanual de 3.0%, ligeramente superior a la del primer trimestre del año previo (2.9%) y congruente con el rango de crecimiento previsto para el PIB anual de 2017 (entre 3.0% y 3.4%)².

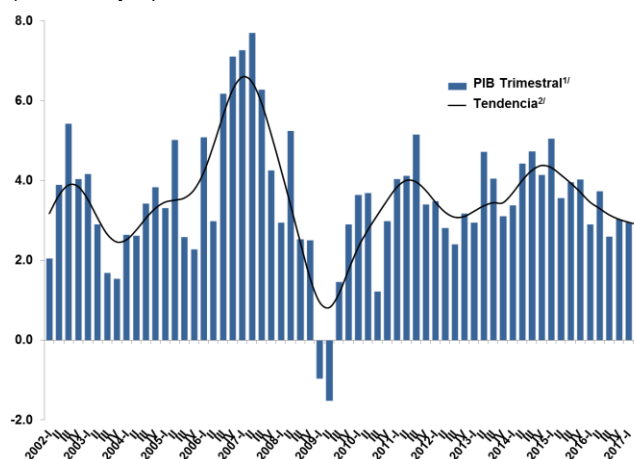
La evolución del PIB del primer trimestre del año, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en la mayoría de actividades económicas (con excepción de explotación de minas y canteras y de administración pública y defensa), destacando servicios privados; comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 77% de dicho resultado.

Por su parte, el IMAE a mayo de 2017 registró un crecimiento interanual de 2.4%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: explotación de minas y canteras, comercio al por mayor y al por menor, y servicios privados. La variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.3%.

En cuanto al ICAE, este se ubicó en 50.00 puntos en junio, similar al nivel observado el mismo mes del año anterior (50.90 puntos), reflejando perspectivas positivas para la actividad económica en los próximos seis meses, aunque menores respecto de inicios de año. Vale indicar que el valor del índice actual es 28 puntos superior al registrado en agosto 2015, cuando dicho índice registró el menor nivel en los últimos siete años.

Gráfica 13

Producto Interno Bruto Trimestral (Porcentajes)



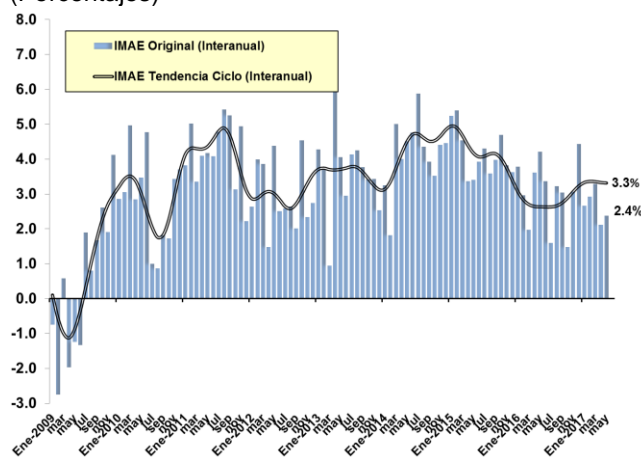
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2017.

(2) Proyectada a diciembre de 2017, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 14

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



(1) Base 2001 = 100.

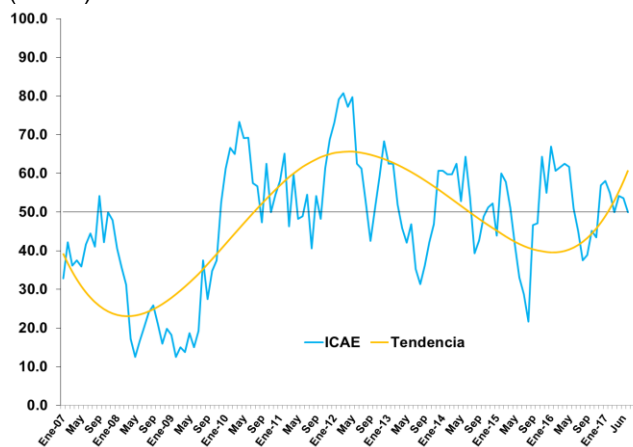
(2) Con información a mayo de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

² En julio de 2017, se efectuó una revisión del rango de crecimiento del PIB anual para finales de 2017, estimado en noviembre de 2016. Como resultado, se determinó que un rango entre 3.0% y 3.4% se ajusta de mejor forma a las condiciones actuales de actividad económica.

Gráfica 15

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



(1) Con información a junio de 2017.

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

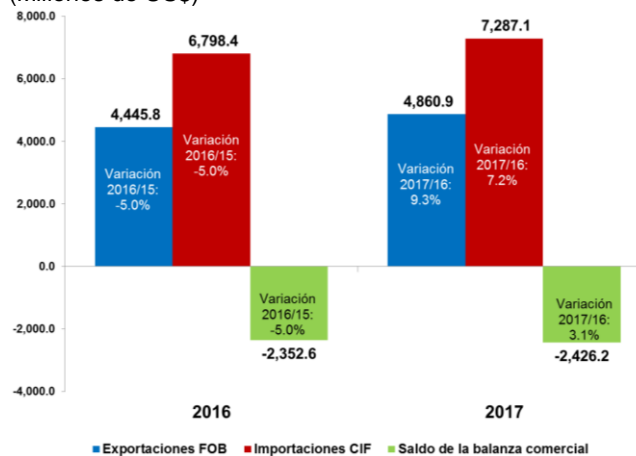
B. SECTOR EXTERNO

El comercio exterior de Guatemala, con base en información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró un aumento de 9.3% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a mayo de 2017, respecto de similar período de 2016, explicado por un incremento en el precio medio de exportación (7.3%) y en el volumen exportado (1.1%). En ese período, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 7.2%, reflejo de un incremento en el volumen (8.7%), el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio (1.0%). Ese incremento en el volumen importado se asocia, principalmente, a mayores compras de combustibles y lubricantes, de materias primas y de materiales de construcción; mientras que, la disminución en el precio medio, se explica por la reducción de precios en el resto de importaciones, ya que el precio de los combustibles y lubricantes mostró un aumento importante respecto del mismo periodo del año anterior.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$2,426.2 millones, mayor en US\$73.6 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$2,352.6 millones).

Gráfica 16

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



(1) Con información a mayo de cada año.

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

Con relación a los términos de intercambio, estos han sido favorables para Guatemala en los últimos años, lo que se ha traducido en una reducción en el saldo de cuenta corriente, llegando incluso a convertirse en un superávit de alrededor del 1.3% del PIB en 2016, asociado, en parte, a que la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones. Cabe resaltar que dicho resultado empieza a revertirse conforme los precios internacionales de algunas materias primas, en especial del petróleo y sus derivados, han empezado a incrementarse con relación a los precios registrados el año previo³.

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

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$65.9 millones (58.7%), derivado del significativo incremento en el precio medio por quintal (76.9%), el cual pasó de US\$263.44 en mayo de 2016 a

³ Esta situación podría reducir la presión hacia la apreciación que se observa en el tipo de cambio nominal.

US\$466.11 en mayo 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, como consecuencia de condiciones climáticas adversas. Por su parte, el volumen exportado registró una disminución de 10.3%, el cual se asocia, a una menor demanda de Irak, Arabia Saudita, Jordania y Bangladesh.

El alza en el valor de las exportaciones de café de US\$54.4 millones (16.1%), refleja, tanto el aumento en el precio medio por quintal (10.0%), que pasó de US\$157.68 a US\$173.43 entre mayo de 2016 y mayo de 2017, como en el volumen exportado (5.5%). 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.

Las ventas al exterior de azúcar aumentaron US\$52.7 millones (11.8%), reflejo del incremento en el precio medio de exportación (17.7%), que pasó de US\$17.08 a US\$20.10 por quintal, entre mayo del año anterior y mayo del presente año, lo cual habría compensado, parcialmente, la caída en el volumen (5.0%). Según *The Public Ledger*⁴, el aumento en el precio internacional del azúcar se asocia a la significativa reducción en la producción del edulcorante en India y la República Popular China, así como a las perspectivas de una moderada producción en Brasil, en los referidos casos por las previsiones de condiciones climáticas adversas (ausencia de lluvia). 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, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

⁴ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

El incremento en el valor de las exportaciones de banano de US\$47.8 millones (16.8%), se asocia tanto al alza en el volumen exportado (9.7%), como en el precio medio por quintal (6.5%), que pasó de US\$14.69 en mayo de 2016 a US\$15.64 en mayo 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.

Las exportaciones de caucho natural registraron un alza de US\$35.4 millones (88.6%), como consecuencia del significativo aumento, tanto en el precio medio de dicha materia prima (48.7%), como en el volumen exportado (26.5%). El comportamiento al alza en el precio internacional de este producto, se asoció, principalmente, al incremento que se ha registrado en la demanda por parte de la República Popular China (principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial), al aumento en el precio del caucho sintético a base de petróleo, así como a las políticas de algunos países asiáticos (Malasia, Indonesia e India), orientadas a reducir las áreas de cultivo.

El valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario se incrementó US\$31.9 millones (5.9%), debido, principalmente, al aumento en el precio medio (6.1%), dado que el volumen exportado disminuyó levemente (0.2%). El aumento en las exportaciones se asocia, según la Agexport, fundamentalmente a la mayor demanda de Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor del 92% de las exportaciones.

El valor de las exportaciones de petróleo aumentó US\$31.8 millones (154.3%), asociado al alza tanto en el precio medio de exportación (103.6%), como en el volumen exportado (24.9%).

Finalmente, el valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles se incrementó US\$24.2 millones (15.1%), explicado por un aumento en el precio medio (36.5%), que compensó la reducción observada en el volumen exportado (15.5%). El aceite de palma tuvo la mayor participación (73.5%) 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.

Entre los rubros de exportaciones que registraron disminuciones destacan los productos farmacéuticos por US\$37.8 millones (28.9%) y piedras y metales preciosos y semipreciosos por US\$13.7 millones (13.6%); el primer caso, refleja la caída en los precios medios de exportación, debido a una menor demanda a nivel internacional; mientras que el segundo caso, el efecto de la reducción del volumen exportado se debe al cese de operaciones de la empresa Montana Exploradora, lo que contrarrestó un importante aumento en el precio medio.

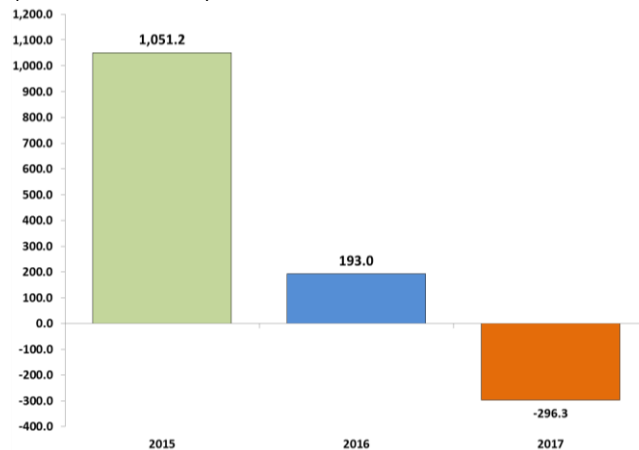
Por su parte, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (7.2%), estuvo determinado, como se indicó, por el incremento en el volumen importado (8.7%), compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio (1.0%). El alza en el volumen importado se explica, principalmente, por el incremento que registraron los combustibles y lubricantes, las materias primas y los materiales de construcción; mientras que, el alza que se observó en el precio medio de los combustibles y lubricantes fue contrarrestado por la disminución que se registró en el resto de importaciones. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de combustibles y lubricantes (33.7%) y materias primas y productos intermedios (8.1%); mientras que se registraron disminuciones en los valores de otros rubros, como materiales de construcción (7.4%) y bienes de capital (0.3%).

La recuperación del precio internacional del crudo a niveles superiores a los del año previo, ha provocado, como se había anticipado, que el ahorro que hasta el

año pasado se venía observando en la factura petrolera⁵ comience a reducirse. En efecto, a mayo de 2017, la factura petrolera registró un aumento de US\$296.3 millones, a diferencia de lo que se observó en 2015 y 2016 (ahorros totales de US\$1,051.2 millones y US\$193.0 millones, respectivamente).

Gráfica 17

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



(1) Con información a mayo de 2017.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de junio, continuó reflejando un dinamismo importante, al situarse en US\$4,051.9 millones, superior en US\$539.7 millones (15.4%) al monto alcanzado en igual período del año anterior. Dicho resultado sigue explicándose, principalmente, por la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América, el incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país⁶, así como, por el creciente temor sobre la postura anti-inmigratoria de la nueva administración de gobierno en Estados Unidos de América, lo cual ha estimulado que algunos migrantes, envíen parte de sus ahorros, en adición a la remesa que solían enviar.

⁵ Se refiere al total de importaciones en el rubro de combustibles y lubricantes.

⁶ 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.

Al 30 de junio de 2017, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$10,793.9 millones, mayor en US\$1,633.5 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\$1,244.1 millones y la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones; compensado por una mayor demanda de dólares por parte del gobierno general para el pago del servicio de la deuda externa. El referido nivel de RIN equivale a 7.4 meses de importación de bienes; por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

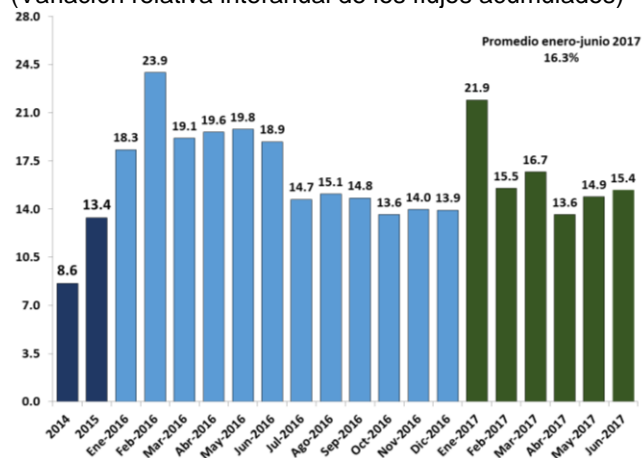
Con relación al tipo de cambio nominal, cabe destacar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente, evitando que los ajustes se trasladen directamente al empleo y a la producción, pues resulta en un amortiguador de los choques externos, como el derivado de los términos de intercambio. En ese sentido, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas exclusivamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia.

Al 30 de junio, se registró una apreciación nominal de 3.96% en términos interanuales (y una apreciación acumulada de 2.49%), menor a la registrada en meses anteriores y, en general, continúa siendo explicada por tres factores fundamentales. El primer factor se asocia al comportamiento al alza que se ha venido observando en el flujo de divisas por remesas familiares, el cual muestra tasas de crecimiento de dos

dígitos en el primer semestre del año (ver gráfica 18) debido a las razones ya citadas. Para finales del presente año se espera que la tasa de crecimiento de las remesas se desacelere.

Gráfica 18

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



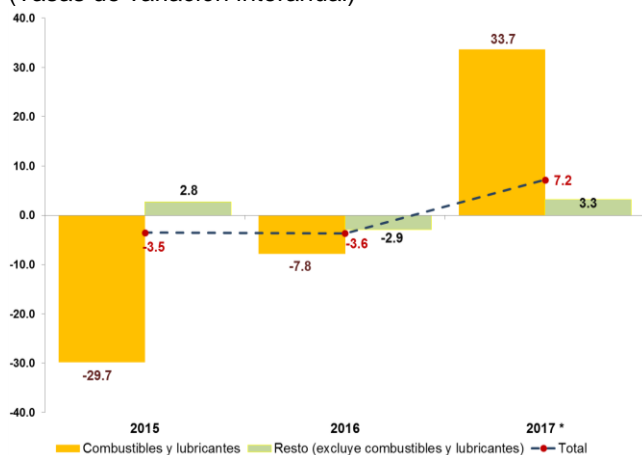
Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), asociada, por una parte, a la disminución de los precios internacionales del petróleo, que contribuyó a un ahorro en la importación de combustibles en 2015 y en 2016, lo que contribuyó, en adición al flujo de remesas familiares, 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 19). No obstante, este factor empezó revertirse, como consecuencia del incremento que ha registrado el valor de las importaciones a mayo del presente año.

El tercer factor se refiere a la contracción en el gasto público que se empezó a registrar a mediados de 2015 y que persistió hasta octubre de 2016; cabe mencionar que desde finales del año anterior, este factor también comenzó a tener menos influencia.

Gráfica 19

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



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

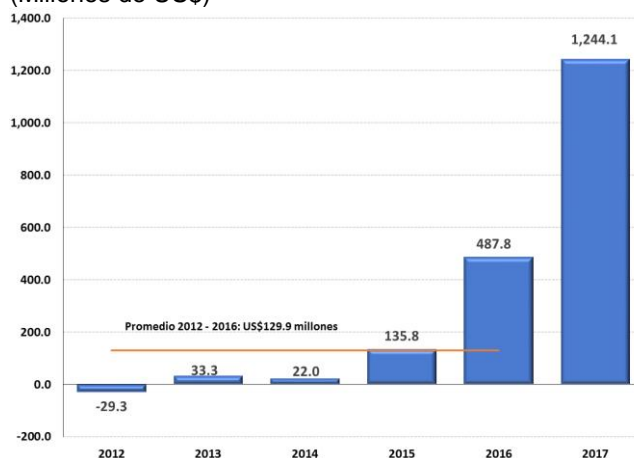
Los factores anteriormente enunciados, en conjunto con el incremento de las exportaciones, han generado un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se ha traducido en un excedente en la oferta de divisas en el mercado cambiario, contribuyendo a mantener las expectativas de apreciación cambiaria por parte de los agentes económicos. Como se indicó, la política cambiaria favorece la flexibilidad del tipo de cambio nominal mediante la participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio 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 el mercado cambiario (horario de participación) e inició la captación temporal de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Dichos ajustes han coadyuvado a reducir el exceso de divisas en el mercado cambiario.

Al 30 de junio de 2017, las compras netas de divisas ascendieron a US\$1,244.1 millones (gráfica 20), equivalente a 5.59% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas, al 30 de junio del año anterior, las compras netas ascendieron a US\$487.8 millones,

equivalente a 2.43% del total negociado. 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 junio se efectuaron colocaciones por US\$247.7 millones y hubo vencimientos por US\$16.5 millones, por lo que el saldo de dichos depósitos al 30 de junio fue de US\$231.2 millones (cuadro 3).

Gráfica 20

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



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

Cuadro 3

Captaciones Netas de Depósitos a Plazo en Dólares de los Estados Unidos de América (1)
(Millones de US\$)

Plazo en días	Monto Demandado en USD	Tasa de Interés Nominal		Monto Adjudicado en USD	Tasa de Interés Nominal de Corte
		Mínima	Máxima		
91	106,500,000.00	1.7500	2.9800	20,000,000.00	1.7500
182	67,600,000.00	2.0000	3.5000	47,100,000.00	2.0000
273	435,100,000.00	2.2500	3.7500	164,100,000.00	2.2500
	609,200,000.00			231,200,000.00	

(1) Con información al 30 de junio. Incluye los eventos del: 27 de febrero; 6, 13, 20 y 27 de marzo; 3, 10, 17 y 24 de abril; 2, 8, 15, 22 y 29 de mayo; y 5, 12, 19 y 26 de junio.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

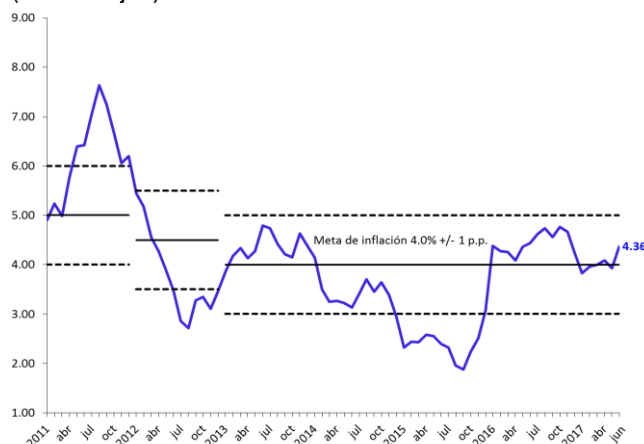
1. Evolución reciente de la inflación

A junio de 2017, el ritmo inflacionario fue 4.36%, superior al valor central de la meta de inflación

determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1.0 punto porcentual). La evolución de precios reflejó el efecto combinado de factores de oferta y demanda, mostrando una trayectoria ascendente desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016, asociado, principalmente, a la reversión en el precio medio de los energéticos⁷ y a los choques de oferta que afectaron el rubro de alimentos, particularmente de las hortalizas y legumbres, en un entorno de presiones de demanda moderadas. Posteriormente, la disipación de los choques de oferta de los alimentos contribuyó a que la tendencia del ritmo inflacionario fuera descendente entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer semestre de 2017.

Gráfica 21

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)



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

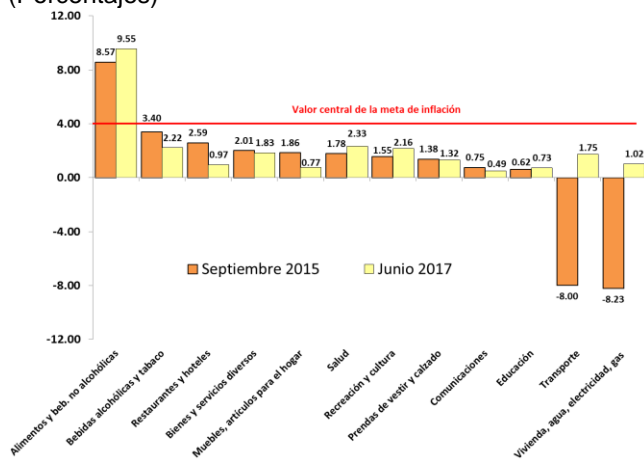
En efecto, al analizar el comportamiento de la inflación a junio de 2017 se observan dos aspectos fundamentales; el primero, se refiere a la evolución de los precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, la cual se moderó significativamente al situarse en 5.60% en enero de 2017, luego del incremento de 12.17% registrado en enero de 2016, ante el desvanecimiento de los choques de oferta que

afectaron al rubro de hortalizas y legumbres, principalmente el tomate. No obstante, a partir de febrero, el ritmo de crecimiento de esta división de gasto registró nuevamente una tendencia creciente (ubicándose en 9.55% a junio), en línea con los mayores niveles de actividad económica, que se reflejan en el comportamiento del IMAE, el comercio exterior y las remesas familiares, en un contexto de moderadas presiones de oferta. El segundo aspecto, se refiere a que la mayor parte de las divisiones de gasto (once) que conforman la canasta de consumo del IPC registraron, a junio, tasas de crecimiento interanuales inferiores al valor central de la meta de inflación, por lo que su influencia en la inflación es menos significativa; en tanto que, se incrementó el ritmo inflacionario de las divisiones de gasto de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, las cuales se sitúan en 1.75% y 1.02%, respectivamente, luego que registrarán mínimos en septiembre de 2015 (-8.00% y -8.23%, en su orden) y que se explican por el incremento en el precio medio de la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, en el caso de la división de transporte; y por el incremento en el precio medio del gas propano y del servicio de electricidad, en la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, como resultado del aumento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, respecto del año anterior y de la reducción progresiva en el subsidio a la tarifa social del servicio de electricidad por parte del Instituto Nacional de Electrificación (INDE), iniciada en el tercer trimestre de 2015, la cual se amplió en enero del presente año, pero que quedó sin efecto a partir de abril.

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

Gráfica 22

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



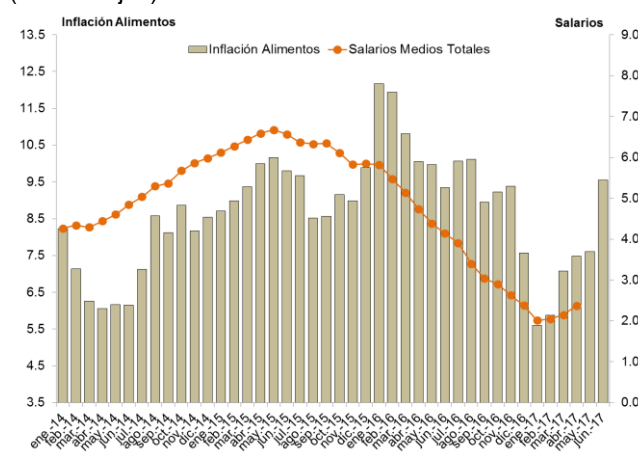
(1) Con información a septiembre de 2015 y junio de 2017.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El comportamiento de la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, como se indicó, también es afectado por factores de demanda, entre los que destacan, principalmente, el nivel de los salarios, el crédito bancario al consumo y el ingreso de divisas por remesas familiares, los cuales con anterioridad propiciaron condiciones necesarias para una expansión del consumo privado con los consecuentes efectos en la inflación de alimentos, pero que también contribuyeron a moderarla desde mediados de 2015.

En efecto, en la gráfica 23 se observa que desde junio de 2015 la trayectoria de los salarios medios totales registra una desaceleración y, en términos generales, la inflación de alimentos también presenta una trayectoria descendente, con excepción de algunos episodios en los cuales esta fue afectada por choques de oferta en algunos alimentos como las hortalizas y legumbres, particularmente del tomate. No obstante, a partir de febrero del presente año, los salarios medios vuelven a mostrar una moderada tendencia al alza, lo cual podría sugerir que en los próximos meses se estaría observando el resurgimiento de presiones de demanda, aunque leves, en la medida en que se consolida el proceso de recuperación del ritmo de crecimiento de la economía guatemalteca.

Gráfica 23

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



(1) Con información a abril de 2017.
(2) Con información a junio de 2017.

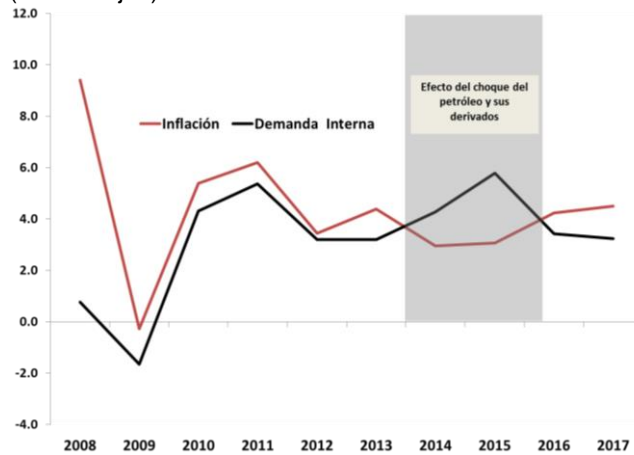
NOTA: Las tasas de variación se calculan sobre el índice elaborado con base en los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS.
Fuente: Banco de Guatemala con información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social y del Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 24 se ilustra el efecto que la demanda tiene sobre la inflación, además permite anticipar el comportamiento que podría esperarse en ausencia de choques de oferta. Se observa que desde 2014 las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna, fueron compensadas por el choque de oferta en el precio del petróleo y sus derivados, el cual, como se comentó, comenzó a desvanecerse, provocando que las referidas presiones inflacionarias de demanda se hicieran cada vez más evidentes. En la medida en que ha ido desapareciendo el choque de oferta (por el incremento de los precios del petróleo y sus derivados en el entorno externo y la moderación de los precios de los productos agrícolas en el entorno interno) y la demanda interna tendió a moderarse (como se previó que ocurriría en 2016), la inflación se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación. Asimismo, la gráfica también ilustra que en 2017 la demanda interna comenzaría a recuperarse y que la inflación también mostraría una ligera tendencia creciente. Este comportamiento ha contribuido a

mantener estables las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Gráfica 24

Inflación y Demanda Interna (1)
(Porcentajes)



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

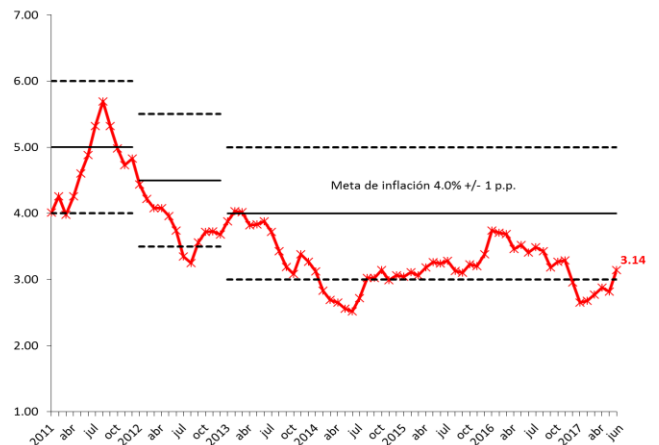
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la variación interanual de la inflación subyacente⁸, medida de inflación cuya finalidad es la de evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a junio de 2017 se situó en 3.14%, evidenciando una ligera tendencia al alza, congruente con presiones de demanda agregada que permanecen moderadas, aspecto que resulta de aislar, principalmente, los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos; así como la disipación de los factores temporales que afectaron al precio de los energéticos.

⁸ A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable. Para una mayor referencia ver el Anexo 2 de la "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2016 y Perspectivas Económicas para 2017".

Gráfica 25

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2017.

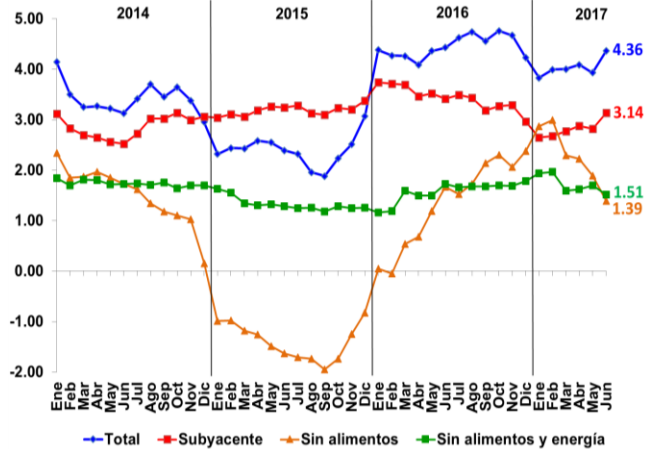
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

Si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, durante 2016 y en lo que va de 2017, tendieron a moderarse, en congruencia con la desaceleración de la actividad económica, ello no produjo una reducción sustancial en el ritmo inflacionario total, debido, como se indicó, al incremento registrado en los precios de los energéticos y en algunos alimentos de origen agrícola, ver gráfica 26.

Adicionalmente, cabe destacar que el efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues dicha política ha tenido una postura acomodaticia, derivado de que la coyuntura externa ha favorecido una inflación total en torno a la meta. Por ello, la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00%, a fin de propiciar, por una parte, que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y, por la otra, niveles de liquidez en la economía congruentes con el ritmo de crecimiento de la actividad económica y con la meta de inflación, dado que, como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda, es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia de esquemas en los que se establecen metas para los mismos.

Gráfica 26

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2017.

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

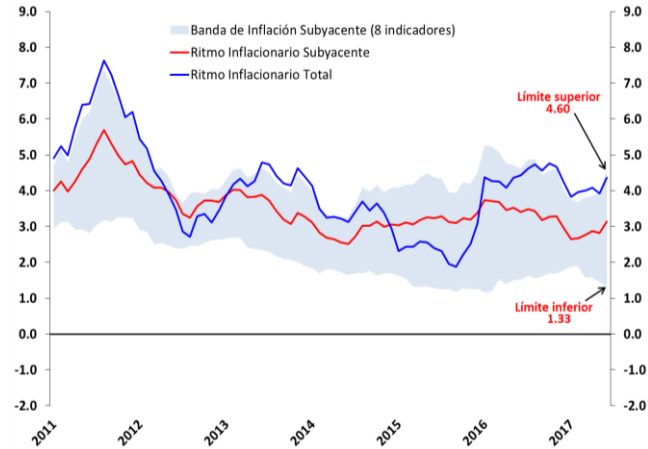
El Banco de Guatemala elabora medidas de inflación subyacente mediante diferentes metodologías de exclusión fija de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles (variable). La inflación subyacente oficial⁹, se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria.

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a junio, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.33% y 4.60%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan la inflación, pero su incidencia es limitada, dado que, como se indicó, el ritmo inflacionario total ha estado afectado por choques de oferta tanto internos como externos. En efecto, en ausencia de dichos choques, las condiciones de inflación han sido, en general, congruentes con la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria.

⁹ Que como se indicó, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable.

Gráfica 27

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



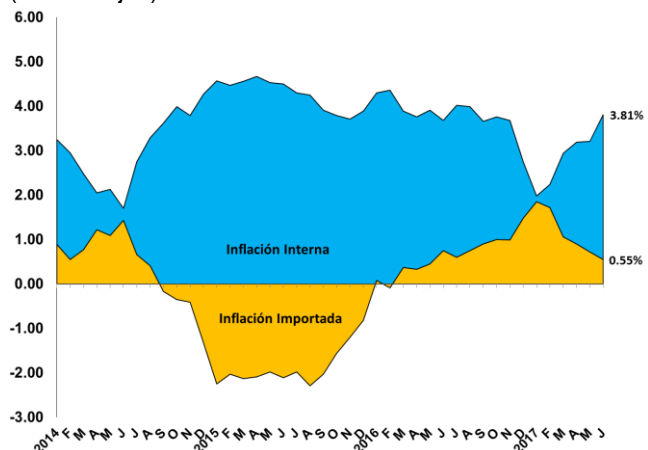
(1) Con información a junio de 2017.

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

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual registró variaciones negativas a lo largo de 2015 (en línea con el choque de origen externo); sin embargo, a partir de septiembre de dicho año las variaciones fueron menos negativas (y positivas a partir de marzo 2016) a medida que se observó un incremento en el precio del petróleo y sus derivados (gráfica 28). A junio, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.81% y 0.55%, respectivamente.

Gráfica 28

Composición de la Inflación Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2017.

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

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

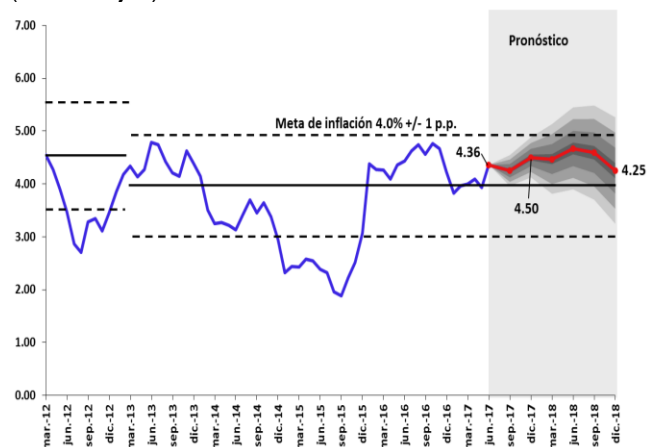
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 4.50% para diciembre de 2017 y de 4.25% para diciembre de 2018, en ambos casos por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia. Por su parte, el pronóstico de inflación subyacente se situaría en 3.50% y en 3.75% para diciembre de 2017 y para diciembre de 2018, respectivamente.

Dichos pronósticos de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas relevantes en el precio de las gasolinas y el diésel en 2017 y moderadas en 2018; ii) incrementos en el precio interno del gas propano a partir del primer semestre de 2017; iii) alzas en el precio del servicio de electricidad en 2017 y 2018; iv) variación en los precios de los productos agrícolas de acuerdo a su comportamiento estacional; v) estabilidad en el precio de la carne de res en 2017 e incrementos moderados en 2018; y vi) alzas moderadas en el precio medio del pan en 2017 y 2018. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes: i) actividad económica comportándose de acuerdo con el ciclo económico; ii) brecha del producto prácticamente cerrada en 2017 y positiva en 2018; iii) estabilidad en el consumo privado en 2017 y 2018; iv) recuperación en el gasto de gobierno a partir de 2017; v) crédito bancario empresarial y al consumo acorde a su tendencia en 2017 y 2018; y vi) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de Estados Unidos de América con un rezago de 3 meses.

Gráfica 29

Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)

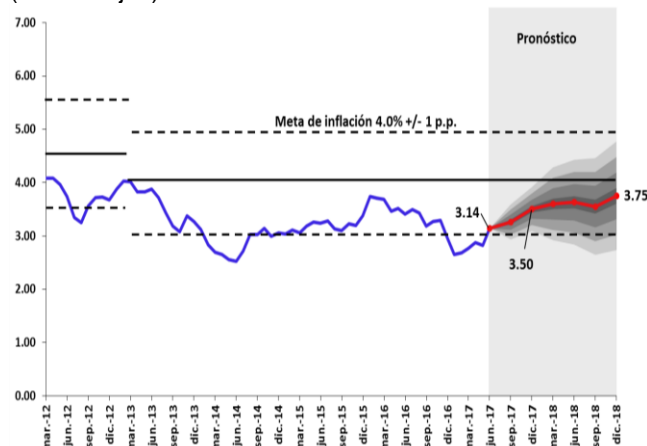


(1) Información observada a junio de 2017 y proyectada a diciembre de 2018.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 30

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(Porcentajes)



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

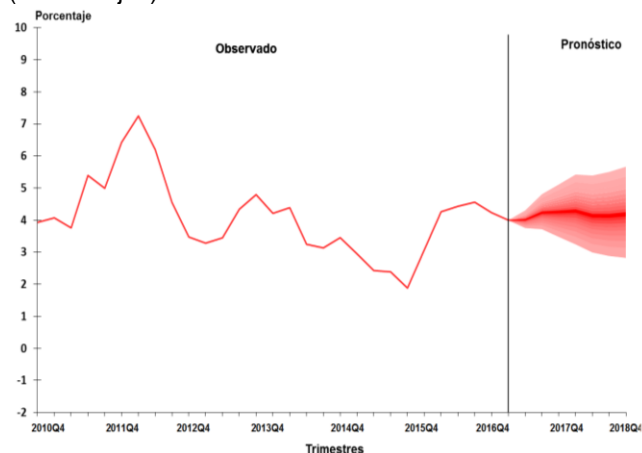
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

b) Pronósticos de mediano plazo

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

Gráfica 31

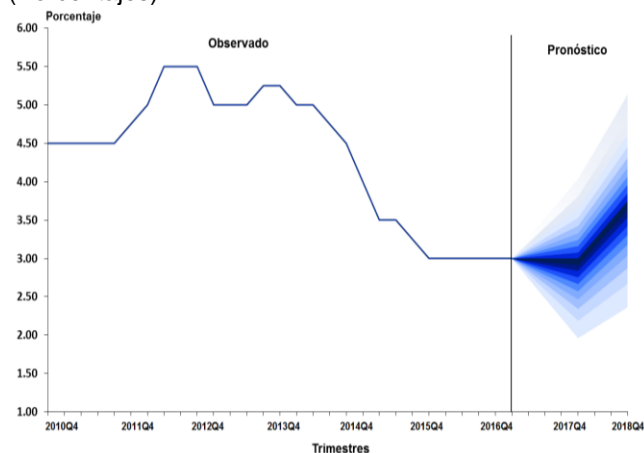
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información observada a mayo de 2017 y pronosticada hasta diciembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 32

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



(1) Con información observada a mayo de 2017 y pronosticada hasta diciembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

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

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos, con

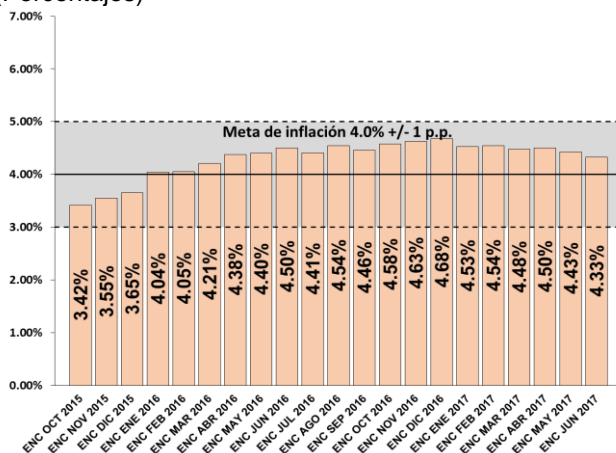
datos a mayo, anticipan una trayectoria de inflación con valores dentro de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría a finales de 2017 y 2018 en 4.30% y 4.25%, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder de política monetaria congruente con el objetivo de mantener la inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere situar dicha tasa en 3.00% durante 2017, para luego ubicarla en 3.25% en el segundo trimestre de 2018 y en 3.75% en el último trimestre de dicho año.

c) Expectativas de inflación

En junio, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, revelan que las expectativas de inflación anticipan que la inflación, tanto para finales del presente año como para el siguiente, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel de analistas, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.33% en diciembre de 2017 y en 4.43% en diciembre de 2018. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el tipo de cambio nominal, la evolución de los precios internacionales de las materias primas y el desempeño de las políticas fiscal y monetaria.

Gráfica 33

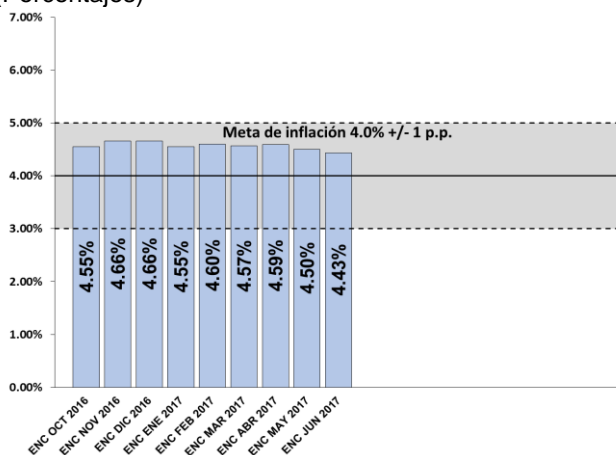
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2017 (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 34

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



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

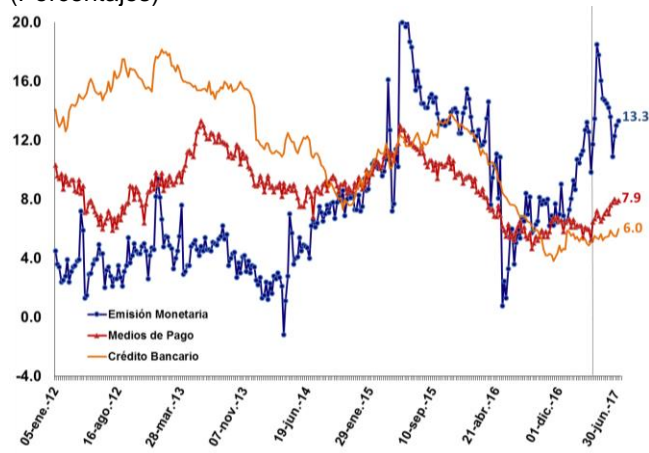
3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

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

Gráfica 35

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



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

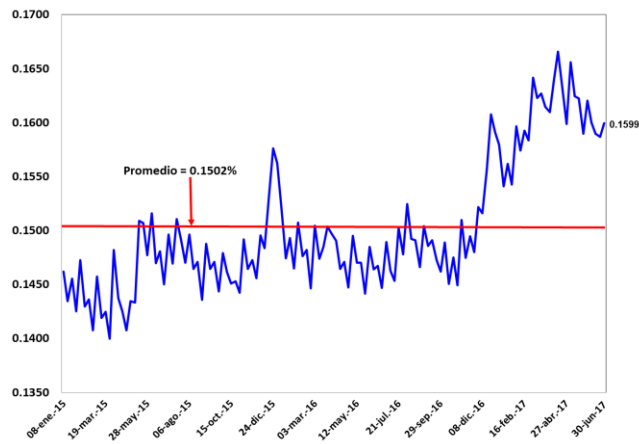
i) Emisión monetaria

Durante el primer semestre del presente año, el ritmo 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. Este comportamiento de la emisión monetaria puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. Con relación al componente tendencial; no obstante, que el crecimiento observado de la emisión es alto, se anticipa que este es temporal y que estaría convergiendo a la estimación para finales del presente año, en congruencia con el crecimiento previsto para el PIB nominal anual. 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 los billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez¹⁰. Conviene mencionar que el incremento en el referido coeficiente, se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos derivado del dinamismo de los ingresos de divisas por remesas familiares. En efecto, en lo que va de 2017, el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó, en promedio, en 0.1604, superior al valor promedio observado en similar periodo de 2016 (0.1478).

Gráfica 36

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 junio el numerario en circulación creció 14.8%, en términos interanuales, con una incidencia de 12.5 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (6.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre

¹⁰ 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.

de 2016); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 5.4% con una incidencia que pasó de -0.3 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.8 puntos porcentuales al 30 de junio de 2017 (gráfica 37).

Vale destacar que la inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario¹¹, 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 los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, por el aumento en el saldo de las cuentas encaje de los bancos del sistema y por un aumento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria.

Gráfica 37

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



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

ii) Medios de pago

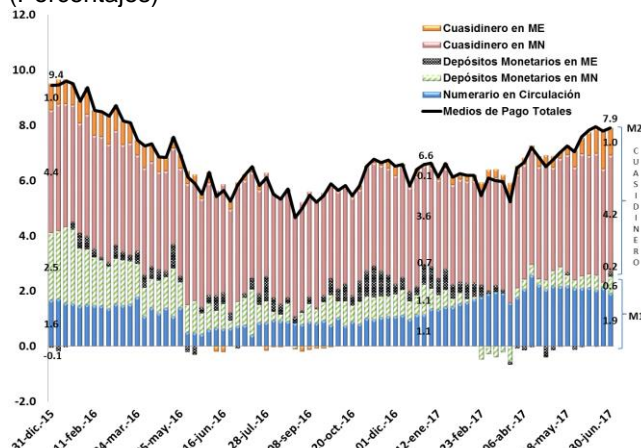
Los medios de pago (M2), al 30 de junio, registraron un crecimiento interanual de 7.9%, evidenciando una moderada recuperación respecto del observado en diciembre de 2016 (6.6%), pero por debajo del registrado a diciembre de 2015 (9.4%). El crecimiento de los medios de pago en los primeros cinco

¹¹ Al 30 de junio las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$1,244.1 millones equivalente a Q9,152.9 millones.

meses de 2017 se explica por el dinamismo mostrado por el numerario en circulación y del cuasidinero tanto en moneda nacional como extranjera, comportamiento que ha sido moderado por una desaceleración en los depósitos monetarios.

Al analizar por moneda, el crecimiento de M2 se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan 82.5% de dicho agregado y, en lo que va de 2017, estos muestran un crecimiento interanual promedio de 7.4%. Por su parte los medios de pago en moneda extranjera al 30 de junio registraron una variación interanual de 7.1% (4.4% en diciembre de 2016).

Gráfica 38
Medios de Pago Totales por Componente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información al 30 de junio 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)¹², 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 0.6 puntos

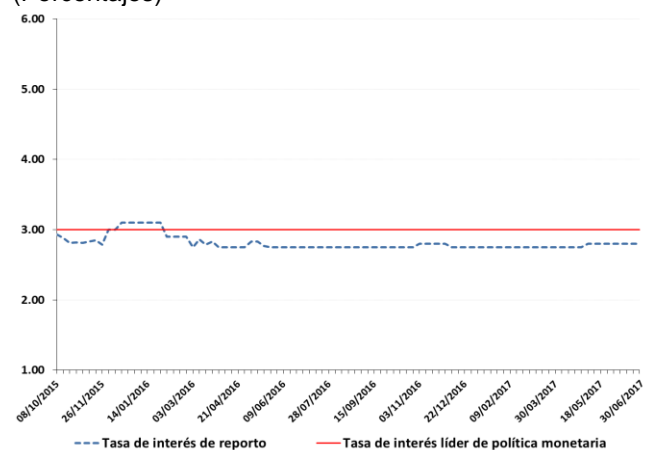
¹² Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

porcentuales al 30 de junio. Por su parte, el numerario en circulación pasó de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una de 1.9 puntos porcentuales al 30 de junio. En términos agregados, el M1 ha reflejado un crecimiento moderado (7.0% al 30 de junio) mientras que el cuasidinero¹³, tanto en moneda nacional como extranjera, ha reflejado un crecimiento más dinámico a la misma fecha (9.0% y 11.6%, 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 ubicarse en promedio del 31 de diciembre de 2016 al 30 de junio de 2017 en Q4,262.1 millones.

Los altos niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, la cual a lo largo del primer semestre, se ubica aproximadamente 23 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, en alrededor de 2.77%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 39
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a 1 Día y Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



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

¹³ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

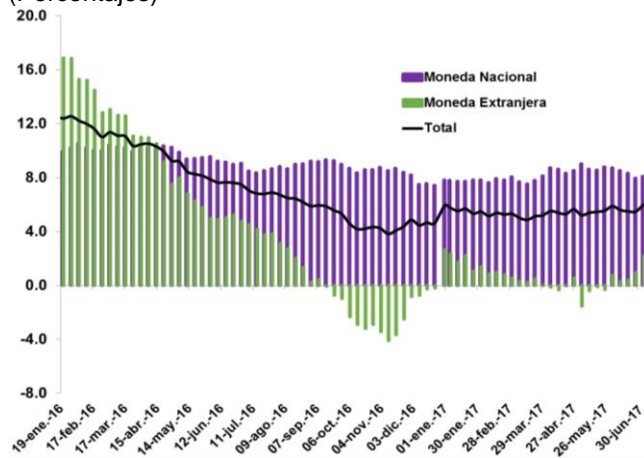
Considerando que la liquidez de corto plazo del sistema bancario se mantiene en niveles altos, como lo evidencia el comportamiento de las tasas de interés de corto y largo plazo y que la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 39.0%, se estima que el crecimiento actual de los medios de pago totales guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de junio registró un crecimiento interanual de 6.0%, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional (8.1%), ya que el crédito en moneda extranjera ha crecido únicamente 2.2%.

Gráfica 40

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



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

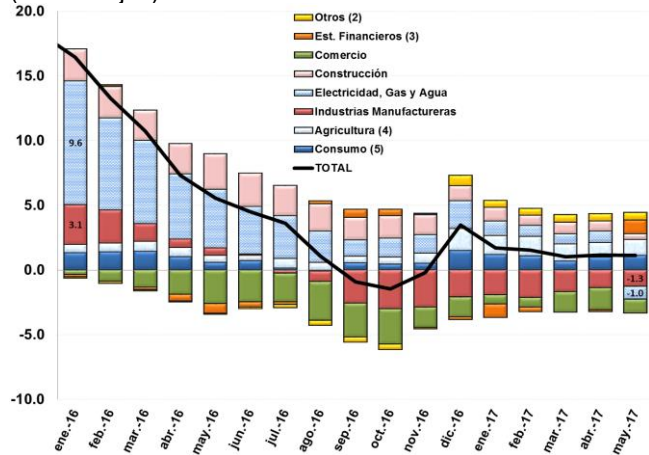
El crédito al sector privado en moneda nacional, durante el primer semestre del año evidencia un ritmo de crecimiento estable, en torno a 8.0%, explicado principalmente por el dinamismo del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 78.9% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de junio, el crédito al consumo en moneda nacional creció 9.5%, en tanto que el crédito al sector empresarial mayor aumentó

10.6%, asociado, entre otros factores, a la recuperación del crédito para el sector de industria manufacturera, el cual a mayo mostró una tasa de crecimiento de 22.1% (12.4% en mayo de 2016).

Por su parte, el crédito en moneda extranjera, si bien desde noviembre de 2016 muestra una recuperación en su variación interanual, esta sigue siendo débil al 30 de junio, pues únicamente creció 0.8%, principalmente por la reducción de los préstamos destinados al sector empresarial (que representan alrededor del 94.0% del financiamiento concedido en dicha moneda), la cual como se ha indicado en informes anteriores obedece a factores de oferta y de demanda¹⁴.

Gráfica 41

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



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

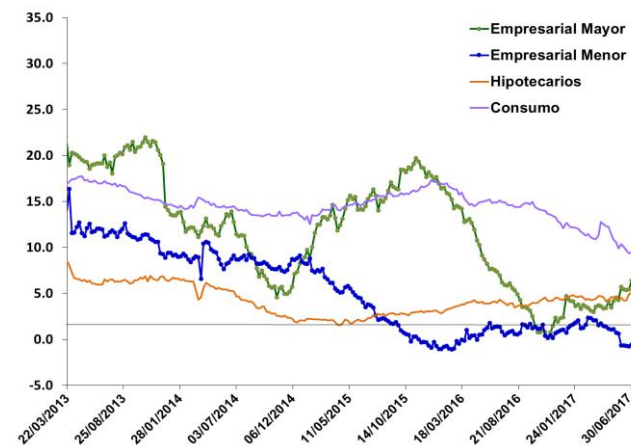
Al analizar el crédito al sector privado total (moneda nacional y moneda extranjera) por tipo de deudor destaca, para los primeros seis meses de 2017, una tendencia al alza en el crédito al sector empresarial mayor, un comportamiento estable para el

¹⁴ En el Informe de Política Monetaria a Septiembre de 2016, se incluye un análisis amplio sobre los factores que han determinado el comportamiento del crédito en moneda extranjera.

hipotecario y una desaceleración del crédito para el consumo y para el empresarial menor.

Gráfica 42

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



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

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que más han contribuido al crecimiento del crédito son, en orden de incidencia, consumo (con una variación interanual de 10.4%), establecimientos financieros, bienes inmuebles, servicios prestados a las empresas (12.3%) y servicios comunales, sociales y personales (14.1%).

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.

b) Tasas de interés

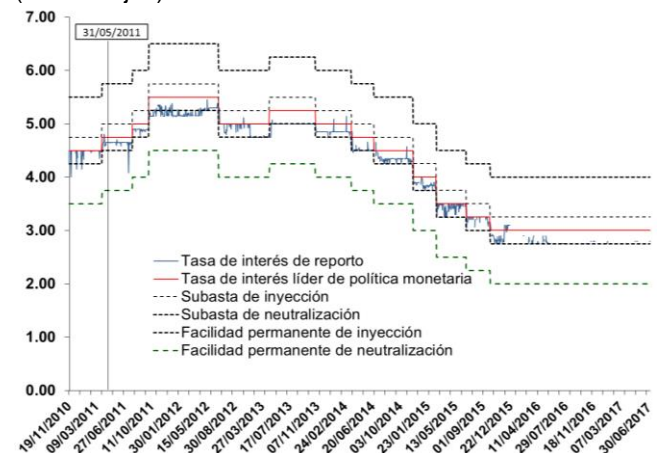
i) De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, en el transcurso del primer semestre se ha ubicado, en promedio 23 puntos básicos por debajo de

la tasa de interés líder de política monetaria y dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de condiciones favorables en el mercado de dinero. Los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 43

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



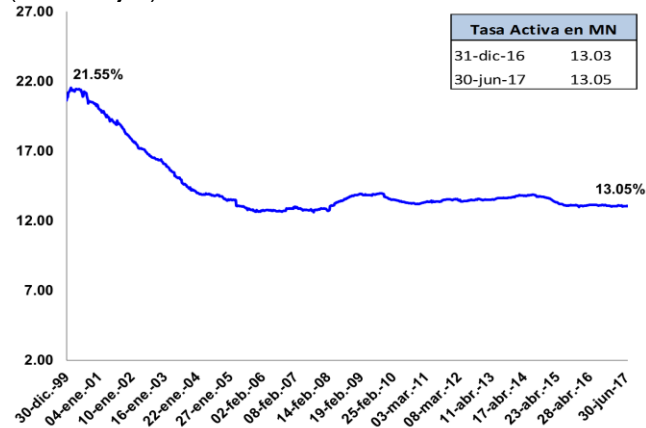
(1) Con información al 30 de junio de 2017.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

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

Gráfica 44

Tasa de Interés Activa (1)
(Porcentajes)

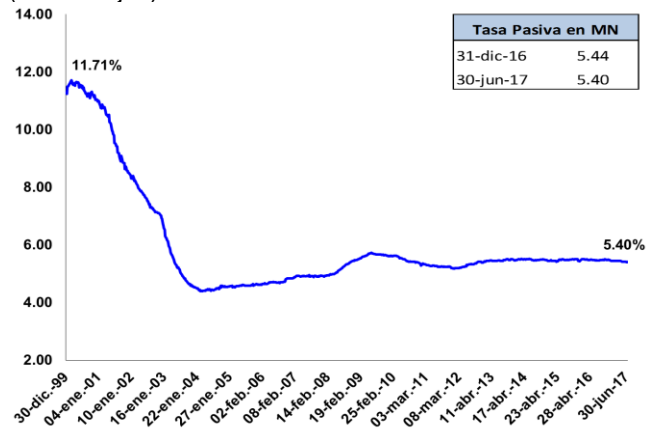


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de junio de 2017.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 45

Tasa de Interés Pasiva (1)
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de junio 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 junio de 2017 (gráfica 44). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.40% (gráfica 45), menor en cuatro puntos básicos al valor observado a diciembre de 2016 (5.44%).

c) Tipo de cambio real de equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de

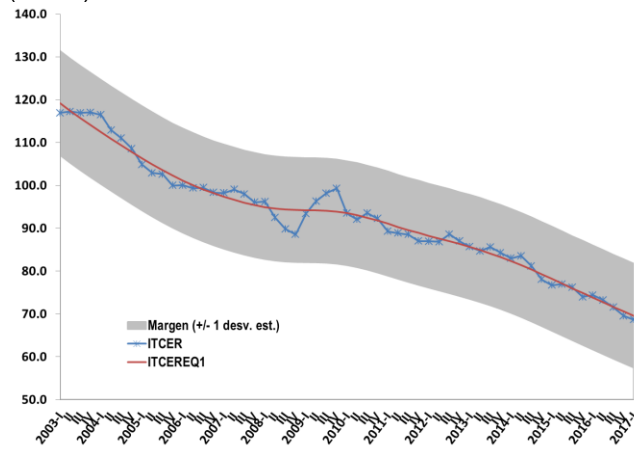
sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al primer trimestre de 2017, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2¹⁵ estiman una leve sobreapreciación entre 1.34% y 1.01% (gráfica 48), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 8.94% (gráfica 49), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos¹⁶. 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.

¹⁵ El modelo 1 se basa en la metodología determinada para Guatemala por el profesor Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

¹⁶ 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 46

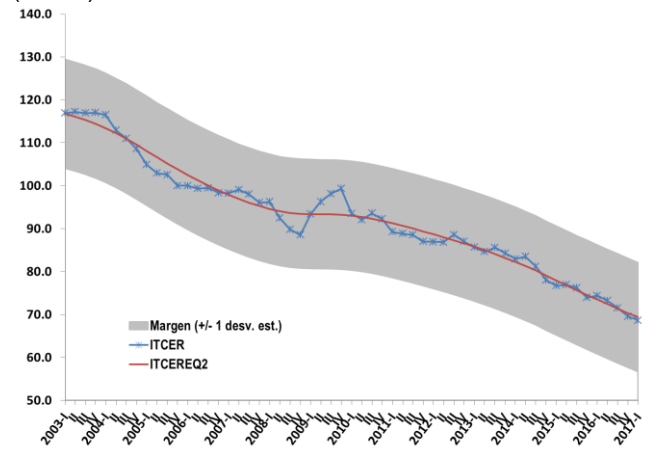
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(Índice)



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

Gráfica 47

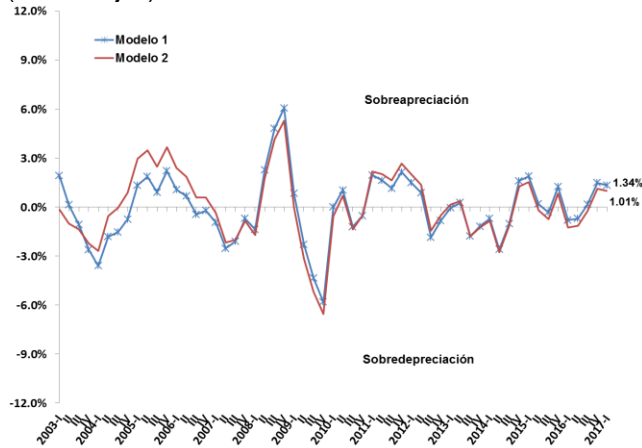
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)
(Índice)



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

Gráfica 48

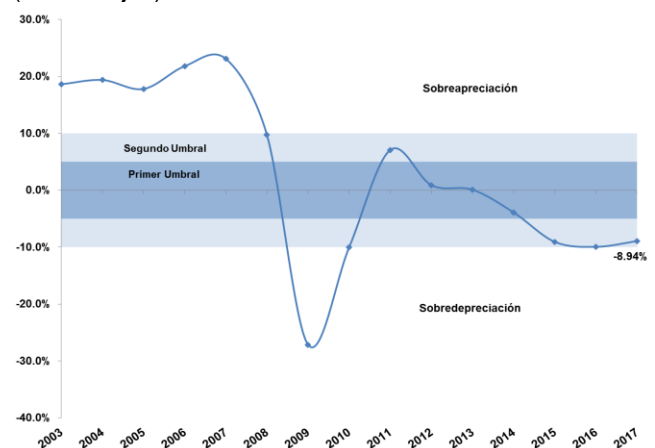
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 49

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



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

d) Tasa de interés real neutral¹⁷

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)¹⁸. Por su parte,

¹⁷ Un mayor detalle de esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

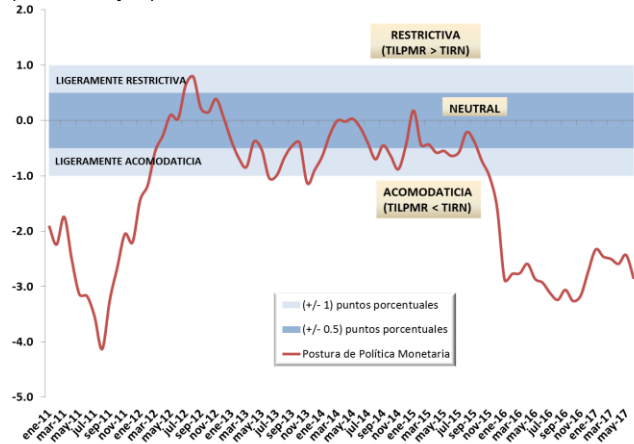
¹⁸ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

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

indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia¹⁹.

Gráfica 50

Postura de la Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a junio 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.

e) Índice de condiciones monetarias²⁰

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

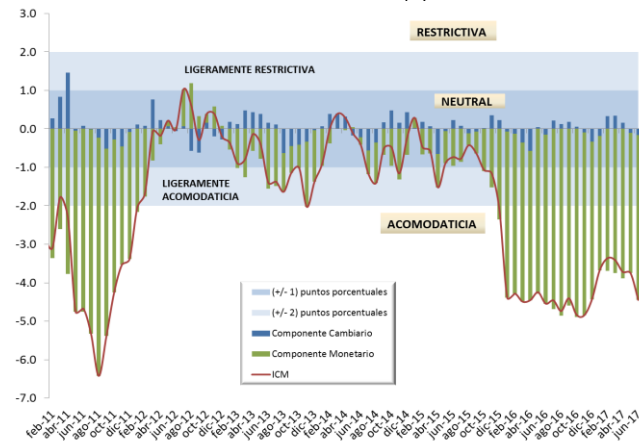
¹⁹ Este resultado evidencia que la percepción de algunos analistas locales que aseguran que la política monetaria está siendo restrictiva y que, por ende, está limitando la liquidez en la economía, es totalmente erróneo.

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

economía o choques externos, y no exclusivamente a decisiones del banco central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información a junio de 2017, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 51

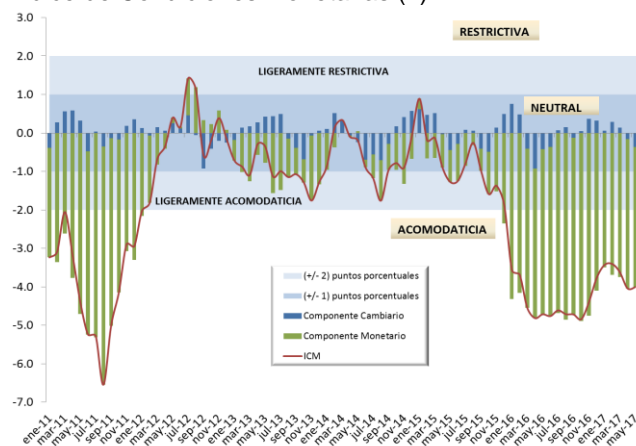
Índice de Condiciones Monetarias (1)



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

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

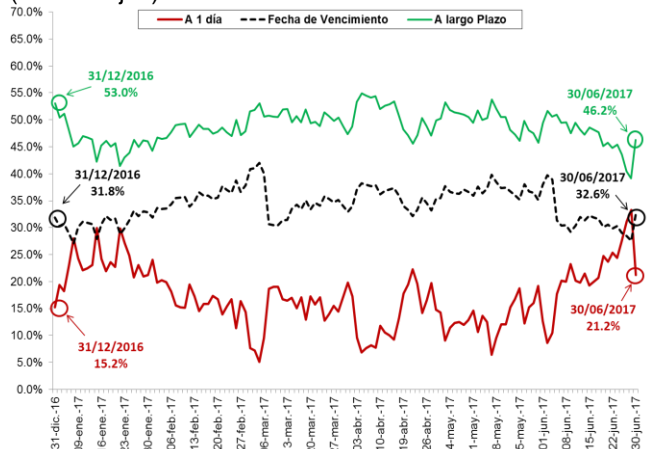
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 52**Índice de Condiciones Monetarias (1)**

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

D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. Derivado de que en el período bajo análisis se observaron excedentes de liquidez asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario; al 30 de junio, las referidas operaciones crecieron Q3,502.9 millones. Cabe indicar que al finalizar 2016, el 15.2% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 30 de junio la referida proporción aumentó a 21.2%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 31.8% en diciembre de 2016 a 32.6% al 30 de junio de 2017, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 6.8 puntos porcentuales (de 53.0% en 2016 a 46.2% en 2017). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.1% del PIB.

Gráfica 53**Composición de las Operaciones de Estabilización Monetaria (1) (Porcentajes)**

(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de junio de 2017. Fuente: Banco de Guatemala.

E. FINANZAS PÚBLICAS

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

Para el ejercicio fiscal 2017 se cuenta con un presupuesto vigente de Q77,344.5 millones²¹, que equivale a 13.8% del PIB (13.7% en 2016). Entre los principales indicadores fiscales respecto del PIB, según el presupuesto vigente, destacan: ingresos públicos totales 11.2% (11.0% en 2016), ingresos tributarios 10.4% (igual al año anterior), gastos totales 13.1% (12.1% en 2016) y deuda pública total 24.2% (igual al año previo).

Algunos riesgos que podrían limitar la expansión del gasto público estarían asociados a las fuentes de financiamiento previstas en dicho presupuesto y a la capacidad de ejecución de las entidades de gobierno. En

²¹ Presupuesto aprobado según Decreto Número 50-2016, más ampliaciones presupuestarias, según acuerdos gubernativos números 12-2017, 51-2017 y 66-2017.

lo que respecta a las fuentes de financiamiento del gasto, la recaudación tributaria podría ser afectada, entre otros factores, por una recaudación menor a la prevista (a junio la recaudación acumulada se ubicó por debajo de la meta en Q323.0 millones) y por la demora en la implementación de las medidas previstas en el Plan Anual de Recaudación, Control y Fiscalización para este año por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT)²². En lo que corresponde al financiamiento externo, una baja ejecución de los desembolsos de préstamos externos programados (3.3% durante el primer semestre), podría reducir la disponibilidad de recursos. Por otra parte, los esfuerzos orientados al combate a la corrupción, así como, el cumplimiento efectivo de las normas presupuestarias, podrían limitar la capacidad de ejecución del gasto en algunas dependencias gubernamentales.

El presupuesto aprobado para este año incluye la previsión presupuestaria para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2015, por Q646.0 millones; sin embargo, la ley del presupuesto para este año, aprobada por el Congreso de la República, otorga la facultad al Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) de cambiar el destino de los recursos, como ha sucedido en años anteriores. Como se ha indicado recurrentemente, la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva al cumplimiento de la meta de inflación y, por tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, por lo que utilizar las deficiencias netas que corresponden al Banco Central para expandir el gasto, resulta perjudicial para el mantenimiento de la referida estabilidad, la cual se considera un activo del país, valorado no solo por la

sociedad guatemalteca, sino también por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo.

1. Ingresos

Al 30 de junio de 2017, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 6.4% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 7.6% que registraron los ingresos tributarios (94.8% de los ingresos totales) en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) registraron una reducción de 10.8%, respecto de lo observado en 2016.

Respecto de la recaudación tributaria, la vigencia del Acuerdo Gubernativo 82-2017 (exoneración de multas) contribuyó a la recuperación de la tasa de variación interanual (7.6%), luego de la moderación registrada en mayo (5.3%) derivado de que las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria el año anterior permitieron una recaudación extraordinaria de Q829.2 millones en mayo de 2016. Vale agregar que la recaudación tributaria en el segundo trimestre fue moderada, entre otros factores, por la moderación registrada en el crecimiento del valor de las importaciones de bienes y servicios a partir de abril, luego de que estas registraron un comportamiento bastante dinámico durante el primer trimestre.

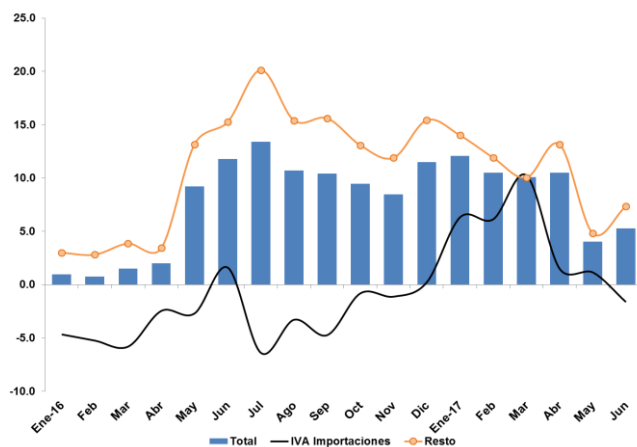
Los impuestos directos crecieron 9.1%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual creció 9.5%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 6.1%. En lo que respecta a los impuestos indirectos, estos aumentaron 6.7%, destacando el desempeño del Impuesto al Valor Agregado (IVA), el cual creció 7.4% (el IVA doméstico creció 10.9% y el IVA importaciones 4.0%); por otra parte, los derechos arancelarios aumentaron 4.0% y el impuesto sobre derivados del petróleo 1.3% (ver gráfica 55). Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de junio de 2017, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q28,095.3 millones, equivalente a 98.9% de la meta

²² Mediante Acuerdo Gubernativo 82-2017, vigente a partir del 20 de mayo de 2017, se otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes que paguen el 100% de los impuestos adeudados, por los períodos 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. Con tal disposición, las autoridades fiscales esperan reducir la brecha de recaudación en los próximos meses.

para dicho período (Q28,418.3 millones), generando una brecha de recaudación negativa, de Q323.0 millones (1.1%).

Gráfica 54

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



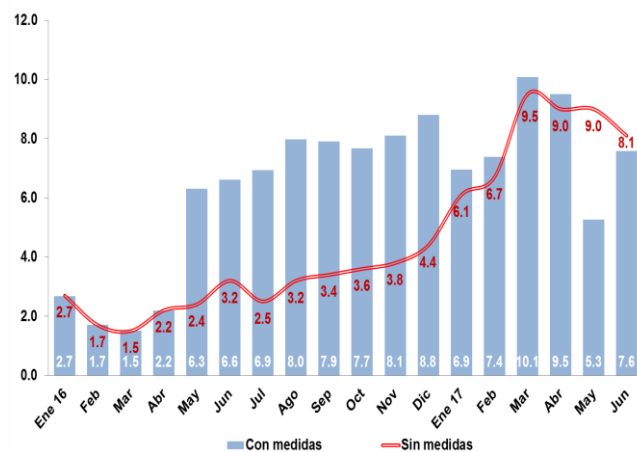
(1) Variación interanual media móvil de tres meses.

(2) Cifras preliminares a junio de 2017.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Gráfica 55

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



(1) Variación interanual acumulada.

(2) Cifras preliminares a junio de 2017.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Gastos

El gasto público aumentó 6.9% durante el primer semestre de 2017 (-8.2% a junio de 2016) 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

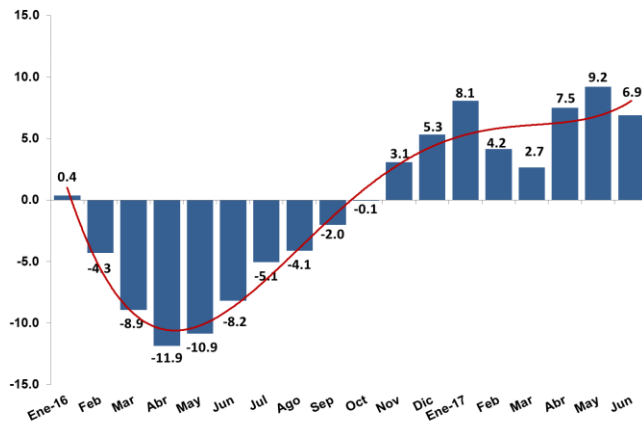
financieras cuatrimestrales; en contraste, el mismo fue moderado por la baja ejecución en algunas entidades de gobierno que han enfrentado limitaciones para el cumplimiento de las normas presupuestarias, así como por la baja ejecución del gasto financiado con préstamos externos. Como resultado, el grado de ejecución presupuestaria fue similar al observado el año previo.

Al 30 de junio, los gastos de funcionamiento aumentaron 6.3% y los de capital 10.4%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes crecieron 18.6%, 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 (10.9%). Por su parte, el gasto de capital que a mayo había aumentado 26.5% se desaceleró en junio (10.4%), resultado de una moderación en el crecimiento de las transferencias de capital (5.0%).

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 39.6%, inferior a la registrada en 2016 (40.3%). Los mayores porcentajes de ejecución se observaron en el Servicio de la Deuda Pública (44.8%), en las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (43.6%) y en el Ministerio de Educación (42.5%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen, el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (18.9%) y el Ministerio de Desarrollo Social (10.4%).

Gráfica 56

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



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

3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de junio, resultó en un superávit fiscal de Q427.5 millones (0.1% del PIB), menor al registrado en el mismo período del año anterior (Q515.2 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q2,354.1 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q87.7 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q1,411.5 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q4,253.3 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q5,575.9 millones, vencimientos por Q1,424.1 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q101.5 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q7,034.9 millones.

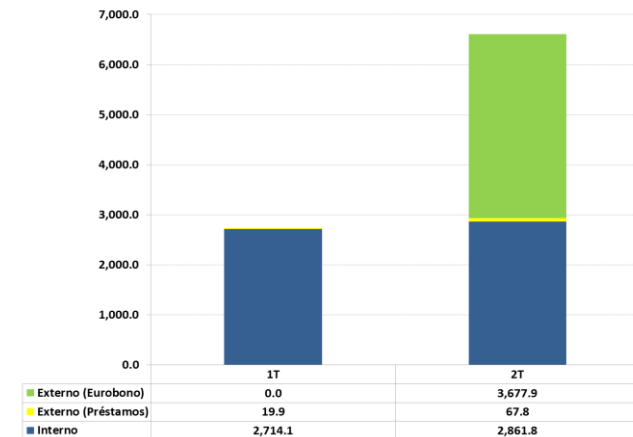
Para el ejercicio fiscal 2017 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q13,150.3 millones, de los cuales Q10,863.5 millones corresponden a la nueva emisión y Q2,286.8 millones al *roll-over*. Al 30 de junio, se había colocado el 70.4% del monto autorizado, Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) en el mercado

internacional a 10 años plazo con tasa de interés de cupón 4.375% y tasa de rendimiento 4.50%; asimismo, se colocaron Q5,575.9 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento 26/07/2022, 15/12/2027, 02/08/2029 y 27/04/2032 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.50%, 6.91%, 6.95% y 7.11%, respectivamente.

Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q69,793.6 millones, mayor en Q4,151.8 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\$8,344.9 millones, mayor en US\$329.4 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones).

Gráfica 57

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



(1) Cifras al 30 de junio de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 4

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

Concepto	2016	2017 ^{P/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	27,854.2	29,648.2	1,794.0	6.4
A. Ingresos (1+2)	27,823.7	29,623.8	1,800.1	6.5
1. Ingresos Corrientes	27,821.3	29,622.1	1,800.7	6.5
a. Tributarios	26,112.5	28,095.3	1,982.8	7.6
b. No Tributarios	1,708.8	1,526.7	-182.1	-10.7
2. Ingresos de Capital	2.4	1.7	-0.7	-27.8
B. Donaciones	30.6	24.5	-6.1	-19.9
II. Total de Gastos	27,339.1	29,220.7	1,881.7	6.9
A. De Funcionamiento	23,302.0	24,762.9	1,461.0	6.3
B. De Capital	4,037.1	4,457.8	420.7	10.4
III. Superávit o Déficit Presupuestal	515.2	427.5	-87.7	-17.0
(-) Déficit				
IV. Financiamiento Total	-515.2	-427.5	87.7	-17.0
A. Interno	1,987.2	4,253.3	2,266.1	114.0
B. Externo	4,293.0	2,354.1	-1,938.9	-45.2
C. Variación de Caja	-6,795.4	-7,034.9	-239.6	3.5
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	5.0	5.0		
Superávit ó Déficit / PIB	0.1	0.1		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el primer trimestre de 2017, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras y administración pública y defensa), destacando servicios privados; comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 77% de dicho resultado.

El resultado de los servicios privados, estuvo influenciado por el desempeño positivo mostrado por las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, como consecuencia del crecimiento en la demanda intermedia por parte del comercio al por mayor y al por menor, telecomunicaciones y de la intermediación financiera, principales consumidores de dichos de servicios. En lo correspondiente al desempeño de las actividades de hoteles y restaurantes, este se asoció al mayor número de turistas que ingresaron al país en el primer trimestre del año, lo que impulsó la demanda de hospedaje y servicios de restaurante, que ha sido motivado por la mayor demanda final de este tipo de servicios. Por su parte, el mayor dinamismo de la actividad de mantenimiento y reparación de vehículos, se asoció al incremento en el parque vehicular, por la mayor importación de vehículos usados, situación que también se reflejó en el aumento del consumo de gasolinas.

El resultado del comercio al por mayor y al por menor estuvo influenciado por el incremento del volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan los productos farmacéuticos, equipo de transporte,

materiales de construcción y artículos de ferretería, productos alimenticios, aparatos eléctricos, entre otros.

En el desempeño de la industria manufacturera incidió positivamente el incremento registrado en las actividades de alimentos y bebidas, entre las que destacan, la elaboración de azúcar; preparación de bebidas malteadas y de malta; elaboración y conservación de pescado; y elaboración de alimentos preparados para animales, como resultado de una mayor demanda interna y externa de dichos productos. Asimismo, las actividades dedicadas a la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, registraron aumentos como resultado del incremento en la demanda interna y externa de estos productos, especialmente de prendas de vestir y de otros productos textiles. Por su parte, el grupo de los otros productos manufacturados, estuvo influenciado por el dinamismo en la fabricación de productos químicos; específicamente, productos farmacéuticos, abonos, jabones y detergentes; y fabricación de materiales destinados a la construcción; entre los cuales destaca la fabricación de artículos de hormigón y la fabricación de cemento, cal y yeso.

En el crecimiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, incidió, fundamentalmente, el crecimiento de las actividades de transporte vía terrestre y las complementarias al transporte, como resultado del incremento en la demanda intermedia de estos servicios por parte de las actividades agrícolas e industriales y del mayor dinamismo observado del comercio exterior del país; lo que se reflejó en el aumento del volumen de mercadería embarcada y desembarcada en los puertos nacionales.

Finalmente, el comportamiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, estuvo influenciado por el dinamismo observado en los cultivos tradicionales, particularmente, de banano. En los cultivos

no tradicionales, destacó el crecimiento de la producción de frutas, específicamente mango, sandía y plátano; así como el cultivo de hortalizas, tanto para la exportación como para el consumo interno. Por su parte el desempeño positivo registrado por la actividad silvícola y

de extracción de madera, estuvo asociado al incremento en la demanda externa de hule natural. Asimismo, el crecimiento de la actividad de crianza de aves de corral, estuvo influenciado por una mayor la demanda de aves para engorde y faenado.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2016				2017
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.2	2.2	3.1	3.5	3.3	1.7
Explotación de Minas y Canteras	0.9	-7.9	-6.6	-18.0	-10.3	-7.4
Industria Manufacturera	18.7	2.1	4.2	2.9	5.0	2.9
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	5.1	9.4	4.5	2.3	6.7
Construcción	2.3	2.8	2.4	0.4	1.8	2.4
Comercio al por mayor y al por menor	11.0	4.7	4.5	2.7	2.6	5.0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.3	3.1	3.0	2.3	2.6	4.0
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	6.8	12.6	7.3	8.4	4.1	1.6
Alquiler de Vivienda	10.2	3.1	3.1	3.0	3.1	3.0
Servicios Privados	15.9	3.0	2.7	3.0	3.5	3.5
Administración Pública y Defensa	8.0	2.7	3.0	2.0	1.0	-1.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO		2.9	3.7	2.6	3.0	3.0

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al primer trimestre de 2017, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.3%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento refleja la mejora en el ingreso disponible de los hogares por el incremento en las remesas familiares, de la cartera de crédito para consumo del sistema bancario y de los niveles de empleo reportados en las estadísticas de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad

Social (IGSS). Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró una disminución de 3.9%, explicada, fundamentalmente, por la reducción en la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central, particularmente en los renglones relacionados con compuestos químicos, alimentos, útiles médico-quirúrgicos, arrendamiento de edificios y locales, energía eléctrica, mantenimiento de medios de transporte, entre otros.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 6.5%, principalmente por

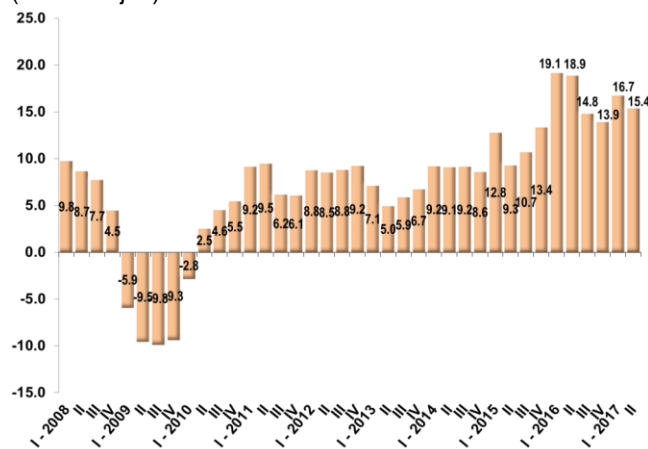
crecimiento de la inversión de bienes de capital de origen importado, en particular los destinados para el transporte y para la industria, telecomunicaciones y construcción; así como por el desempeño positivo de la inversión en construcción de edificaciones residenciales privadas.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 5.6%, explicado, principalmente, por el incremento en el volumen exportado de cardamomo, gases de petróleo y otros hidrocarburos gaseosos, banano, energía eléctrica, hule natural, cerveza, entre otros.

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

Gráfica A1.2

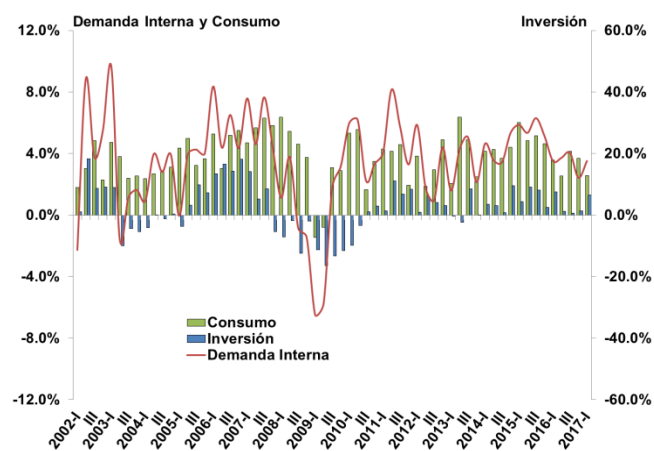
Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1)
(Porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a junio de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.1

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



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

(2) Con información a marzo de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2016				2017
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna		3.5	3.7	4.0	2.4	3.5
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	85.1	4.9	3.7	4.4	4.0	3.3
Gasto de Gobierno Central	9.5	-7.8	-6.3	2.2	1.6	-3.9
Formación Bruta de Capital Fijo	12.5	7.5	1.3	0.6	1.4	6.5
Exportaciones de bienes y servicios	27.9	1.5	2.7	-1.5	4.4	5.6
(-) Importaciones de bienes y servicios	-43.2	7.3	2.8	2.2	0.9	4.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO		2.9	3.7	2.6	3.0	3.0

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXO 2

EFFECTO TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL A LOS PRECIOS INTERNOS

I. INTRODUCCIÓN

El efecto traspaso (*pass-through*), en términos generales, se refiere al cambio en los precios internos ocasionado por los movimientos del tipo de cambio nominal (Rowland, 2003).

La literatura económica sugiere que el tipo de cambio nominal influye en los precios internos mediante efectos de primer y segundo orden. Los primeros, responden al ajuste en el precio de los bienes importados, ya sea de consumo, intermedios o de capital (canal directo) y a la incidencia de los precios relativos entre bienes domésticos y externos sobre la demanda agregada (canal indirecto). Los segundos, obedecen al cambio en la formación de las expectativas de inflación de los agentes económicos (Capistrán, Ibarra-Ramírez, & Ramos-Francia, 2011).

De acuerdo con la ley del precio único y su generalización, denominada hipótesis de paridad de poder adquisitivo (PPP, por sus siglas en inglés), el coeficiente de traspaso debería de ser uno, es decir, completo. Sin embargo, la evidencia empírica ha mostrado que este no sólo es menor que uno (incompleto), sino que también ha experimentado una considerablemente caída en casi todo el mundo (Mujica & Saens, 2015).

De hecho, diversos estudios apuntan que la transmisión del efecto traspaso depende tanto de factores microeconómicos como macroeconómicos, entre los que destacan: la presencia de estructuras de mercado no competitivas, el grado de sustitución entre bienes nacionales e importados, el régimen de política monetaria, el entorno inflacionario y la volatilidad del tipo de cambio (Winkelried, 2012).

Entender la forma en que la inflación responde a los choques cambiarios ha adquirido particular importancia, dado que un nivel de traspaso alto requeriría coordinar la política monetaria con la política

cambiaría, a fin de reducir el impacto que tienen los movimientos del tipo de cambio; en contraste con un nivel de traspaso bajo, que brinda mayor libertad para la conducción de la política monetaria de forma independiente, facilitando, por tanto, la implementación de un esquema de inflación objetivo (Parra, 2008).

Al respecto, este anexo está orientado a evaluar la relación entre los movimientos del tipo de cambio y el comportamiento de los precios al consumidor, lo que relevante para el adecuado manejo de la política monetaria. Para ello, la sección II aborda la metodología utilizada para dicho fin, así como una breve descripción de los datos. Los principales resultados del análisis empírico se detallan en la sección III. Por último, en la sección IV, se destacan algunas conclusiones.

II. ASPECTOS METODOLÓGICOS Y DATOS

El análisis se basó en un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), herramienta que ha sido comúnmente utilizada para estimar el efecto traspaso del tipo de cambio nominal, en el cual se calcula el impulso respuesta de un choque al tipo de cambio que se identifica mediante el método recursivo (descomposición de Cholesky). Además, se evalúa la medida de elasticidad del traspaso acumulado.

Las variables incluidas en el modelo fueron, en su orden: el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), la tasa de interés de política monetaria, el tipo de cambio y el Índice de Precios al Consumidor (IPC). También se incorporaron como variables exógenas el Índice de Producción Industrial (PMI), la tasa de bonos del tesoro a 3 meses y el IPC, todas de Estados Unidos de América, y el índice de materias primas del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Los datos corresponden a las tasas de variación interanual de cada una de las variables, a excepción de las referentes a las tasas de interés, para el periodo de 2010 a 2017. Dado que la serie del ritmo inflacionario

evidencia ser un proceso integrado de orden 1, se evaluaron tres modelos.

El primero, siguió la recomendación en contra la diferenciación de las series, incluso si tienen raíz unitaria, siendo que esto puede “desechar” información relativa a los comovimientos de las variables; y puesto que el objetivo no consiste en la estimación de los parámetros, la opinión es que el VAR debe imitar el “verdadero” proceso de generación de datos.

El segundo, consideró la aceleración de la inflación, que corresponde a la diferencia entre la variación interanual de un mes respecto al mes anterior, con interpretación en puntos porcentuales.

El tercero, examinó el sub-periodo de 2012 a 2017, teniendo en cuenta que el ritmo inflacionario parece haber transitado a ser un proceso estacionario, es decir $I(0)$, en este periodo. Ello tiene particular importancia dado que el periodo abarca la plena implementación de la actual metodología de medición del IPC (base diciembre 2010 = 100), obviando el empalme realizado para 2010 y los primeros meses de 2011.

Por último, se evaluó la posibilidad de que existiera una relación de cointegración entre los movimientos del tipo de cambio nominal y el comportamiento de los precios al consumidor mediante un modelo Autorregresivo con Retardos Distribuidos (ARDL, por sus siglas en inglés). Este método, a diferencia de los tradicionales, no requiere que todas las series tengan el mismo grado de integración, sino que también permite que sean una mezcla de $I(0)$ e $I(1)$; además, entre otras ventajas, la representación ARDL no precisa de la simetría de longitudes de retraso, así que cada variable puede tener un número diferente (*ad-hoc*) de términos de retraso.

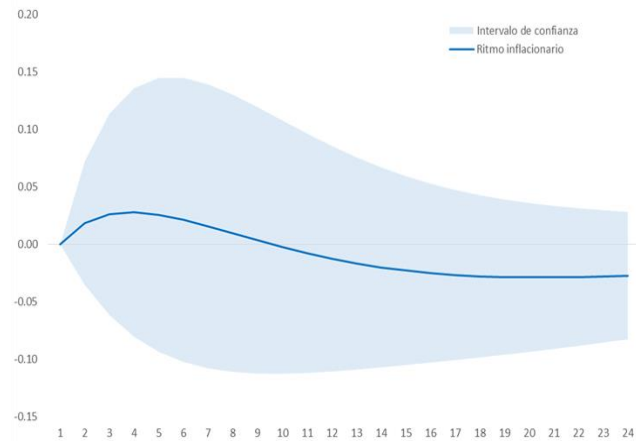
III. RESULTADOS

Los resultados del primer y segundo modelo (gráficas A2.1 y A2.2, respectivamente) sugieren que ante una depreciación no anticipada de 1 por ciento en el tipo de cambio nominal, la respuesta de los precios al

consumidor es positiva, como era de esperarse, aunque no en términos significativos.

Gráfica A2.1

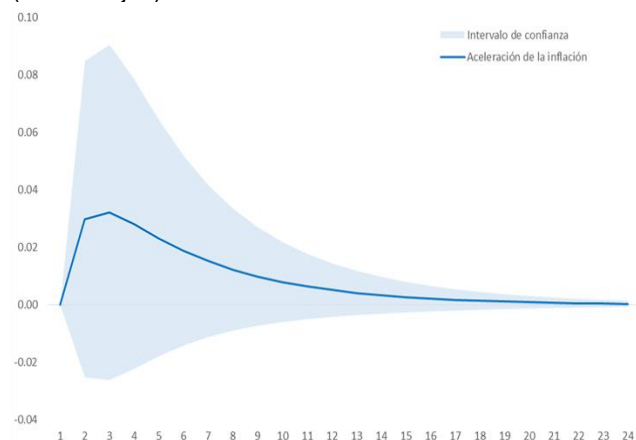
Respuesta de la inflación ante un aumento de 1 punto porcentual en la variación interanual del tipo de cambio 2010 – 2017 (Porcentajes)



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica A2.2

Respuesta de la inflación ante un aumento de 1 punto porcentual en la variación interanual del tipo de cambio 2010 – 2017 (Porcentajes)

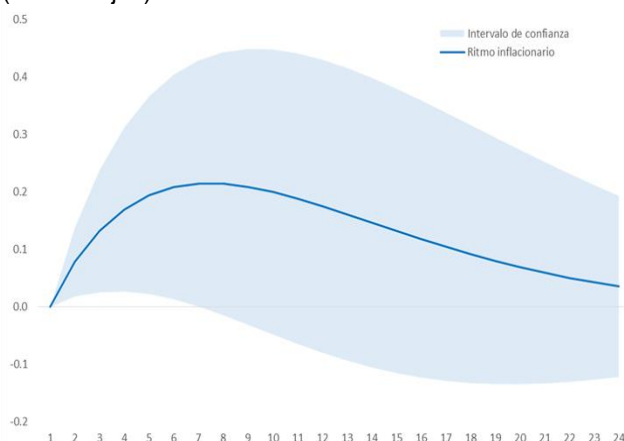


Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, el tercer modelo evidencia que la respuesta de los precios al consumidor es positiva y estadísticamente significativa en los primeros seis meses subsiguientes al choque. Específicamente, dicha depreciación redundaría en un alza de 0.21 puntos porcentuales en el ritmo inflacionario al sexto mes (gráfica A2.3).

Gráfica A2.3

Respuesta de la inflación ante un aumento de 1 punto porcentual en la variación interanual del tipo de cambio 2012 – 2017 (Porcentajes)



Fuente: Elaboración propia.

En adición a la magnitud y velocidad del coeficiente de traspaso, se exploró, mediante un modelo más sencillo, la simetría de este. Los resultados si bien apuntan a que la respuesta de los precios es asimétrica, es decir, varían dependiendo de si el choque es una depreciación o una apreciación (mayor en el primer caso), también indican que el traspaso es incompleto y estadísticamente no distinto de cero en ambos casos.

Finalmente, el ARDL *Bounds Test* para cointegración descartó, a los niveles de confianza relevantes, la posibilidad de que existiera una relación de cointegración entre las variables de tipo de cambio nominal e IPC.

IV. CONCLUSIONES

La comprensión de la relación entre los movimientos del tipo de cambio nominal y los cambios en los precios internos es fundamental para la formulación y adopción adecuada de respuestas de política en la materia.

En general, la evidencia empírica apunta a que una depreciación (apreciación) induce el aumento (disminución) de los precios al consumidor, aunque de forma incompleta y únicamente significativa en el periodo más reciente. Dicho resultado, en parte, puede explicarse por la disminución del efecto traspaso a

través de la cadena productiva, es decir que si bien este podría ser alto sobre los precios de los bienes importados, es menor para los precios al productor y todavía mucho menor para los precios al consumidor.

Finalmente, es importante tener en cuenta que la experiencia de otros países sugiere que un esquema de política monetaria que favorece una inflación baja y estable, así como expectativas de inflación ancladas, como es el caso de Guatemala, tiene un papel fundamental para reducir la influencia de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal en los precios internos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Ahn, JaeBin; y Duval, Romain (2017). "Trading with China: productivity gains, job losses". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/122. Mayo.
2. Berkmen, S. Pelin; y Yépez, Juan (2017). "Recuadro 2.1. Exposiciones de la región frente a Estados Unidos". Perspectivas Económicas: Las Américas. Fondo Monetario Internacional. Abril.
3. Borio, Claudio (2017). "Secular stagnation or financial cycle drag". Banco de Pagos Internacionales. National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference. Marzo. Washington DC.
4. Capistrán, Carlos; Ibarra-Ramírez, Raúl; y Ramos-Francia, Manuel (2011). "El traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios: un análisis para la economía Mexicana". Documentos de Investigación. No.2011-12. Banco de México.
5. Cerdeiro, Diego A.; y Plotnikov, Dmitry (2017). "Taking stock: who benefited from the oil price shocks?". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/104. Mayo.
6. International Monetary Fund (2017). "Gaining Momentum?". World Economic Outlook. April.
7. International Monetary Fund (2017). "A firming recovery". World Economic Outlook Update. July.
8. Lane, Philip R.; y Milesi-Ferretti, Gian (2017). "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis". Fondo Monetario Internacional (FMI). Working Paper 17/115. Mayo.
9. Mujica, Patricio; y Saens, Rodrigo (2015). "Traspaso de tipo de cambio y metas de inflación en Chile". Revista CEPAL 117: 145-155. Diciembre.
10. Parra, Juan. (2008). "Sensibilidad del IPC a la tasa de cambio en Colombia: una medición de largo Plazo". Borradores de Economía No. 542. Banco de la República de Colombia.
11. Rowland, Peter. (2003). "Exchange rate pass-through to domestic prices: the case of Colombia". Borradores de Economía No. 254. Banco de la República de Colombia.
12. Winkelried, Diego. (2012). "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú". Revista Estudios Económicos 23: 9-24. Banco Central de Reserva del Perú.