

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2016



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	8
A. COYUNTURA RECIENTE	8
1. Panorama general	8
2. Desempeño de las economías avanzadas	10
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	14
4. Mercados financieros internacionales	18
5. Precios internacionales de algunas materias primas	21
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	38
1. Evolución reciente de la inflación	38
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	43
3. Variables informativas de la política monetaria	45
D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	56
E. FINANZAS PÚBLICAS	56
1. Ingresos	57
2. Gastos	57
3. Resultado fiscal y financiamiento	58

¹ El Informe fue elaborado con información disponible al 13 de octubre de 2016.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL61

ANEXO 2

GUATEMALA: PRODUCTO INTERNO BRUTO POTENCIAL65

ANEXO 3

EL CICLO ECONÓMICO EN GUATEMALA68

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....72

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2016

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

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

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

El EMEI ha venido evolucionando tomando como referencia los esquemas de otros bancos centrales que lo adoptaron antes que Guatemala. En efecto, durante los años siguientes a la implementación del EMEI se avanzó en aspectos 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.

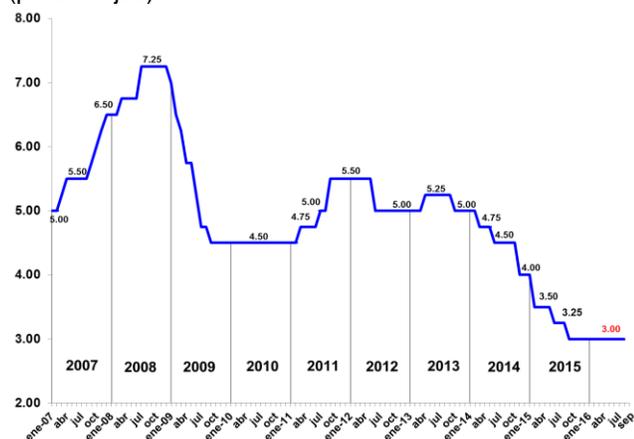
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto para 2016, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto y septiembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que se continúa evidenciando en las economías avanzadas una recuperación más débil de lo previsto y que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo prevalecen los riesgos a la baja. Asimismo, dicho cuerpo colegiado tomó en cuenta que los precios internacionales de las materias primas continúan ubicándose en niveles inferiores a los del año previo; sin embargo, destacó la reciente tendencia al alza del precio del petróleo. En el ámbito interno, consideró, entre otros factores, que la actividad económica evoluciona conforme el rango revisado de crecimiento para finales de año (entre 3.1% y 3.7%), como lo confirman los indicadores económicos de corto plazo (el Índice Mensual de la Actividad Económica, el crédito bancario al sector privado, el volumen de importaciones y las remesas familiares, entre otros). Además, destacó que tanto los pronósticos como las expectativas de inflación para 2016 y para 2017 anticipan que la inflación se mantendría en torno al valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual).

Gráfica 1

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



(1) Con información a septiembre de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continúa, aunque más débil de lo previsto, y prevalecen la incertidumbre y riesgos sesgados a la baja, debido a condiciones de crecimiento más moderadas en las economías avanzadas.

En efecto, las proyecciones del Fondo Monetario Internacional prevén un crecimiento económico mundial de 3.1% en 2016, levemente inferior al del año previo (3.2%), aunque se elevaría en 2017 a 3.4%, apoyado, principalmente, en un mejor desempeño en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Dentro de los principales factores de riesgo para dicho crecimiento se pueden mencionar: la incertidumbre política y económica que resulta del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*) y de la campaña electoral por la presidencia de Estados Unidos de América; el rebalanceo de la economía china y sus efectos de derrame al resto del mundo; conflictos geopolíticos, principalmente en Oriente Medio; la baja inversión a nivel mundial; niveles muy bajos de inflación; y la persistente baja productividad. Estos dos últimos factores afectan principalmente a las economías avanzadas.

En cuanto al crecimiento de las economías avanzadas, este registraría una desaceleración al ubicarse en 1.6% en 2016 (2.1% en 2015), resultado asociado a una débil demanda interna, al envejecimiento de la población, al bajo crecimiento de la productividad, a los legados de la crisis económica y financiera 2008-2009 y a algunos efectos colaterales que podrían derivarse del *Brexit*, factores que impedirían un crecimiento económico más sólido. En ese contexto, en 2017, el crecimiento se recuperaría modestamente al situarse en 1.8%.

En Estados Unidos de América, la actividad económica ha venido registrando niveles inferiores a los esperados por el mercado, debido a la caída en la inversión, la fortaleza del dólar estadounidense y la

incertidumbre asociada al ciclo electoral, factores que contrarrestan, en parte, la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda, la política fiscal levemente expansiva, condiciones financieras favorables, así como el mayor dinamismo del gasto del consumidor. Por ello, se prevén crecimientos de 1.6% en 2016 y de 2.3% en 2017, inferiores a los previstos a inicios de año.

En la Zona del Euro, el proceso de recuperación hasta el tercer trimestre del año se ha visto afectado por la débil demanda interna y la modesta expansión fiscal, a pesar de la política monetaria considerablemente acomodaticia y los aún bajos precios del petróleo. Entre los factores que limitan un crecimiento más dinámico destacan: la baja inversión, el alto desempleo, los elevados niveles de endeudamiento público y privado, así como la incertidumbre sobre la futura relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea, luego del *Brexit*. En ese contexto, para estimular la demanda interna, sigue siendo necesaria una política monetaria ampliamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo. Las proyecciones de crecimiento para la región son de 1.6% para 2016 y 1.4% para 2017.

Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, mejoraron moderadamente sus perspectivas de crecimiento económico y seguirían contribuyendo de manera relevante al crecimiento económico mundial. Dicho resultado se asocia a la previsión de una recesión menos profunda en 2016 y un crecimiento moderado, pero positivo, en 2017 tanto en Rusia como Brasil. Además, contribuye la perspectiva de condiciones financieras internacionales más favorables, dada la persistencia de medidas de política monetaria altamente acomodaticias en la mayoría de economías avanzadas, a pesar de la ralentización del crecimiento en la República Popular China. Para este conjunto de economías se estima un crecimiento de 4.2% en 2016 y para 2017 de 4.6%.

En Centroamérica condiciones favorables para la actividad económica continúan, dado que las remesas familiares siguen creciendo, en parte, por la mejora del mercado laboral de Estados Unidos de América y por los aún bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados, factores que ayudan a incrementar el ingreso disponible y, por ende, el consumo privado, mejorando los resultados fiscales y reduciendo los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos.

A septiembre de 2016, los mercados financieros internacionales evidenciaron una recuperación de los efectos negativos que a finales de junio provocó el resultado del *Brexit*, cuando se generó un aumento significativo de la volatilidad. A pesar de ello, no se descartan nuevos episodios de volatilidad ante la incertidumbre que genera la moderación del crecimiento de la actividad económica en la mayoría de economías avanzadas, el rebalanceo en el modelo de crecimiento de la República Popular China, la normalización de la política monetaria estadounidense, los bajos precios internacionales de las materias primas y la compleja y prolongada negociación de las nuevas relaciones económicas y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Por su parte, los precios internacionales de las materias primas, que afectan la inflación en Guatemala, continúan mostrando comportamientos mixtos, siendo evidente el incremento en el precio del petróleo desde febrero del presente año, que contrasta con la tendencia a la baja en el precio del maíz y del trigo. En el caso del petróleo, la recuperación del precio responde, principalmente, a la disminución de la brecha entre oferta y demanda mundiales, principalmente por la menor producción de Estados Unidos de América y por un incremento moderado en la demanda de crudo a nivel mundial. En el caso del maíz amarillo y del trigo, la tendencia a la baja es producto de los niveles récord de producción para la cosecha de este año.

La inflación se mantuvo relativamente estable, pero con diferencias importantes entre países y

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

En el ámbito interno, el producto interno bruto durante el segundo trimestre del año registró una tasa de crecimiento interanual de 3.4%, superior al del primer trimestre (2.9%) y consistente con la previsión anual para 2016 (entre 3.1% y 3.7%). Se estima que en el segundo semestre del año, continuaría el impulso del consumo privado y, en menor medida, de la inversión.

A agosto, el Índice Mensual de la Actividad Económica registró un crecimiento de 2.8% (la variación interanual de la tendencia-ciclo creció de 2.5%), resultado de contribuciones positivas de la mayoría de sectores de la actividad económica, entre los que destacan: servicios privados; industria manufacturera; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; transporte, almacenamiento y comunicaciones; comercio al por mayor y al por menor; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. En el comercio exterior, el valor FOB en dólares estadounidenses de las exportaciones de bienes se redujo 4.7% respecto a similar período de 2015, resultado, principalmente, de la disminución en el volumen, pues el precio medio se mantuvo en el mismo nivel del año previo. Entre los principales productos que registraron disminuciones destacan: azúcar, piedras y metales preciosos y semipreciosos, petróleo, níquel, hierro y acero, artículos de vestuario, café, caucho natural y cardamomo. Por su parte, el valor CIF en

dólares estadounidenses de las importaciones de bienes disminuyó 5.2%, como consecuencia de la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, en buena medida, a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes respecto del año previo; no obstante, el volumen importado creció, especialmente en los bienes de consumo y bienes de capital, debido, particularmente, a los menores precios de dichos bienes a nivel mundial. Los menores precios del petróleo, a agosto, generaron un ahorro de alrededor de US\$328.2 millones en el rubro de combustibles y lubricantes. El hecho de que, en términos relativos, el precio de las importaciones haya disminuido más que el de las exportaciones ha propiciado una mejora en los términos de intercambio y, consecuentemente, en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al 30 de septiembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$5,275.3 millones, superior en US\$680.9 millones (14.8%), respecto del monto observado en igual período de 2015, comportamiento que, entre otros factores, se asocia a la reducción del desempleo hispano en Estados Unidos de América y a los temores que suscitaron las posibles medidas migratorias en el referido país, ante las elecciones presidenciales en el referido país. El incremento en las remesas familiares también contribuyó a disminuir el déficit en cuenta corriente.

Por su parte, las Reservas Internacionales Netas continúan reflejando una sólida posición externa del país, pues al 30 de septiembre se situaron en US\$9,014.8 millones, mayor en US\$1,263.6 millones al monto registrado en diciembre de 2015. En dicho resultado han influido las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, así como la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en los mercados internacionales.

En cuanto al tipo de cambio nominal, en lo que ha transcurrido del año, registró un comportamiento congruente con sus fundamentos. En ese sentido, al 30 de septiembre observó una apreciación nominal

acumulada de 1.46% (apreciación de 2.02% en términos interanuales), asociada, principalmente, al incremento en el flujo de divisas por remesas familiares, a la disminución del valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes) y a la caída del gasto público. Cabe mencionar que, a diferencia de algunos episodios en otros países de América Latina, la apreciación nominal no está relacionada con influjos de capitales de corto plazo (de portafolio), dado que, para el caso de Guatemala, estos son incipientes. Al 30 de septiembre, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla de participación vigente, generó compras netas de divisas por US\$874.2 millones. Vale destacar que la apreciación nominal observada no ha provocado una apreciación real relevante y, por ende, no ha propiciado el aumento en el volumen de importaciones, que podría esperarse con una apreciación real mayor.

El ritmo inflacionario a septiembre de 2016 se ubicó en 4.56%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria descendente del ritmo inflacionario, desde el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, fue resultado del efecto combinado de factores tanto de oferta como de demanda. Dentro de los factores de oferta, destaca la significativa disminución en el precio de los energéticos y la moderación del precio medio de los bienes importados no petroleros; en tanto que en el caso de los factores de demanda, resalta el dinamismo en el consumo privado, que se reflejó en el incremento sostenido en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas desde mediados de 2014. No obstante, a partir de octubre de 2015, el ritmo inflacionario comenzó a registrar un incremento significativo, debido a que el efecto que generó la disminución en el precio de los energéticos comenzó a desvanecerse y que se han registrado choques de oferta en algunos productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas). En la medida en que se ha venido diluyendo el choque de oferta externo, se ha

hecho cada vez más evidente el efecto en la inflación de alimentos, la que a septiembre de 2016 se ubicó en alrededor de 9.0%. En lo que resta del año, se espera que la inflación se ubique en torno a la meta de inflación y que las expectativas de inflación de los agentes económicos se mantengan ancladas a dicha meta.

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

Los principales agregados monetarios y de crédito, en general, evidenciaron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y con la meta de inflación. En efecto, al 29 de septiembre, en términos interanuales la emisión monetaria creció, en promedio, 7.7%, en tanto que el medio circulante (M1) aumentó 5.0%, los medios de pago (M2) crecieron 5.9% y el crédito bancario al sector privado 5.3%.

En lo relativo a las finanzas públicas, se estima que al finalizar 2016, los ingresos tributarios y el gasto total registren crecimientos de 8.0% y 6.3%, respectivamente. Los ingresos tributarios y el gasto equivaldrían a 10.3% y a 12.2% del PIB, en su orden; lo que haría que el déficit fiscal se sitúe alrededor de 1.3% del PIB. Según cifras preliminares a septiembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 7.8% (incluyendo los ingresos extraordinarios provenientes de las acciones legales emprendidas por la administración tributaria); mientras que los gastos se redujeron 2.0%, respecto de similar período del año previo. Cabe recordar que el bajo crecimiento durante el primer cuatrimestre del año en la recaudación tributaria, habría obligado al gobierno a contener el gasto público; no obstante, a partir de mayo, los mejores resultados en la recaudación tributaria y el aumento en la disponibilidad de recursos, en especial, por la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional, permitieron recuperar, en parte, la ejecución del gasto público.

El saldo de la deuda pública interna a septiembre se ubicó en Q64,450.0 millones, mayor en Q2,826.7 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$7,996.8 millones, mayor en US\$506.9 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2015 (US\$7,489.9 millones). Al 30 de septiembre, el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 84.8% de la colocación de bonos del tesoro programada para el ejercicio fiscal 2016 (Q14,960.9 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial continúa en proceso de recuperación aunque más débil de lo previsto, prevalece la mayor incertidumbre y los riesgos a la baja. En los mercados financieros internacionales se revirtieron los efectos negativos asociados al *Brexit* a finales del primer semestre. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala (petróleo, maíz amarillo y trigo), reflejan resultados mixtos, dado que el petróleo registra aumentos y el maíz y el trigo reducciones. Si bien el precio del petróleo viene incrementándose desde febrero, aún se mantiene por debajo de los precios del año anterior y se prevé que al finalizar 2016 su precio promedio seguirá por debajo del de 2015. No obstante, el pronóstico para 2017, en el escenario base, refleja un desvanecimiento total de los efectos a la baja que los precios de los derivados del petróleo han ejercido sobre la inflación interna.

En el entorno interno, la economía creció 3.4% en el segundo trimestre de 2016, superior al resultado del primer trimestre del año (2.9%), en congruencia con el pronóstico de crecimiento económico anual de entre 3.1% y 3.7%, principalmente por el impulso que seguiría proviniendo del consumo privado.

El comportamiento estable de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) ha sido resultado de los factores señalados y de una respuesta adecuada de la política monetaria, aspectos que fueron resaltados por el

Fondo Monetario Internacional, en su visita de mayo de este año, dentro del marco de la evaluación del país conocida como Artículo IV y más recientemente por *Moody's Investors Service*, en su reporte de junio, en el que mejoró la perspectiva de la calificación para Guatemala, de negativa a estable y mantuvo la calificación crediticia en Ba1.

En el contexto descrito, la política monetaria, cambiaria y crediticia, en el transcurso del año ha mantenido una postura acomodaticia, la cual se refleja en el mantenimiento de la tasa de interés líder de política monetaria en 3.0%, lo que ha incidido positivamente en la economía. Para el último trimestre del año, la autoridad monetaria continuará monitoreando el comportamiento de la inflación, la evolución de sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, para adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

Al tercer trimestre de 2016, el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continuó débil y heterogéneo en un contexto de mayor incertidumbre y riesgos sesgados a la baja. Ello incrementa el riesgo de que la recuperación de la mayoría de economías avanzadas y algunas de las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo, sea menor a la prevista a inicios del presente año. En ese contexto, dentro de los riesgos a la baja para el crecimiento económico, según el FMI destacan:

- 1) El *Brexit* y el proceso de elecciones presidenciales en Estados Unidos de América, que han puesto en evidencia debilidades relacionadas con la movilidad laboral e inmigración, integración del comercio mundial y regulación transfronteriza, lo cual genera incertidumbre sobre los arreglos institucionales existentes en dichos países y puede limitar el crecimiento económico.
- 2) Ciclos que han debilitado la demanda y que generan niveles muy bajos de inflación, situación que priva fundamentalmente en las economías avanzadas. Además influye el debilitamiento de la productividad, en un contexto de inflación muy baja.
- 3) La desaceleración de la economía china, que podría seguir afectando el desempeño económico de los países cuyos vínculos financieros y comerciales con dicha economía son relevantes (tanto emergentes como avanzados).
- 4) Endurecimiento de las condiciones financieras externas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ello puede asociarse al hecho de que aún existen vulnerabilidades en varias de estas economías, incluyendo altos niveles de deuda corporativa, disminución de la rentabilidad de los proyectos de inversión,

debilidad en las hojas de balance de los bancos y la necesidad de restaurar los espacios de política económica, particularmente en los países exportadores de petróleo.

- 5) La interrupción de las relaciones de corresponsalía (*derisking*) con economías de mercados emergentes y en desarrollo por parte de bancos globales, que de persistir podría limitar el acceso de economías pequeñas a flujos de remesas transfronterizas, disminuir su capacidad para financiar la actividad económica con flujos foráneos y restringir su respuesta ante desastres naturales. El impacto en la economía mundial de este riesgo, según el FMI, podría ser limitado, pero las consecuencias económicas y sociales a nivel de los países afectados serían relevantes.
- 6) Conflictos políticos, epidemias y deterioro climático, también son riesgos relevantes, que afectarían, principalmente, a economías en desarrollo.

El FMI también menciona algunos factores que podrían mejorar el desempeño económico mundial, destacando:

- 1) Aumento en el precio de algunas materias primas, especialmente petróleo, que liberaría parte de la presión sobre los países exportadores netos, sin imponer una carga excesiva en los países importadores.
- 2) Mayor resiliencia en los mercados financieros internacionales, la que se hizo evidente en la respuesta ordenada que se observó luego del anuncio del *Brexit*.
- 3) Menor presión a la depreciación cambiaria en algunas economías emergentes y menor salida neta de capitales.
- 4) Reformas estructurales orientadas a elevar los niveles de productividad.

En el contexto descrito, de acuerdo con las proyecciones del FMI, el crecimiento económico mundial para 2016 se ubicaría en 3.1%, ligeramente inferior al del año previo (3.2%), pero que podría aumentar en 2017 a 3.4%, debido, principalmente, al mejor desempeño previsto para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas registrarían una moderación en su tasa de crecimiento en 2016 a 1.6% (comparado con 2.1% en 2015), como resultado de una débil demanda, el bajo crecimiento de la productividad, los legados de la crisis económica y financiera global de 2008-2009 y algunos efectos colaterales que se derivarían del *Brexit*, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, registrarían un crecimiento de 4.2% en 2016 y de 4.6% en 2017, en virtud de la estabilización del crecimiento de la actividad económica en la República Popular China, la mejora en las perspectivas de crecimiento de Rusia y Brasil, así como condiciones financieras internacionales más favorables. No obstante, algunas de las economías de este grupo aún registrarían desaceleraciones económicas, especialmente las de los países exportadores netos de materias primas.

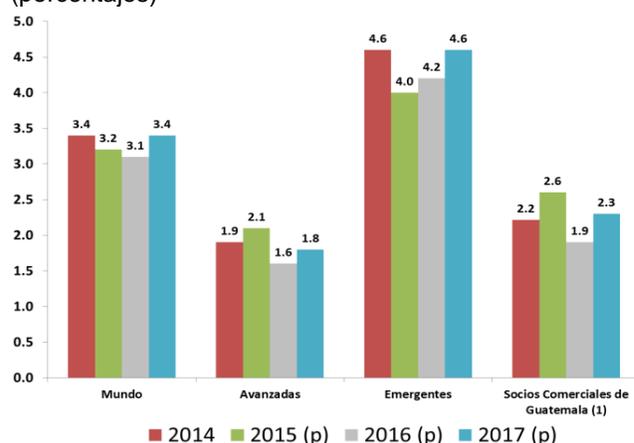
En cuanto a las economías avanzadas, se espera que en Estados Unidos de América la actividad económica registre un crecimiento más moderado que el esperado a inicios de año, debido a la caída en la inversión, especialmente en la actividad extractiva de petróleo; la fortaleza del dólar estadounidense; y la incertidumbre asociada al ciclo electoral. Esos factores contrarrestarían, en parte, la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; la política fiscal levemente expansiva y las condiciones financieras aún favorables; así como la adecuada demanda del consumidor. Por lo que para esta economía se prevén crecimientos de 1.6% en 2016 y de 2.3% en 2017².

En la Zona del Euro, se estima que el crecimiento económico se mantendría moderado, atribuido a una menor demanda interna, ello a pesar de una modesta expansión fiscal, los aún bajos precios del petróleo y una política monetaria considerablemente acomodaticia. Un deterioro de la relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría moderar aún más el crecimiento de la Zona, en particular, a partir de 2017. El crecimiento económico de la región sería de 1.6% en 2016 y 1.4% en 2017.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo muestran perspectivas más favorables y continuarían contribuyendo al crecimiento mundial de manera relevante, aunque privan los riesgos a la baja, destacando el crecimiento económico en la República Popular China que se estaría estabilizando al crecimiento de 6.6% en 2016 y de 6.2% en 2017, tasas congruentes con el rebalanceo de su modelo de crecimiento económico. La leve mejora en las perspectivas económicas de este grupo de países también se asocia a la menor contracción económica en Brasil (-3.8%, -3.3% y 0.5% para 2015, 2016 y 2017, respectivamente) y en Rusia (-3.7%, -0.8% y 1.2% para 2015, 2016 y 2017, en su orden), así como la

Gráfica 2

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



(p) Proyectado.

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

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

² Las proyecciones a nivel de países y regiones que se presentan en este documento, se basan en un promedio simple de las proyecciones disponibles del Fondo Monetario Internacional, *Consensus Forecasts* y la Unidad de Inteligencia de *The Economist*.

expectativa de condiciones financieras internacionales más favorables, como resultado de la persistencia de medidas altamente acomodaticias en la mayoría de economías avanzadas.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, se recuperaron rápidamente de los efectos negativos tras el anuncio del *Brexit*, lo que ha contribuido a reducir la aversión al riesgo y, consecuentemente, la volatilidad a nivel mundial. A pesar de ello, no se descartan nuevos episodios de volatilidad como resultado de la incertidumbre generada por la moderación del crecimiento económico en la mayoría de economías avanzadas, el rebalanceo indicado en el modelo de crecimiento de la República Popular China, la incertidumbre en cuanto a la normalización de la política monetaria estadounidense, los bajos precios internacionales de las materias primas y la compleja y prolongada negociación de las nuevas relaciones económicas y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea, aspectos que podrían implicar una caída abrupta en los precios de las acciones, con impacto negativo en las perspectivas de crecimiento de los países involucrados.

Al tercer trimestre del año, los precios internacionales de las principales materias primas que afectan a la inflación en Guatemala continuaron mostrando comportamientos mixtos. Por una parte, destaca la recuperación en el precio internacional del petróleo desde febrero del presente año, asociada, principalmente, a las expectativas de disminución en la oferta y a un moderado incremento en la demanda. Por otra parte, recientemente los precios del maíz amarillo y del trigo, muestran una tendencia a la baja, aunque con apreciable volatilidad en lo que va del año. Esa tendencia a la baja se atribuye a las expectativas de mejores cosechas para la actual temporada. Aunque no se descartan riesgos al alza por posibles condiciones adversas ante la probable materialización del fenómeno climático de La Niña.

A nivel internacional la inflación se ha mantenido baja en lo transcurrido de 2016, pero con diferencias

significativas entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas persisten niveles de inflación, muy por debajo de las metas definidas por sus bancos centrales y en el caso de Japón incluso en valores negativos, aunque en la Zona del Euro y el Reino Unido hubo un leve repunte en septiembre, debido al alza en el precio de la energía. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque la inflación tiende a ser más alta que en las economías avanzadas, esta ha mostrado, recientemente, una ligera tendencia a la baja, ante la disipación de algunos efectos temporales que afectaron el suministro de alimentos y la reversión de la depreciación de algunas monedas ocurrida en 2015, aunado a los efectos de las medidas de política monetaria contractiva impulsadas por algunos bancos centrales. No obstante, a nivel de regiones y países persiste la heterogeneidad; en efecto, en algunas economías de América Latina la inflación regresó a valores congruentes con las metas establecidas por los bancos centrales, con excepción de Brasil y Colombia, donde los niveles elevados persisten. En los países de Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se ubica en valores en torno a las metas de inflación definidas por sus autoridades monetarias.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico aumentó 1.1% durante el segundo trimestre de 2016, ligeramente superior al del primer trimestre (0.8%), pero por debajo de las expectativas de mercado. Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), dicho crecimiento refleja el dinamismo del consumo privado, en particular, el de bienes duraderos y la contribución positiva de las exportaciones netas. El mercado laboral permanece sólido con una tasa de desempleo de 5.0%, lo cual ha permitido mejorar el ingreso disponible y contribuir al mejor desempeño del consumo privado. Estos efectos fueron parcialmente compensados, por la significativa caída de los inventarios, la reducción en la inversión fija tanto

residencial como no residencial y el gasto de gobierno. Por el lado de la oferta, la producción industrial continuó contrayéndose, especialmente la del sector de manufacturas, dado el elevado nivel de inventarios, la baja demanda externa y a la apreciación del dólar estadounidense. También fue relevante la desaceleración en el sector de energía, resultado de la baja en las inversiones en la actividad de extracción de petróleo.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (FED) decidió mantener su rango objetivo para la tasa de interés de fondos federales en 0.25%-0.50%, en las reuniones de enero, marzo, abril, junio, julio y septiembre, lo que apuntaría a un proceso de normalización de dicha política más gradual de lo previsto. Según *Bloomberg*, existe una probabilidad superior al 50% de que haya solo un aumento de la referida tasa de interés durante el resto de 2016 (en diciembre); sin embargo, el continuo deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, el anclaje de las expectativas inflacionarias, el riesgo en los mercados financieros internacionales como consecuencia del deterioro de la banca europea y el efecto transitorio de los aún bajos precios de la energía y de las importaciones no energéticas podrían influir en que no se registre ese aumento en el presente año. Por su parte, el FMI proyecta que la tasa de fondos federales en Estados Unidos de América se incrementará de forma gradual, pero sostenida, sin efectos prolongados en la volatilidad de los mercados financieros o fuertes movimientos en las tasas de interés de largo plazo, cuyo nivel de equilibrio se alcanzaría en 2020 (2.75%), valor consistente con las expectativas del mercado, pero aún inferior al observado previo a la crisis económica y financiera de 2008-2009.

En cuanto a la política fiscal, el FMI proyecta que su orientación sería ligeramente expansiva en los próximos años, al registrar déficits fiscales superiores a 3.0% del PIB, resultado de varios convenios instituidos en 2015 en relación al presupuesto de la nación. Ello continuaría profundizando el problema del alto nivel de

deuda pública estadounidense en el largo plazo, el cual, según el FMI, no es sostenible, por lo que un plan de consolidación fiscal ayudaría a crear espacio de política a corto plazo. Vale destacar que, a finales de 2015, el Congreso estadounidense pactó dejar sin efecto el techo de deuda hasta principios de 2017 y su objetivo es estabilizar la deuda en alrededor de 75.0% del PIB en 2025; pero, según la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) dicha deuda se estaría estabilizando alrededor de 100% del PIB en la próxima década.

En términos anuales, la actividad económica estadounidense crecería 1.6%, a pesar de la mejora patrimonial de los hogares y del mercado inmobiliario, así como de la postura fiscal ligeramente expansiva; dado que la reducción de la inversión en el sector energía; la débil actividad económica de los principales socios comerciales; la caída de la demanda externa, asociada a la apreciación del dólar; afectaron negativamente la recuperación que se venía registrando. Para 2017 las perspectivas de crecimiento mejorarían, proyectándose un crecimiento de 2.3%.

En la Zona del Euro, según la *Eurostat*, la actividad económica durante el segundo trimestre de 2016 registró un crecimiento interanual de 1.6%, ligeramente inferior al registrado en el primer trimestre del año (1.7%). Dicha ralentización en el crecimiento de la región se asocia, principalmente, a la moderación del consumo de los hogares; así como, al estancamiento de la inversión privada y el consumo de gobierno. Cabe indicar que el mejor desempeño de las exportaciones, el prolongado estímulo monetario y la postura fiscal levemente expansiva en economías, como Alemania, y en menor medida Italia, contribuyeron a que la reducción del crecimiento no fuera mayor.

El FMI estima que la actividad económica sigue siendo débil y subsisten riesgos a la baja; como, los legados de la crisis económica y financiera de 2008-2009, dentro de los que vale destacar el alto nivel de la cartera en mora que impide a los bancos europeos liberar recursos para otorgar préstamos; los altos niveles

de deuda, tanto pública como privada, que no permiten incrementar la inversión; y el elevado desempleo en algunos países de la periferia. Por su parte, la decisión del Reino Unido de salirse de la Unión Europea (*Brexit*) tuvo un impacto moderado en las perspectivas de crecimiento económico en dicha Zona, dada la evolución de los indicadores de confianza del consumidor e inversionista, en adición al apoyo de la postura altamente acomodaticia del Banco Central Europeo. Un factor de riesgo latente es la vulnerabilidad de los sistemas bancarios de algunos países de la zona, en particular, el italiano y el portugués cuya baja rentabilidad se asocia a la política de tasa de interés nominal negativa. Aun cuando en el corto plazo se mantiene una perspectiva positiva para la región, uno de los riesgos de mediano plazo sigue siendo el *Brexit* por las relaciones comerciales y financieras del área con el Reino Unido. Para 2016 se proyecta un crecimiento económico de 1.6%, el cual se moderaría en 2017 a 1.4%.

En el Reino Unido las expectativas de crecimiento económico se deterioraron como consecuencia del *Brexit* que, como se indicó, afectaría la confianza de los inversionistas y consumidores; no obstante, la depreciación de la libra esterlina podría tener un impacto positivo en las exportaciones lo que ayudaría a contrarrestar, en parte, los efectos negativos mencionados. En ese contexto, fue fundamental la decisión del Banco de Inglaterra de implementar, en agosto, un paquete de estímulos monetarios (reducción de la tasa de interés de política monetaria, expansión de su programa de compra de activos e implementación de un nuevo programa de financiamiento para las instituciones financieras), paquete que parece haberle dado un impulso a la actividad económica, como se refleja en algunos indicadores de corto plazo. En ese contexto, se prevé que el Reino Unido registre un crecimiento de 1.8% en 2016 y de 0.9% en 2017.

En Japón, la actividad económica durante el segundo trimestre de 2016 volvió a desacelerarse ante

la debilidad del sector externo y el retroceso del consumo. En efecto, de acuerdo con la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, en ese trimestre creció 0.7% (2.1% en el trimestre previo), resultado de la evolución de la demanda interna, en particular, del gasto público y de la demanda privada que crecieron moderadamente; en tanto que las exportaciones se contrajeron. El Banco de Japón anunció a finales de septiembre un cambio en su política monetaria, con la cual se enfocará en las tasas de interés de los bonos soberanos para alcanzar su meta de inflación y para contrarrestar la continua debilidad de la economía; en tanto, estima que la postura fiscal se mantendría relativamente neutral. Para 2016 y 2017 se prevén crecimientos de la actividad económica de 0.5% para cada año.

RECUADRO 1 RIESGO DE ESTANCAMIENTO EN LA ZONA DEL EURO

Desde la crisis económica y financiera mundial de 2008 y 2009, el PIB real en la Zona del Euro no ha logrado crecer ni siquiera al ritmo de crecimiento de su población y, consecuentemente, el producto per cápita aproximadamente de US\$40,000 continúa rezagándose (alrededor de US\$16,000 por debajo del de Estados Unidos de América, tras ajustar por diferencias de precios).

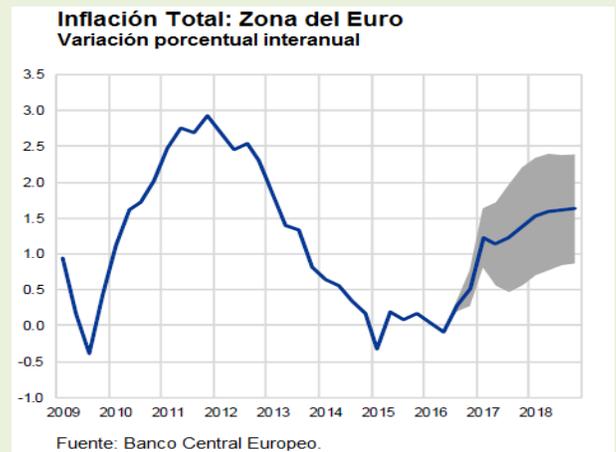
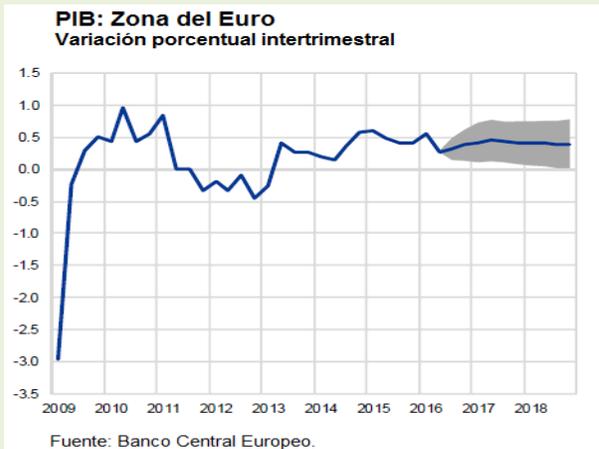
Evidentemente, influyeron en este rezago el elevado nivel de desempleo y de la deuda tanto pública como privada. Si bien un crecimiento económico moderado debería ayudar a enfrentar estos problemas, la falta de políticas efectivas para mejorar las perspectivas y revitalizar la inversión, el desempleo y la deuda seguirán siendo un lastre para el crecimiento económico del área. Los altos niveles de deuda y de desempleo podrían, respectivamente, limitar nuevas inversiones y frenar el desarrollo del capital humano, retrasando la inversión en educación y salud.

Aunado a lo anterior, la Zona del Euro exhibe un débil crecimiento de la productividad. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el lento mejoramiento del uso eficiente del trabajo y el capital, es el principal responsable del ensanchamiento de la brecha en productividad con respecto a Estados Unidos de América. Asimismo, las pocas mejoras en la eficiencia y el menor crecimiento de la productividad en los servicios evidencian el retraso en la adopción y difusión de las tecnologías de la información y la comunicación. A diferencia de Estados Unidos de América, donde el producto por empleado del sector de servicios ha superado el nivel registrado previo a la crisis, el crecimiento de la productividad en la Zona del Euro ha sido gradual y, por tanto, la misma permanece por debajo de su máximo nivel observado previo a la crisis en países como Alemania e Italia.

Las débiles perspectivas y las limitadas posibilidades de emplear la política económica para estimular sus economías dejan a la Zona del Euro vulnerable a choques que podrían llevar a un período prolongado de bajo crecimiento y baja inflación.

En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) revisó a la baja las proyecciones de actividad económica de la Zona, tomando en consideración la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (*Brexit*). Estimaciones que revelan una baja de la demanda externa, asociada a la débil demanda de importaciones del Reino Unido, que impactaría en el crecimiento esperado de las exportaciones de la Zona del Euro. No obstante, el BCE señala que el *Brexit* ha tenido un impacto limitado en los indicadores que miden el sentimiento de los consumidores y de los inversionistas, así como en la incertidumbre en la región, por lo que mantienen las expectativas de una recuperación económica en los próximos años. Los supuestos que apoyan dichas expectativas incluyen una postura de política monetaria acomodaticia, precios internacionales del petróleo relativamente bajos y una mejora de las condiciones del mercado laboral. En concreto, el BCE espera que en términos anuales, el Producto Interno Bruto (PIB) real crezca 1.7% en 2016 y 1.6% en 2017 y 2018.

El BCE espera que la inflación crezca, en promedio, 0.2% en 2016, influenciada fuertemente por la contribución negativa de la inflación de energéticos. Sin embargo, en la medida que este efecto desaparezca en el primer semestre de 2017, podría incrementarse a 1.2% para finales de año. Finalmente, para 2018, espera que la inflación total se ubique en 1.6%, asociada principalmente, a la recuperación económica y a la disminución de la inflación de energéticos y de alimentos.



Fuente: Lin, Huidan (2016): "Riesgo de estancamiento". Finanzas & Desarrollo. Junio.
European Central Bank (2016): "ECB staff macroeconomic projections for the euro area". September.

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

A pesar de las perspectivas de crecimiento moderado en las economías avanzadas, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registran perspectivas más favorables, asociadas, por una parte, a la mejora en las condiciones financieras y la recuperación del precio de algunas materias primas, particularmente el petróleo y, por la otra, a una menor contracción en la actividad económica de Brasil y Rusia, asociada a mejores condiciones externas. En cuanto a las condiciones financieras, estas se mantienen favorables, debido tanto a la normalización más gradual de la política monetaria en Estados Unidos de América, como a la aplicación de medidas de política monetaria más expansivas en otras economías avanzadas (Zona del Euro, Japón y Reino Unido), que mantendría los costos de financiamiento relativamente bajos. Sin embargo, en los países exportadores netos de petróleo las perspectivas de crecimiento continúan siendo débiles.

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadística, el crecimiento durante el segundo trimestre de 2016 (6.7%) estuvo asociado, principalmente, a un mayor dinamismo y a una creciente importancia del consumo (más de 66.0% del PIB), respecto de la inversión; mientras que, el dinamismo de los servicios superó al de la actividad manufacturera, como consecuencia del cambio en su modelo económico. El FMI considera que el progreso del programa de reequilibrio de la economía china ha sido mixto, dado que se ha fortalecido el rebalanceo externo (cambio de demanda externa a demanda interna como motor del crecimiento), pero el rebalanceo interno no ha sido tan profundo. En efecto, desde la perspectiva de la oferta (donde el cambio se orienta a los servicios en lugar de la industria) los avances son adecuados, pero desde la perspectiva de la demanda (más basado en consumo en lugar de inversión) los resultados son moderados y con avances limitados desde el punto de vista del crédito, porque no se han logrado diferencias

sustanciales en la asignación eficiente de los recursos. El superávit de cuenta corriente disminuyó de 10.0% del PIB antes de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, a cerca de 3.0% en años recientes, reflejo de que las exportaciones dejaron de ser el motor de crecimiento. El proceso de transición se ha rezagado debido a la excesiva dependencia del crédito para financiar el crecimiento; por ejemplo, la intensidad del crédito, es decir, el monto de nuevos créditos otorgados por unidad adicional de producto, ha aumentado más de dos veces desde la crisis. Asimismo, debido al envejecimiento de la población y al fortalecimiento previsto de la seguridad social, se prevé que el ahorro de los hogares disminuya gradualmente, mientras aumenta el consumo, lo que moderaría la inversión, manteniendo el balance en cuenta corriente. En consecuencia, el reequilibrio apoyado con un exceso de crédito continúa siendo la principal vulnerabilidad; la ausencia de una restructuración corporativa y una reforma de las empresas estatales, implicarían que el crédito al sector privado no financiero aumente de manera continua, elevando el riesgo de un ajuste abrupto.

En Rusia, la contracción económica ha llegado a un punto de inflexión, asociado a una mejora en la confianza, resultado de precios del petróleo más favorables y de la reducción de los costos de financiamiento como consecuencia del apoyo que recibieron los bancos rusos con fondos del gobierno.

En cuanto a América Latina, si bien las condiciones, tanto internas como externas, han mejorado, las perspectivas siguen siendo inciertas. A nivel interno, ha mejorado la confianza empresarial y del consumidor; en tanto que, a nivel externo, los precios de las materias primas se han recuperado moderadamente, aunque se espera que permanezcan en niveles bajos; las depreciaciones de algunas monedas se han empezado a revertir y la exposición directa de América Latina al Reino Unido vía el canal comercial es limitada (alrededor del 1.0% del total de exportaciones). Sin embargo, América Latina está expuesta a la posible

desaceleración de sus principales socios comerciales (Estados Unidos de América y la República Popular China) y a la volatilidad de los mercados financieros; en ese sentido, la normalización más gradual de la política monetaria estadounidense ha contribuido a mantener los costos de financiamiento relativamente bajos. El desempeño regional continúa siendo heterogéneo, mientras que Colombia, Chile, México y Perú siguen un ajuste interno ordenado asociado con el choque negativo de términos de intercambio; Centroamérica continúa beneficiándose de los aún bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados y del creciente flujo de remesas familiares.

En Brasil, según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la actividad económica durante el segundo trimestre registró una variación interanual de -3.8%, contracción inferior a la registrada el trimestre previo (-5.4%), y que se asocia a la mejora en los niveles de confianza de las empresas y de los consumidores, la disminución de la incertidumbre política y la mayor certeza con relación a la política económica, así como al desvanecimiento de algunos efectos transitorios de choques negativos anteriores.

En México, la actividad económica creció 2.5% en el segundo trimestre de 2016, ligeramente superior al del trimestre previo (2.4%). De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), ese resultado refleja el aumento de las actividades primarias, servicios y manufacturas, en su orden; desempeño que fue parcialmente contrarrestado por la contracción de la minería, tanto petrolera como no petrolera. El desempeño de la actividad económica continúa siendo influenciado, fundamentalmente, por la disminución en la actividad manufacturera vinculada al comercio con Estados Unidos de América, su principal socio comercial, explicado por la cautela de los agentes económicos por las posibles implicaciones del proceso electoral en dicho país y la depreciación del peso mexicano frente al dólar estadounidense. Para 2016, según el FMI, México seguiría creciendo a un ritmo

moderado (2.2%), influenciado por la menor demanda interna privada y el débil crecimiento en Estados Unidos de América.

En el caso de Centroamérica, pese a las menores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos de América, la región continuó siendo beneficiada por los aún bajos precios del petróleo y sus derivados y por el aumento en las remesas familiares, que ha mejorado el ingreso real disponible fortaleciendo el consumo privado, la posición fiscal y la cuenta corriente.

En general, excluyendo Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela (todavía en recesión), el resto de países de América Latina sigue creciendo, a pesar de que la demanda interna tendrá que seguir ajustándose a menores niveles de ingreso, por la fuerte caída de las exportaciones, debido a los bajos precios internacionales de las materias primas (incluidos los metales) y la menor demanda de sus principales socios comerciales.

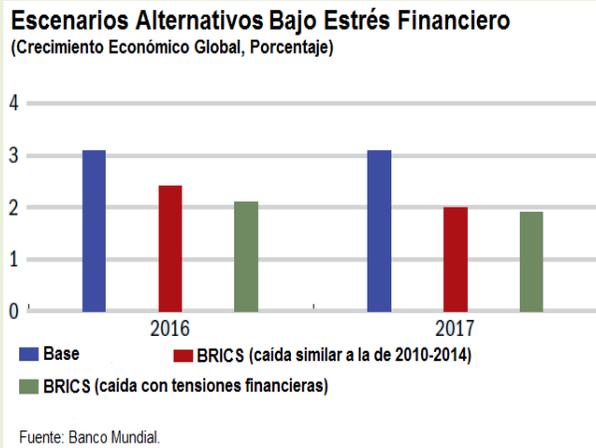
RECUADRO 2 TURBULENCIA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Durante la crisis económica y financiera global de 2008-2009, la resiliencia de las economías emergentes y de algunas en desarrollo se constituyó en un ancla fundamental para el crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, desde 2010, las economías de mercados emergentes se han desacelerado y su nivel de 3.8% registrado en 2015 es inferior al promedio de largo plazo.

De acuerdo con economistas del Fondo Monetario Internacional (FMI) Huidrom *et al* (2016), la actual desaceleración de esas economías es inusualmente correlacionada y prolongada y resulta comparable a episodios anteriores de turbulencia mundial. Según estos autores, dicha desaceleración afecta a algunos de los mayores mercados emergentes, como por ejemplo a los BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), siendo India una notable excepción. Asimismo, la desaceleración refleja el menor dinamismo de la República Popular China, la persistente debilidad de Sudáfrica y las profundas recesiones de Rusia desde 2014 y de Brasil desde 2015.

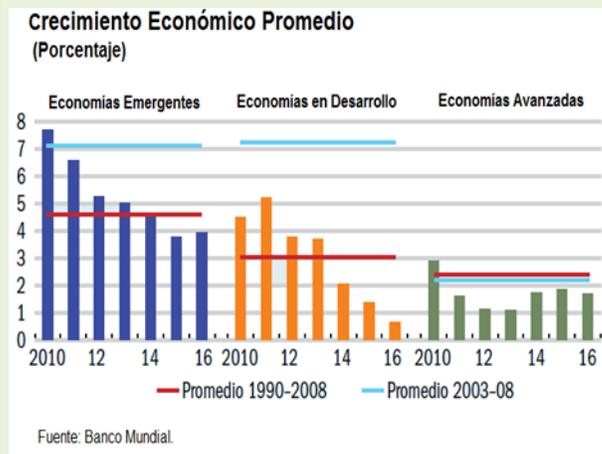
Ciertamente, son varios los factores que han contribuido a la desaceleración de los mercados emergentes: el declive del crecimiento económico estuvo inicialmente impulsado por factores externos, pero desde 2014 los factores internos se han vuelto cada vez más importantes, entre ellos, la continua caída del crecimiento de la productividad, los episodios de incertidumbre acerca de las políticas económicas y la contracción de los presupuestos públicos que ha impedido otorgar un adecuado estímulo a la actividad económica. Aunado a lo anterior, el menor ritmo de crecimiento potencial, es decir la velocidad a la cual podría crecer una economía, explica en promedio un tercio de la desaceleración del crecimiento de los mercados emergentes desde 2010. Esa disminución en el crecimiento de la productividad refleja, en parte, el envejecimiento de la población.

Un menor crecimiento de los BRICS podría afectar a otras economías mediante los canales comercial y financiero y del precio de las materias primas. Evidentemente, una desaceleración simultánea de las economías de los BRICS podría tener efectos de contagio mucho más pronunciados, en particular si va acompañada de tensiones financieras. Si el crecimiento de los BRICS se desacelera a un ritmo rápido como el observado en el período 2010-14, y si las condiciones financieras se endurecieran moderadamente, el crecimiento mundial podría contraerse alrededor de un tercio en 2016 y 2017.



En el caso de América Latina, los efectos de contagio de Brasil a los países de la región serían moderados. No obstante, según los autores, los efectos de contagio desde los principales socios comerciales de América Latina fuera de la región, tienden a ser considerablemente mayores que los originados dentro de la región.

Por lo anterior, las autoridades deben estar preparadas para contrarrestar los efectos de contagio de la desaceleración en las grandes economías de mercados emergentes. La respuesta apropiada de política económica dependerá de las características propias de cada país y de la naturaleza del choque y sus efectos.



Fuente: Huidrom, Raju; Kose, M. Ayhan; y Ohnsorge, Franziska L. (2016): "Navegando en Aguas Turbulentas". Finanzas & Desarrollo. Septiembre.

RECUADRO 3 LATINOAMÉRICA Y LA REPÚBLICA POPULAR CHINA: LA NUEVA REALIDAD

El papel de la República Popular China como socio comercial y como financista de inversiones en América Latina y el Caribe, ha aumentado significativamente durante la última década. Por ello, la reciente desaceleración de la economía china y su consecuente impacto sobre el crecimiento de la demanda de importaciones y el precio de las materias primas, trae a debate importantes cuestionamientos sobre la relación que América Latina y dicho país puedan tener en el mediano y largo plazos.

Al respecto, la Unidad de Inteligencia de *The Economist* señala que el fuerte ajuste que América Latina hizo al final del ciclo de auge de precios de las materias primas expuso la dependencia que aún tienen la mayoría de países de la región en las exportaciones de materias primas y de bienes que son limitados en el uso de capital. Claramente, esto evidenciaría la necesidad, por un lado, de una diversificación de las exportaciones y, por el otro, de una migración hacia las cadenas de valor global, con el propósito de impulsar el crecimiento económico y disminuir la desigualdad del ingreso.

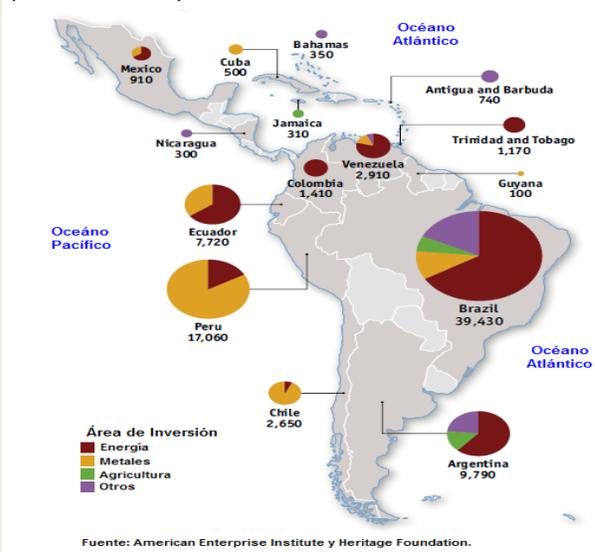
Durante los últimos quince años, las exportaciones totales de América Latina a la República Popular China han crecido aproximadamente veinte veces, pasando de US\$5 millardos en 2000 a casi US\$104 millardos en 2015. Los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) también han crecido, aunque a una velocidad más lenta. De hecho, la *Heritage Foundation*, indica que durante el período 2010-2015 la IED de la República Popular China en la región latinoamericana fue de US\$84 millardos, mientras que la base de datos del *Inter-American Dialogue* de financiamiento de la República Popular China para América Latina (que utiliza información de *The China Development Bank - CDB-* y *The China Export-Import Bank*) la ubica en US\$105 millardos.

Por su parte, el crecimiento del volumen de importaciones chinas de bienes y servicios provenientes de América Latina, disminuyó de 9.2% en 2014 a 1.6% en 2015. Asimismo, en términos de valor, se redujeron casi 20% para ubicarse en US\$103 millardos. En este contexto, el impacto directo de una desaceleración económica de la República Popular China y sus consecuentes efectos indirectos en América Latina (bajos precios internacionales de materias primas, por ejemplo), han forzado políticas de ajuste complicadas, especialmente en los países de América del Sur. De hecho, a nivel agregado, los ingresos tributarios promedio de Sudamérica disminuyeron 4% como porcentaje del PIB durante los últimos cinco años, llevando la razón deuda pública/PIB por arriba de 50%, lo que ha requerido de una sustancial restricción de la política fiscal en dichos países.

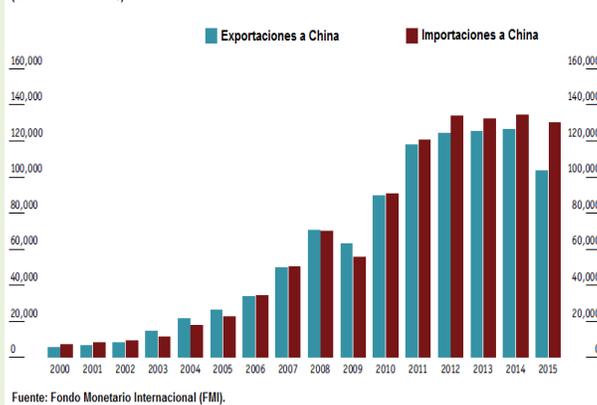
Finalmente, la Unidad de Inteligencia de *The Economist* indica que durante la visita del presidente Xi Jinping a América Latina en 2014, se anunció la agenda denominada "1+3+6", la cual incluye el Plan de Cooperación entre América Latina y la República Popular China que tiene como base tres ejes (comercio, inversión y financiamiento) y seis sectores prioritarios para dicha cooperación (energía, infraestructura, agricultura, manufactura, ciencia e innovación tecnológica y tecnología de la información). No obstante, en mayo de 2015, se agregó otro plan basado en tres prioridades para el desarrollo de redes de infraestructura integradas en América Latina (tecnología de la información, generación de electricidad y logística), las cuales enfatizan la necesidad del involucramiento de los tres actores claves de la sociedad (gobierno, sociedad civil y sector privado).

Evidentemente, si dichos planes se llevan a cabo en su totalidad, se esperaría que se obtengan resultados que transformen la estructura productiva de la región latinoamericana y, consecuentemente, mejoren la calidad de vida de la mayoría de sus habitantes.

IED de China en América Latina y el Caribe: 2005-2015
(En millones de US\$)



América Latina: Flujos de Comercio
(En millardos de US\$)



Fuente: The Economist Intelligence Unit (2016): "Latin America and China: Shaping the New Normal". The Evolving Role of China in Africa and Latin America. Agosto.

4. Mercados financieros internacionales

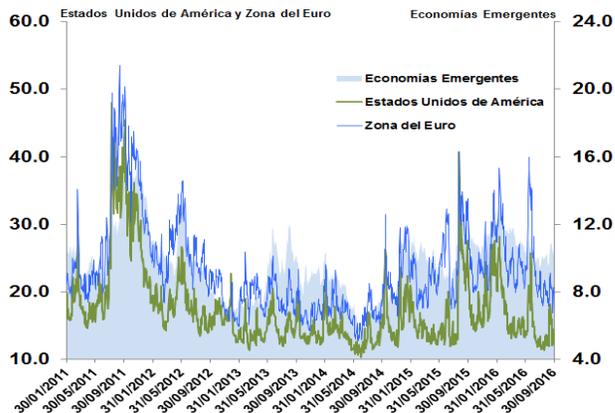
Los mercados financieros internacionales pasaron por una fuerte prueba de tensión, debido a los resultados inesperados del referéndum en el Reino Unido (*Brexit*) a finales de junio, lo que generó un significativo aumento en la volatilidad, fuertes movimientos en los tipos de cambio (especialmente depreciación de la libra esterlina y de algunas monedas de mercados emergentes y en desarrollo y apreciación del dólar estadounidense y del yen), en los flujos de capital y caídas en los mercados accionarios. La incertidumbre ha tendido a disminuir, registrándose una reducción de la aversión al riesgo y, consecuentemente, una moderación de la volatilidad. Las condiciones financieras internacionales para los países emergentes y en desarrollo también han mejorado ante las expectativas de que la tasa de interés en algunos países avanzados permanecerá en niveles bajos, con lo que se restablecieron los flujos de capital a estos países. Sin embargo la incertidumbre generada por la moderación del crecimiento de la actividad económica en la mayoría de economías avanzadas, el rebalanceo en el modelo de crecimiento de la República Popular China, la normalización de la política monetaria estadounidense, los precios internacionales bajos de las materias primas y la compleja y prolongada negociación de las nuevas relaciones económicas y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea, podrían implicar una caída abrupta en los precios de las acciones, con impacto negativo en las perspectivas de crecimiento de los países, por lo que no se descartan nuevos episodios de volatilidad.

En las economías avanzadas, particularmente, en Estados Unidos de América, los índices bursátiles continúan registrando ganancias, apoyadas por tasas de interés históricamente bajas y por perspectivas económicas, aunque moderadas, en línea con el mercado. Por su parte, los índices del resto de economías avanzadas mostraron ganancias por encima de su nivel previo al *Brexit*, y con tendencia al alza. Según el FMI, en su más reciente informe de Estabilidad

Financiera Mundial, el elemento clave en los riesgos de corto plazo fue el resultado del *Brexit*, que tomó por sorpresa a los inversionistas. Sin embargo, consideran que el sistema financiero mundial se ha fortalecido, desde la crisis económica y financiera de 2008-2009, y que el choque político ha sido absorbido adecuadamente por los mercados. Los mercados financieros repuntaron rápidamente, luego del referéndum en el Reino Unido, excepto los índices accionarios de la banca en la Zona del Euro, particularmente, la banca italiana y portuguesa, que se mantienen bajo presión debido al incremento de sus pérdidas. La autoridad bancaria europea ha resaltado que dentro de las posibles vulnerabilidades que afectan la solidez de las instituciones bancarias destaca el elevado saldo de préstamos en mora, estimado en alrededor de 8.0% del PIB en la Zona del Euro, así como el débil crecimiento económico y las bajas tasas de interés. Por otra parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se han apoyado en la recuperación de las entradas de capital tanto de corto como largo plazos, cuando algunos precios internacionales de las materias primas han comenzado a aumentar y la preocupación por la desaceleración en la República Popular China ha disminuido. Para América Latina, la menor volatilidad financiera mundial ha resultado en reducciones en las primas de riesgo soberano y en una tendencia al alza en los índices bursátiles.

Gráfica 3

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



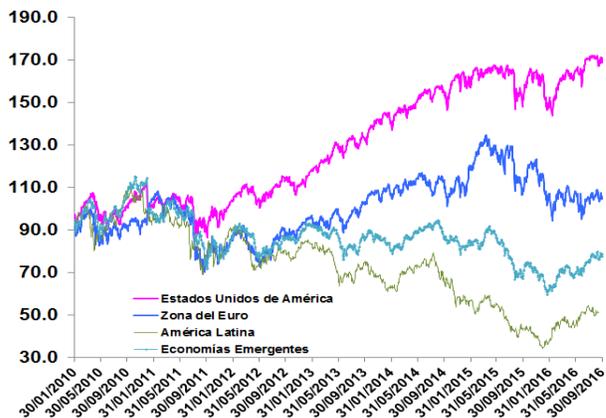
(1) Al 30 de septiembre de 2016.

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

Fuente: *Bloomberg*.

Gráfica 4

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



(1) Al 30 de septiembre de 2016.

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

Fuente: *Bloomberg*.

RECUADRO 4 BAJAS TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO COMO FENÓMENO GLOBAL

La prolongada coincidencia de bajas tasas de interés y bajos niveles de inflación han complicado la ejecución de la política monetaria para la mayoría de bancos centrales de economías avanzadas y emergentes, ya que ha hecho más difícil el balance entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.

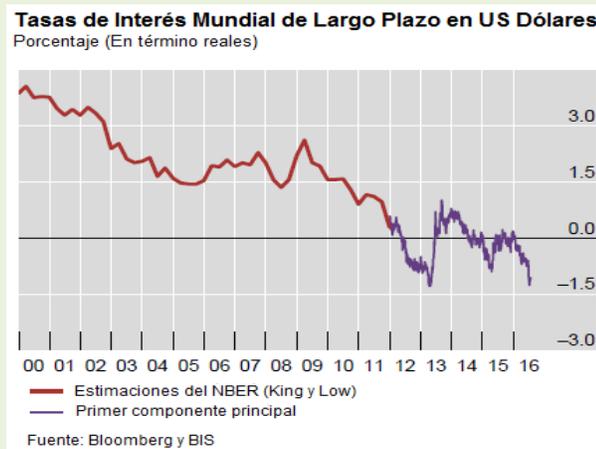
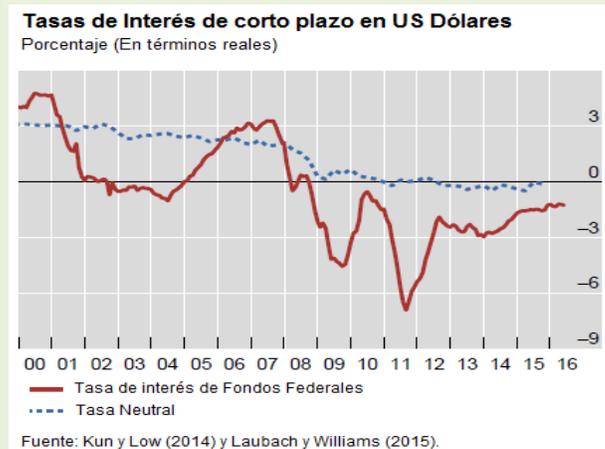
De hecho, algunos economistas como Ragot (2016) han explicado como una demanda agregada inadecuada acompañada de una inflación baja, en un contexto de bajos niveles de tasas de interés, ha revivido teorías keynesianas clásicas asociadas a rigideces nominales, como por ejemplo, la paradoja del ahorro (también conocida como de la frugalidad o de la austeridad) que consiste en que, de acuerdo a Keynes, si todas las personas ahorran al mismo tiempo no existirá consumo capaz de estimular la inversión. Por su parte, otros economistas como Challe y Ragot (2015) y Artus y Thimann (2016) han señalado que niveles de tasas de interés cercanos a cero, han hecho que los hogares se sientan financieramente más inseguros, en términos de su habilidad para planificar su retiro, afectando sus decisiones de consumo presente y futuro.

En este contexto, los economistas Hordahl *et al* (2016) del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) analizan cómo ha disminuido la capacidad de los bancos centrales de afectar la demanda agregada por medio del canal de transmisión de la tasa de interés de política monetaria, a raíz de que las tasas de interés de política de estos países están condicionadas por dos referencias globales: en el corto plazo, por la tasa de interés de fondos federales de la Reserva Federal de Estados Unidos de América (FED) y, en el largo plazo, por la tasa de interés real mundial promedio que no es controlada por ningún Banco Central.

las tasas de interés de largo plazo y, por consiguiente, sobre las condiciones de financiamiento, no han reaccionado como se supondría, es decir, en la misma magnitud. Sin embargo, esto ha sido compensado por el efecto que podría estar teniendo la tasa de interés promedio mundial sobre el resto de las tasas de interés en este grupo de países.

De acuerdo a los autores, la influencia directa de la tasa de interés de política monetaria de los propios bancos centrales es mínima, comparada con la que ejerce la de la FED. Según sus resultados, un aumento de 100 puntos básicos de la tasa de fondos federales podría tener un impacto de entre 6 y 7 puntos básicos sobre las tasas de interés de largo plazo. Por su parte, un aumento de 100 puntos básicos en la tasa de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América está asociado, en promedio, con un aumento de entre 70 y 80 puntos básicos en el rendimiento de los bonos equivalentes en los mercados de economías avanzadas y emergentes. Es por ello, subrayan los autores, que el Gobernador del Banco Central de Islandia ha dicho “el canal de transmisión de la política monetaria de la tasa de interés en las economías pequeñas y abiertas se ha debilitado”.

Finalmente, una de las conclusiones de los autores es que, si bien las tasas de interés mundiales de largo plazo han disminuido cuando la FED ha relajado su política monetaria, en realidad son el débil crecimiento económico observado y el exceso de ahorro mundial los factores determinantes, por lo que en la actualidad, las tasas de interés de largo plazo no estarían completamente bajo el control de las autoridades monetarias. Los autores concluyen también que la reducción que se ha observado en la tasa de interés mundial de largo plazo, desde 2008, ha sido determinada, principalmente, por una caída en la prima por plazo.



Al respecto, los autores señalan que a pesar que la tasa de interés real neutral y la tasa de interés de fondos federales de FED han disminuido a niveles cercanos a cero, los efectos sobre

Fuente: Hordahl, Peter, Jhuvesh Sobrun y Philip Turner (2016): “Low long-term interest rates as a global phenomenon”. Banco de Pagos Internacionales. BIS Working Papers No.574. Agosto.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

A septiembre de 2016, los precios internacionales de las materias primas con efecto en la inflación de Guatemala continuaron presentando comportamientos mixtos, por una parte, con la recuperación reciente en el precio internacional del petróleo y, por la otra, con la tendencia moderada a la baja en los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo, acompañados de cierta volatilidad, especialmente, en el precio del petróleo.

Al 30 de septiembre, el precio del petróleo registró un aumento acumulado de 30.2%, mientras que el precio del maíz amarillo y del trigo, registraron reducciones de 6.2% y 14.4%, respectivamente. En el caso del petróleo, el resultado responde a la expectativa de un equilibrio en el mercado, destacando la disminución de la oferta (especialmente de Estados Unidos de América y posiblemente de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-) y el incremento moderado en la demanda mundial, con lo que la brecha positiva que existe entre oferta y demanda de petróleo a nivel mundial se estaría desvaneciendo.

En el caso de los cereales, la baja se atribuye a las expectativas de una adecuada oferta, en combinación con una demanda moderada. No obstante, cabe indicar que se han registrado episodios de volatilidad que se explican por expectativas de posibles daños a la producción relacionadas con condiciones climáticas adversas, que de materializarse elevarían los precios de ambos cereales.

a) Petróleo y gasolinas

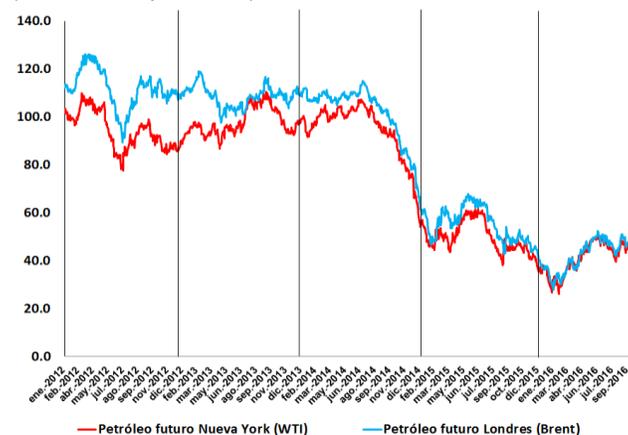
El precio del petróleo, en general, registró una recuperación, luego de la tendencia a la baja observada desde el segundo semestre de 2014 y que se mantuvo hasta mediados de febrero del presente año. Dicha recuperación se explica tanto por factores de oferta como de demanda; dentro de los principales factores de oferta destacan la expectativa de una reducción en la producción de crudo de Estados Unidos de América, asociada a la caída en la inversión en el

sector energía ante la persistencia de los bajos precios del crudo; a la reducción en la producción en algunos países productores por factores políticos (crisis en Nigeria y en Libia); así como por la expectativa de un posible acuerdo para estabilizar la producción de petróleo, cuya propuesta original surgió en febrero, cuando Arabia Saudita, Rusia, Venezuela y Catar acordaron mantener sus niveles de producción registrados en enero, y que nuevamente tomó impulso durante septiembre, cuando varios productores, liderados nuevamente por Rusia y Arabia Saudita, acordaron retomar el tema durante una reunión extraordinaria a finales de dicho mes en Argelia. El resultado de dicha reunión fue congelar la producción de la OPEP en 32.5 millones de barriles diarios, con lo que se abre un espacio para una posible reducción de la cuota de producción en la reunión del cártel prevista para noviembre de 2016.

Por el lado de la demanda, a pesar del moderado crecimiento económico mundial, se observa una recuperación en la demanda global del crudo, liderada, principalmente, por la República Popular China ante la estabilización de sus expectativas de crecimiento y el aporte que en estas tendrá el consumo.

Gráfica 5

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



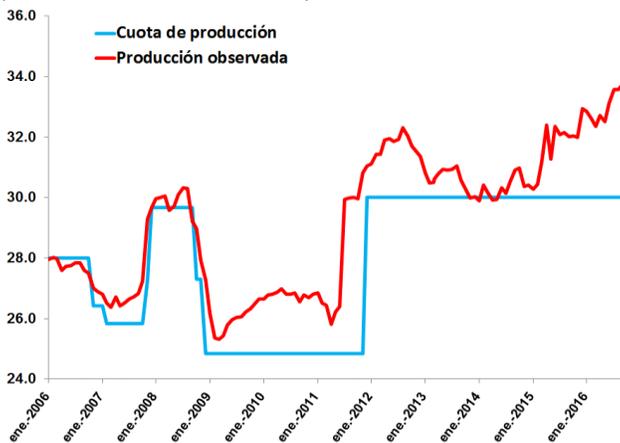
(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2016.

Fuente: *Bloomberg*.

Vale destacar que se previó que el mercado mundial de petróleo alcanzaría el equilibrio a partir del tercer trimestre de 2016; sin embargo, recientemente la Agencia Internacional de Energía (AIE) indicó que el referido equilibrio se alcanzaría hasta finales del presente año, debido a que la producción no ha disminuido significativamente y que la demanda ha crecido moderadamente. En efecto, la producción de Estados Unidos de América continúa disminuyendo, pero aún se mantiene en niveles elevados respecto a los niveles históricos; dicha reducción ha sido compensada con el incremento observado en la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la cual continúa excediendo la cuota acordada por dicha organización de 30.0 millones de barriles diarios (mbd), exceso explicado, principalmente, por el aumento registrado en Arabia Saudita, Irán e Irak, aun cuando otros miembros han exhibido problemas en su producción (Nigeria y Libia).

Gráfica 6

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



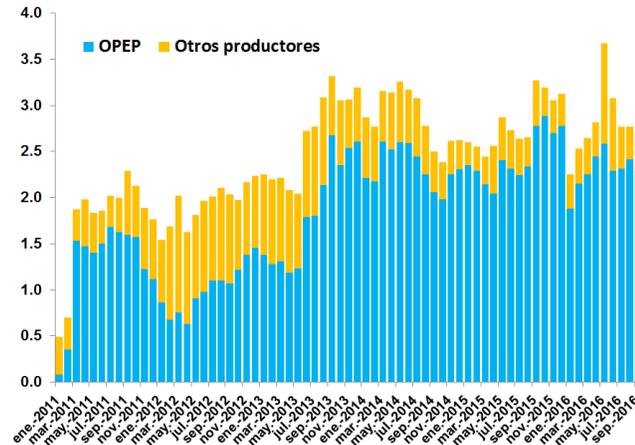
(1) Con información preliminar a septiembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

Con relación a las interrupciones en la producción de petróleo, estas fueron importantes, principalmente durante el primer semestre del año; pero su impacto en el mercado fue limitado derivado del excedente de oferta. Los principales países que registraron importantes interrupciones fueron Libia,

Nigeria y Canadá. Para el tercer trimestre del año se observó una disminución en la producción afectada por las interrupciones en el suministro (debido a mantenimiento previsto y no previsto de los pozos), aunque continúa en niveles elevados.

Gráfica 7

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



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

Por el lado de la demanda, se prevé que la misma se mantenga moderada derivado de la expectativa de un menor crecimiento económico a nivel mundial, respecto de las previsiones anteriores, destacando el débil crecimiento de las economías avanzadas y de algunas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Respecto a los inventarios, destaca el hecho que en algunos países estos están disminuyendo paulatinamente, pero continúan en niveles históricamente altos.

De acuerdo a la firma IHS Energy, se prevé que la oferta mundial de petróleo para el presente año se sitúe en 96.0 mbd para 2016, proyección levemente inferior a la registrada el año previo (96.4 mbd). Por su parte, la demanda se proyecta en 96.1 mbd, superior a la registrada en 2015 (94.8 mbd). Por lo anterior, el balance entre oferta y demanda quedaría equilibrado en el presente año.

Cuadro 1

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

Descripción	Estimación de septiembre de 2016		
	2015 ^(a)	2016 ^(b)	Variación 2016/2015
Oferta	96.4	96.0	-0.4
Demanda	94.8	96.1	1.3
Balance (oferta - demanda)	1.6	-0.1	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

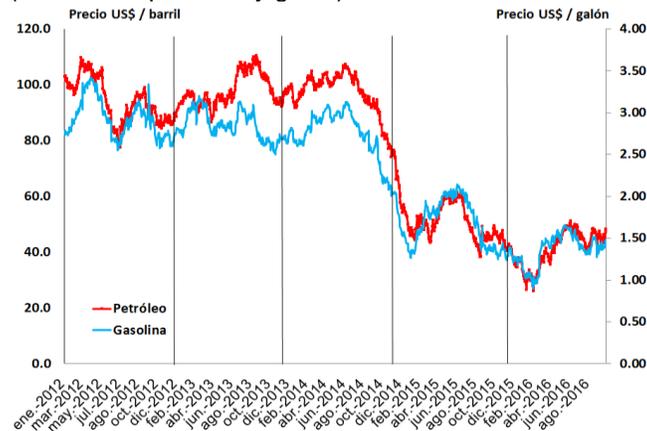
Fuente: IHS Energy.

Con relación al precio de la gasolina (al igual que el precio internacional del petróleo), este también mostró una recuperación, explicada, tanto por un incremento en la demanda, como por la evolución del precio del petróleo. En Estados Unidos de América incidió el incremento estacional de la demanda por el periodo de vacaciones conocido como “*driving season*” y el aumento en las exportaciones de dicho refinado, principalmente hacia México y Canadá, según la Agencia de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés).

Por su parte, la AIE indicó que durante el presente año, el proceso de refinado a nivel mundial ha sido afectado por el incremento considerable de mantenimientos no planificados y por otros factores como la huelga en Francia y los incendios forestales en Canadá; sin embargo, estos factores no tuvieron un impacto mayor en el mercado dados los niveles históricamente elevados de gasolina que persisten en los países de la OCDE. Además, IHS Energy resalta que el crecimiento de la demanda de refinados a nivel mundial es moderado, como consecuencia de la débil evolución de la actividad económica mundial.

Gráfica 8

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



(1) Con información al 30 de septiembre de 2016.

Fuente: Bloomberg.

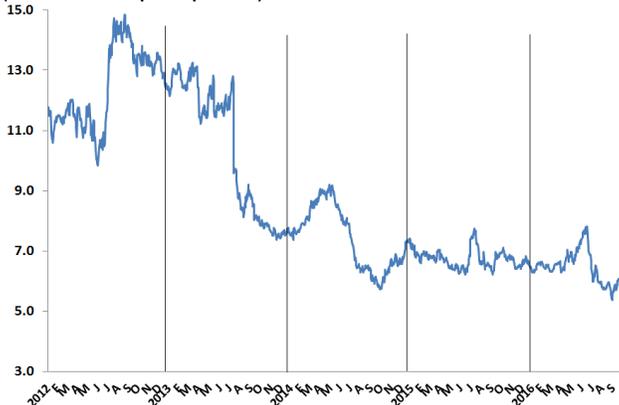
b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo mostró un comportamiento relativamente estable, con algunos episodios de volatilidad y una moderada tendencia a la baja en el tercer trimestre del año. En efecto, entre enero y principios de mayo su comportamiento fue relativamente estable asociado a una moderada demanda en combinación con un adecuado nivel de oferta del grano. Posteriormente, entre la segunda semana de mayo y la tercera de junio, se observó un incremento en el precio explicado por la expectativa de posibles daños a la producción por factores climáticos adversos, particularmente en Estados Unidos de América, América del Sur y Europa del Este. Dicha tendencia se revirtió desde finales de junio, debido a que los daños previstos a las cosechas no ocurrieron y, por ende, se mantuvo un adecuado volumen de oferta a nivel mundial, incluso se anticipa que la actual cosecha (2016/2017) podría alcanzar nuevamente niveles récord.

Efectivamente, las previsiones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), son de que la presente cosecha registre un excedente (10.2 mtn); lo que aunado a un crecimiento moderado en la demanda, permitiría que el nivel de los inventarios alcance un máximo histórico, limitando las presiones al alza sobre el precio internacional.

Gráfica 9

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

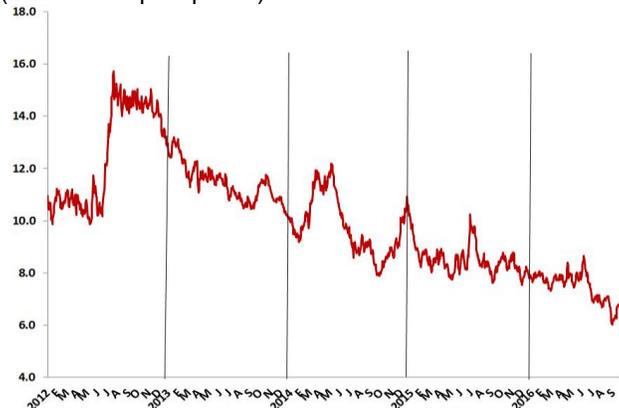


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el precio internacional del trigo mostró volatilidad durante la mayor parte del primer semestre, ante expectativas también de posibles daños a la producción, por factores climáticos, en especial, por el fenómeno de “El Niño” que afectó a varios de los principales países productores. No obstante, en el tercer trimestre se registró una tendencia a la baja, dada una adecuada oferta a nivel mundial. Según el USDA, la presente cosecha también sería récord, por lo que la oferta superaría ampliamente la demanda, en casi 8.1 mtm de aumento en el nivel de inventarios.

Gráfica 10

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



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

Aunque las proyecciones de precios evidencian una tendencia a la baja tanto del maíz amarillo como del trigo, no se descartan algunos riesgos al alza, como condiciones climáticas adversas, incluyendo el posible desarrollo del fenómeno de “La Niña”; la influencia de crisis geopolíticas que podrían provocar suspensiones en el suministro, principalmente en la región del Mar Negro; y por la sustitución de algunas áreas de siembra por otros cultivos más rentables, dados los bajos precios.

6. Inflación y política monetaria

La inflación mundial, en términos generales, continúa mostrando un comportamiento relativamente estable durante lo transcurrido de 2016. En las economías avanzadas, la inflación sigue reflejando los bajos precios de la energía y el moderado nivel de crecimiento económico. En los últimos meses se registró una leve alza en la inflación de la Zona del Euro y el Reino Unido, ante la depreciación del euro y la libra esterlina, como consecuencia del *Brexit*, el aumento en el precio de la energía y el sesgo acomodaticio de las políticas monetarias. Por su parte, en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, se observó recientemente una moderada desaceleración en el ritmo inflacionario, debido a la disipación de los choques de oferta transitorios que afectaron a los precios de los alimentos, así como por el efecto en la demanda agregada ante las medidas de política monetaria restrictiva que algunos de estos países adoptaron desde inicios de 2016.

La inflación en Estados Unidos de América se ha mantenido baja a pesar del repunte ocurrido en septiembre a 1.46%, nivel que aún se ubica por debajo del objetivo de la Reserva Federal de 2.0%, aunque por arriba de las inflaciones de la mayoría de economías avanzadas. Este comportamiento, en parte, responde a los descensos en los precios de la energía y de algunos bienes importados, por la apreciación de la moneda estadounidense. Ello ha posibilitado que el Comité Federal de Mercado Abierto de la FED (FOMC, por sus

siglas en inglés) no haya realizado ajustes adicionales a la política monetaria durante 2016 manteniendo la tasa de fondos federales en el rango de 0.25% - 0.50% desde diciembre del año anterior, en virtud de que aunque el mercado laboral se ha fortalecido, el crecimiento económico ha venido moderándose. Por ello, la mayoría de analistas internacionales considera que de haber algún ajuste, este sería muy gradual.

En la Zona del Euro, a pesar de que la inflación repuntó levemente desde mayo, esta continúa considerablemente por debajo de la meta oficial del BCE (2.0%), en septiembre a penas se situó en 0.41%, resultado que se asocia a la incidencia negativa de los precios de la energía, así como de algunos bienes industriales no energéticos y de los servicios, a pesar de la depreciación del euro. El BCE ha indicado que el apoyo de la política monetaria acomodaticia continuará hasta que se observe un ajuste sostenido en la senda de inflación que sea compatible con su meta, por lo que las tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales por un período mayor de tiempo. Respecto a las medidas de política monetaria no convencionales, se prevé que las compras mensuales de activos por €80.0 millardos continuarán hasta marzo de 2017, aunque el BCE no descarta su prolongación, de ser necesario.

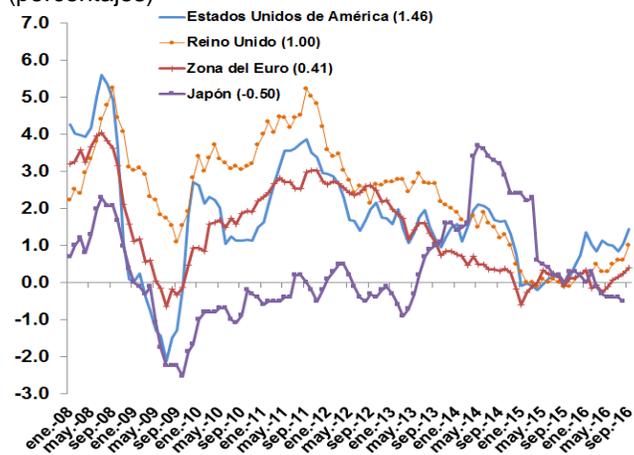
En el Reino Unido la inflación ha presentado una tendencia moderada al alza desde finales de 2015, registrando una tasa de 1.0% en septiembre. La desviación de la inflación respecto a la meta del Banco de Inglaterra (2.0%), es atribuible, en buena medida, a los precios bajos de la energía, de los alimentos y de los precios de algunos servicios importados. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, en junio con el resultado del referéndum para abandonar la Unión Europea, se generó incertidumbre y mayor volatilidad en los mercados financieros, que afectaron las presiones inflacionarias; pero sus efectos parecieran haberse neutralizado, ya que aunque la abrupta depreciación de la libra esterlina impulsaría al alza los precios de los bienes y servicios importados, la desaceleración prevista del crecimiento económico reduciría las presiones sobre

los precios internos. Ante ese escenario, el Comité de Política Monetaria decidió en agosto implementar nuevas medidas para apoyar el crecimiento económico, entre las que destacan: reducir en 25 puntos básicos la tasa de política monetaria, para situarla en 0.25%; comprar bonos corporativos con reservas del Banco Central, hasta por £10.0 millardos; y bonos del gobierno británico, entre £60.0 millardos a £435.0 millardos.

En Japón, la inflación mostró una tendencia decreciente durante los primeros cuatro meses de 2016, situándose en alrededor de -0.50% desde mayo hasta agosto, consecuencia primordialmente de precios bajos de la energía y de la persistente brecha negativa del producto, ante las expectativas poco alentadoras del desempeño de la demanda interna. Durante el tercer trimestre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Japón, derivado de la creciente incertidumbre externa, agravada por el resultado del *Brexit*, decidió, en concordancia con la "Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa" (QQE, por sus siglas en inglés) con tasa de interés negativa, aprobada en enero de 2016, ampliar el Programa de Compras de Fondos Cotizados en Bolsa (ETFs, por sus siglas en inglés), que pasó de ¥3,300.0 millardos anuales (US\$32.4 millardos) a ¥6,000.0 millardos anuales (US\$59.0 millardos); asimismo, duplicó el monto del Programa de Créditos en dólares estadounidenses de US\$12.0 millardos a US\$24.0 millardos. A finales de septiembre el Banco de Japón anunció un cambio en su política monetaria, cuyo enfoque será en las tasas de interés de los bonos soberanos para alcanzar su meta de inflación. Mediante la implementación del programa denominado "QQE con *Yield Curve Control*", que implica el "control de la curva de rendimiento" sobre las tasas de interés a largo plazo y corto plazo y se compromete a ampliar la base monetaria hasta que la inflación interanual supere el objetivo de estabilidad de precios de 2.0%.

Gráfica 11

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



(1) Datos a septiembre de 2016. Japón a agosto de 2016.
Fuente: Bancos centrales.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias del primer semestre de 2016, sobre todo en la mayoría de países de América Latina, empezó a revertirse durante el tercer trimestre, como resultado de la reversión de algunos choques de oferta en el rubro de alimentos, la persistencia de bajos precios de los combustibles, la política monetaria restrictiva implementada en algunos países y la apreciación moderada que están experimentando algunas de las monedas de este grupo de países, luego de un período de amplias depreciaciones cambiarias.

En la República Popular China, el comportamiento de la inflación ha sido más estable, aunque con tendencia a la baja, lo que se explica principalmente por factores de demanda interna. En efecto, la inflación a septiembre de 2016 se ubicó en 1.9%, menor a la meta oficial de 3.0%, reflejo de que el crecimiento de la economía se está estabilizando a tasas más moderadas y de menores precios de los alimentos. El Banco Popular de China ha mantenido su tasa de interés de política monetaria en 4.35% desde octubre de 2015 y no se prevén cambios relevantes en el mediano plazo, debido a que los esfuerzos de las autoridades

están orientados a reducir la sobrecapacidad industrial y prevenir mayores riesgos crediticios.

En México, la inflación se ubicó en 2.97% en septiembre, por debajo del valor central de la meta de la autoridad monetaria (3.0%), debido a los aún bajos precios de los hidrocarburos y al débil crecimiento de la demanda interna, aunque la tendencia a la depreciación de su moneda que podría inducir a una alza en los últimos meses del año. A septiembre, el Banco de México había incrementado en 100 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria, en respuesta a condiciones externas desfavorables que presionaron a la depreciación de su moneda en junio. El aumento de 50 puntos básicos buscaba evitar posibles efectos inflacionarios que pudieran derivarse de un efecto traspaso. Es importante destacar que, en septiembre, las condiciones externas continuaron deterioradas y continuó la depreciación cambiaria, lo que podría motivar al Banco de México a actuar nuevamente para no arriesgar el anclaje de las expectativas de inflación.

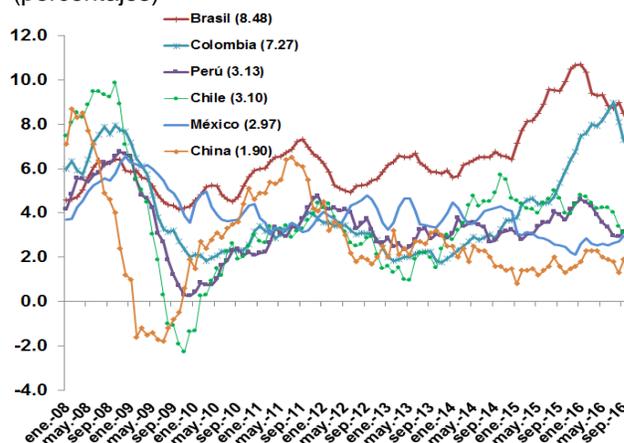
Por su parte, en Chile y Perú, la inflación convergió al rango meta oficial en el tercer trimestre de 2016, luego de haber registrado en la primera mitad del año un período de presiones inflacionarias, asociadas, principalmente, al efecto traspaso a los precios internos de la depreciación cambiaria registrada en 2015. Ello motivó un ajuste al alza de 50 puntos básicos en la tasa de política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú durante 2016; en tanto que el Banco Central de Chile no ha modificado su postura de política monetaria en lo que va del año al considerar que no se ha perdido el anclaje de las expectativas de inflación.

En contraste, en Brasil y Colombia la inflación continúa por encima de sus respectivos rangos meta de política monetaria. En Brasil, la inflación se situó en 8.48%, impulsada por los efectos negativos del fenómeno climatológico de El Niño sobre algunos productos agrícolas. Los precios mayoristas en meses recientes han mostrado signos de moderación, lo que anticipa una reversión de las presiones inflacionarias. El Banco Central de Brasil mantiene en 14.25% su tasa de

interés de política monetaria (tasa SELIC), con el objetivo de evitar un mayor sesgo pro-cíclico de la política monetaria. En Colombia, la inflación se aceleró en el primer semestre del año, pero empezó a ceder moderadamente en el tercer trimestre, alcanzando un nivel de 7.27% a septiembre. El incremento en los precios de los alimentos, debido tanto a factores climáticos como a la obstrucción de los canales de distribución de algunos productos agrícolas, explican en parte ese comportamiento. Ante este panorama, el Banco de la República, con el objetivo de anclar las expectativas de inflación a la meta oficial, ha incrementado 200 puntos básicos su tasa de política monetaria en el transcurso de 2016.

Gráfica 12

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



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

En cuanto a la inflación en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, con excepción de Guatemala, esta se ha mantenido por debajo de los objetivos de inflación, aunque en los últimos meses se ha registrado una leve alza en la mayoría de países, ante la disipación del efecto favorable de la caída de los precios de los combustibles. Únicamente el Banco Central de Costa Rica efectuó ajustes a su tasa de política monetaria, al reducirla en 50 puntos básicos en enero, situándola en 1.75%.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

En su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial (publicado en octubre de 2016), el FMI sugiere que las condiciones económicas en las principales regiones y economías siguen debilitándose, debido a que, si bien los mercados financieros mundiales pasaron el estrés del *Brexit*, y se han estabilizado, se han registrado caídas en los precios de los activos financieros, en particular, de la banca europea. Asimismo, continúan predominando los riesgos a la baja asociados a la futura relación comercial y financiera del Reino Unido con la Unión Europea, el debilitamiento de los ciclos económicos, el rebalanceo de la economía china y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América, entre otros factores.

El FMI estima que el crecimiento de la actividad económica mundial para 2016 se situaría en 3.1%, levemente inferior a lo observado en 2015 (3.2%), en tanto que para 2017 prevé una moderada recuperación (3.4%). En las economías avanzadas la combinación de factores, como el legado de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, el bajo crecimiento de la productividad y posibles efectos macroeconómicos adversos asociados al *Brexit*, especialmente en la Zona del Euro, estaría afectando el crecimiento económico en 2016 y 2017 (1.6% y 1.8%, respectivamente); en tanto que las perspectivas de crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo son más favorables (4.2% en 2016 y 4.6% en 2017), aunque con una importante heterogeneidad.

En Estados Unidos de América se espera un crecimiento de 1.6% en 2016 y de 2.3% en 2017, principalmente, por la fortaleza de los mercados laboral y de vivienda; por una política fiscal levemente expansiva; por condiciones financieras aún favorables; y por una sólida demanda del consumidor, que compensarían, en parte, la caída en la inversión energética, la fortaleza del dólar estadounidense y la incertidumbre asociada al ciclo electoral. En lo que respecta a las medidas de política

monetaria del FOMC, continúa prevaleciendo la expectativa de que la economía continuará consolidándose de forma gradual y que la inflación convergería al nivel objetivo de 2.0%, en la medida que los efectos de los bajos precios internacionales del petróleo y de la apreciación del dólar desaparezcan; en ese contexto, el FMI estima que la inflación se situaría en 1.8% en 2016 y 2.6% en 2017.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 1.6% y 1.4% en 2016 y en 2017, resultado atribuido, entre otros, a la fortaleza de la demanda interna, al mantenimiento de una política monetaria acomodaticia, a una modesta expansión fiscal y a los aún bajos precios del petróleo. No obstante, la incertidumbre acerca de la futura relación comercial y financiera entre el Reino Unido y la Unión Europea podría afectar moderadamente el crecimiento de la zona a partir de 2017. En el sistema bancario de algunos países de la región prevalecen ciertas vulnerabilidades que podrían afectar negativamente las perspectivas de crecimiento. Con relación a la inflación, esta aumentaría gradualmente debido a la reducción de las brechas del producto negativas, al aumento gradual de los precios internacionales de las materias primas, así como a la consolidación de expectativas inflacionarias (0.6% en 2016 y 1.0% en 2017).

En Japón, a pesar de los esfuerzos de estímulo fiscal y monetario, no se prevé que el crecimiento se acelere (0.5% en 2016 y 2017); ello a pesar de las medidas de política económica orientadas a apuntalar el consumo privado, como la postergación nuevamente de la entrada en vigencia del incremento en el impuesto sobre ventas, la ampliación del gasto fiscal y de la nueva política monetaria, medidas que además contrarrestarían, en parte, la influencia negativa que genera la reciente incertidumbre, la apreciación del yen y la débil demanda externa. Respecto de la inflación, para 2016 continuaría siendo negativa, aunque para 2017 podría subir a 0.7%.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la República Popular China crecería 6.6% en

2016 y moderaría su dinamismo a 6.2% en 2017, derivado del proceso de rebalanceo de su modelo de crecimiento económico más basado en consumo que en inversión y en los servicios en lugar de la industria. No obstante, persisten riesgo del sector corporativo (asignación de recursos deficiente), problemas de cambios demográficos futuros, problemas estructurales, de medio ambiente, que pueden comprometer el desempeño futuro de la economía china. La inflación se situaría en 2.3%, tanto en 2016 como en 2017, debido, entre otros factores, a la depreciación del Yuan y a la reducción del exceso de capacidad instalada de la economía.

En América Latina, el crecimiento económico continuaría reflejando heterogeneidad entre países, dado que algunos de estos se encuentran en recesión, la mayoría de países registrarán crecimiento, aunque más moderado que el año anterior; en promedio, la región se contraería 0.6% en 2016 y repuntaría a 1.6% en 2017. El mejor desempeño de los países que continúan creciendo modestamente se sustenta en sólidos marcos de política en respuesta a los choques externos; mientras que los países con fundamentos más débiles continúan demandando ajustes más significativos. La contracción regional refleja, principalmente, la recesión de Brasil (-3.3%), de Argentina (-1.8%), de Ecuador (-2.3%) y de Venezuela (-10.0%), como consecuencia de la caída del precio internacional de las materias primas y de la demanda externa, en combinación con importantes desequilibrios macroeconómicos internos que han afectado la inversión privada.

En Brasil, el debilitamiento de la confianza empresarial y del consumidor parece estarse revirtiendo moderadamente, ante una mejor perspectiva de la situación política y, aunque persiste un entorno externo poco favorable, la economía da muestras leves de recuperación económica. En efecto, luego de la fuerte contracción económica de 2015 (-3.8%), se espera una contracción menos drástica en 2016 (-3.3%); y una recuperación moderada en 2017 (0.5%). Mientras que la

inflación podría reducirse de 7.2% en 2016 a 5.0% en 2017.

En México, la economía se contraería nuevamente en 2016 (2.2%) para luego recuperarse modestamente el próximo año (2.5%), debido al aumento de la demanda interna, el crecimiento de las exportaciones por la depreciación de su moneda y por el crecimiento la economía estadounidense. Respecto a la inflación, esta se ubicaría en 3.2% en 2016 y en 3.1% en 2017.

En Centroamérica, el crecimiento económico sería igual en 2016 y en 2017 (3.6%), debido al mantenimiento del dinamismo de la demanda interna, el desempeño de la actividad económica estadounidense, y al mayor flujo de remesas familiares. En términos de inflación, la misma se situaría en 3.5% en 2016, mayor a la observada en 2015 (1.7%), asociada, principalmente, a la evolución del precio interno de los combustibles y presiones en el precio de los alimentos en algunos países; en tanto que para 2017 se estima en 4.3%.

El FMI señala que entre los riesgos que podrían afectar el crecimiento económico mundial en el resto de 2016 y en 2017, destacan: a) el *Brexit* y la campaña electoral por la presidencia de Estados Unidos de América; b) el debilitamiento de los ciclos económicos (demanda agregada débil, moderadas presiones inflacionarias, baja productividad-baja inversión); c) el rebalanceo de la economía China y sus efectos de derrame al resto del mundo; d) la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América, que puede inducir a condiciones financieras adversas para los países emergentes y en desarrollo; e) el rompimiento de relaciones con bancos corresponsales; y f) los conflictos geopolíticos. Ante dicho escenario, el FMI destaca que la distribución de riesgos continúa sesgada a la baja, en un entorno donde la incertidumbre sigue predominando.

Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2015	Proyecciones		2015	Proyecciones	
		2016	2017		2016	2017
Principales socios						
Estados Unidos	2.6	1.6	2.3	0.7	1.8	2.6
El Salvador	2.5	2.4	2.4	1.0	0.3	2.0
Honduras	3.6	3.6	3.7	2.4	4.7	4.5
Zona del Euro	2.0	1.6	1.4	0.2	0.6	1.0
México	2.5	2.2	2.5	2.1	3.2	3.1
Otros socios						
Colombia	3.1	2.2	2.7	6.8	6.0	3.7
Japón	0.5	0.5	0.5	0.2	-0.1	0.7
Brasil	-3.8	-3.3	0.5	10.7	7.2	5.0
Chile	2.1	1.7	2.0	4.4	3.5	3.0
Perú	3.3	3.7	4.1	4.4	2.9	2.5
Reino Unido	2.2	1.8	0.9	0.1	1.5	2.5
China	6.9	6.6	6.2	1.6	2.3	2.3
Mundial	3.2	3.1	3.4	2.9	3.2	3.2
-Economías avanzadas	2.1	1.6	1.8	0.5	1.2	1.8
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.0	4.2	4.6	4.7	4.7	4.3
-América Latina y el Caribe (1)	0.0	-0.6	1.6	6.2	5.1	3.9
-América Central	3.8	3.6	3.6	1.7	3.5	4.3
Principales socios (2)	2.6	1.9	2.3	1.0	1.9	2.6

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

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

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

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

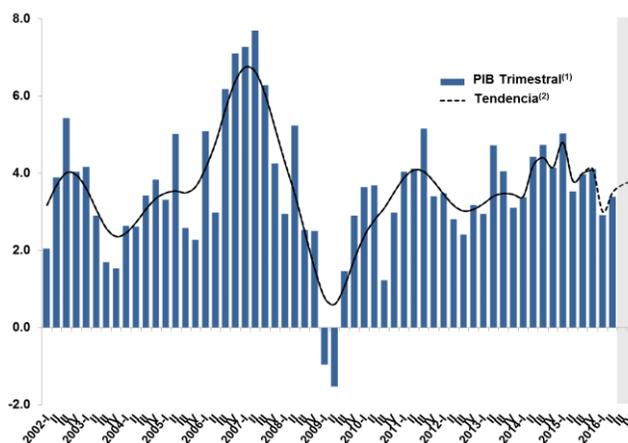
El Producto Interno Bruto del segundo trimestre de 2016 registró un crecimiento interanual de 3.4% (ver detalle en Anexo), sustentado, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores: industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor de 70.0% de dicho crecimiento. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo del gasto de consumo privado (el cual representa alrededor de 84.3% del PIB) y de la inversión en capital fijo, en tanto que el gasto público continuó con una contribución negativa al crecimiento económico, aunque muestra una mejora respecto del trimestre anterior.

Cabe indicar que el crecimiento de 3.4% en el segundo trimestre del presente año fue mayor al registrado en el trimestre previo (2.9%) y es consistente con las previsiones de crecimiento anual para 2016 (de entre 3.1% y 3.7%, ver gráfica 13). En adición, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró un crecimiento de 2.8%³ en agosto, resultado del dinamismo de los sectores siguientes: servicios privados; industrias manufactureras; intermediación financiera seguros y actividades auxiliares; transporte, almacenamiento y comunicaciones; comercio al por mayor y al por menor; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

³ Variación interanual de la serie original del IMAE; en tanto que la variación interanual de la tendencia-ciclo registró un crecimiento de 2.5%.

Gráfica 13

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



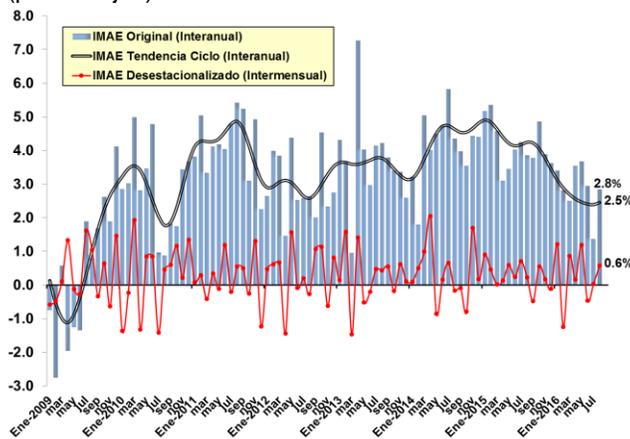
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a junio de 2016.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 14

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



(1) Base 2001 = 100.

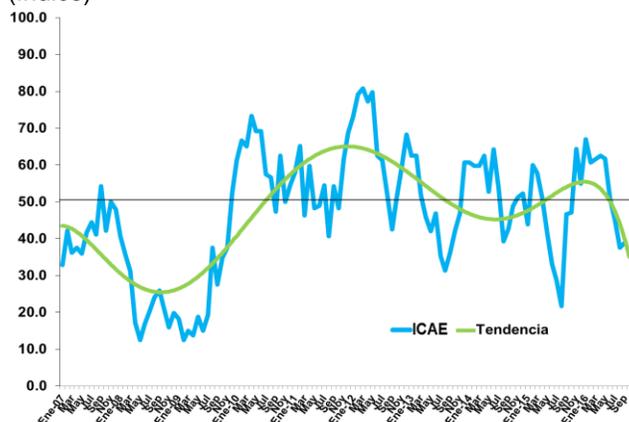
(2) Con información a agosto de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

El Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) en septiembre se ubicó en 38.89 puntos, inferior al nivel observado el mismo mes del año anterior (46.67 puntos), y se ubicó en zona de contracción (por debajo de 50 puntos). No obstante, desde agosto del año anterior, cuando dicho índice registró su menor nivel, este ha aumentado cerca de 17 puntos.

Gráfica 15

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



(1) Con información a septiembre de 2016.

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

B. SECTOR EXTERNO

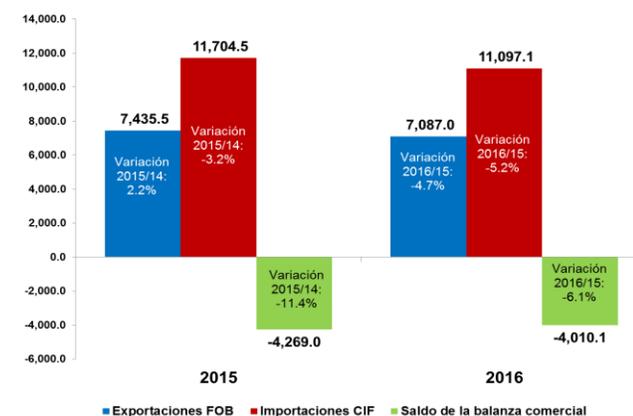
El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registra una reducción de 4.7% en el valor FOB en dólares estadounidenses de las exportaciones de bienes acumulado a agosto de 2016, respecto de similar período de 2015, resultado, básicamente, de la disminución en el volumen exportado, pues el precio medio no registró variación en términos porcentuales. El valor CIF de las importaciones de bienes también disminuyó 5.2%, como consecuencia de la reducción del precio medio de las importaciones, asociada en buena medida a la caída en los precios de los combustibles y lubricantes. El volumen importado aumentó a consecuencia de la citada reducción del precio de los derivados de petróleo, que propicia un aumento en la demanda.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$4,010.1 millones, inferior en US\$258.9 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$4,269.0 millones), lo que denotaría que la apreciación nominal del tipo de cambio que se ha venido observando no ha provocado un aumento de las importaciones. Con relación a los términos de intercambio, estos continúan siendo favorables, debido a

la reducción del precio medio de las importaciones, asociada, fundamentalmente, a que los precios internacionales de los combustibles aún continúan bajos, así como a la mejora relativa del precio medio de las exportaciones, que ha agosto de 2016 registran una variación cero, luego de venir observando variaciones negativas desde marzo de 2012.

Gráfica 16

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



(1) Con información a agosto de cada año.

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

En la citada reducción del valor FOB de las exportaciones, destacan las disminuciones en los productos de exportación siguientes: azúcar, piedras y metales preciosos y semipreciosos, petróleo, níquel, hierro y acero, artículos de vestuario, café, caucho natural y cardamomo. Mientras que entre los que reportaron los mayores aumentos se encuentran: grasas y aceites comestibles, plomo, frutas frescas, secas o congeladas, bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres y banano.

El valor de las ventas al exterior de azúcar disminuyó US\$86.2 millones (12.5%), derivado de la caída tanto del precio medio de exportación (5.2%), que pasó de US\$18.29 a US\$17.33 por quintal, como del volumen (7.6%). Según *The Public Ledger*⁴, la reducción

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

en el precio del azúcar se asocia a una producción mayor a la esperada en Brasil, ante condiciones climáticas favorables; al alto nivel de inventarios del edulcorante a nivel mundial; y a la menor demanda externa por parte de Estados Unidos de América. Por su parte, la caída en el volumen se explica, principalmente, por un bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016, debido a condiciones climáticas adversas.

El valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos cayó US\$57.3 millones (25.1%), influenciado por la reducción en el volumen exportado (61.2%), principalmente por la disminución en el nivel de operaciones que registró la empresa Montana Exploradora; lo que contrarrestó el importante aumento del precio medio.

Las ventas al exterior de petróleo disminuyeron US\$46.2 millones (49.4%), ante la caída observada del precio medio de exportación (43.3%); por su parte, el volumen registró una disminución de 10.7%.

El valor de las exportaciones de níquel disminuyó US\$37.2 millones (55.3%), debido a la reducción, tanto del volumen (37.7%), como del precio medio (25.0%). El menor volumen exportado obedeció al nivel considerablemente bajo de operaciones extractivas de la Minera Mayamérica, la Minera Guaxilan y la Compañía Guatemalteca de Níquel (CGN), ante la disminución del precio internacional del metal asociada al exceso de oferta y a la débil demanda en el mercado mundial, principalmente de la República Popular China.

Las ventas al exterior de hierro y acero disminuyeron US\$34.9 millones (20.6%), por la caída en el precio medio (29.9%), principalmente de ferroníquel, lo que contrarrestó el incremento en el volumen exportado (13.6%).

Las exportaciones de artículos de vestuario disminuyeron US\$28.1 millones (3.1%), fundamentalmente, por la disminución en el precio medio (4.0%), compensado, en parte, por el incremento en el volumen (0.9%), que fue posible por una mayor

demanda por parte de Estados Unidos de América, país que compra alrededor de 92.0% de estos bienes.

La caída en el valor de las exportaciones de café de US\$25.4 millones (4.3%), se asocia a la reducción en el precio medio (4.8%), que pasó de US\$170.07 a US\$161.93 por quintal, el cual fue compensado, parcialmente, por un leve aumento en el volumen (0.5%). De acuerdo con *The Public Ledger*, la reducción en el precio medio se explica, en gran medida, por condiciones climáticas favorables en Brasil, México, Centroamérica y Vietnam, así como por la normalización de las exportaciones en Colombia, situación que generó expectativas de una mayor oferta del aromático.

El valor exportado de caucho natural se contrajo en US\$23.7 millones (25.1%), debido a la reducción del precio medio (13.8%) y del volumen (13.2%). Según el Banco Mundial, la baja del precio internacional se atribuye al exceso de oferta de algunos países asiáticos, así como a la reducción en la demanda de la República Popular China (principal país comprador); incidiendo, a su vez, en la reducción del volumen, dado el menor incentivo para su venta al exterior.

El valor exportado de cardamomo disminuyó US\$11.5 millones (6.8%), explicado por la reducción del precio medio por quintal (25.4%), el cual pasó de US\$347.91 a US\$259.54, ante las expectativas de una mayor producción en India. Dicho efecto fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen (24.9%), principalmente asociado a la mayor demanda de Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Bangladesh, Jordania, Irak y Siria.

Por su parte, el valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles se incrementó en US\$35.0 millones (14.7%), que a pesar de la disminución en el precio medio (20.3%), se vio compensado por el aumento en el volumen exportado (42.2%). El aceite de palma registró la mayor participación (79.4%), destinándose a los mercados de México, Países Bajos, El Salvador y Alemania, países que en conjunto

compraron alrededor del 88.0% de este rubro de productos.

El valor exportado de frutas frescas, secas o congeladas aumentó US\$9.7 millones (4.9%); el rubro de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró un aumento de US\$7.8 millones (3.7%). Para ambos productos exportados, el precio medio se contrajo, pero se compensó con aumentos en el volumen.

En el caso del plomo el valor exportado se incrementó 14.6% (US\$28.9 millones), debido a aumentos tanto en el volumen exportado, fundamentalmente por la mayor producción de la Minera San Rafael, así como en el precio medio.

Finalmente, el valor de las exportaciones de banano aumentó US\$0.5 millones (0.1%), influenciado por el incremento en el volumen (2.0%), en tanto que el precio medio por quintal mostró una reducción (1.9%), al pasar de US\$15.21 a US\$14.92. El crecimiento en el volumen se asocia a la ampliación de las áreas de cultivo y a mejoras en la productividad. Por su parte, la disminución en el precio obedece, fundamentalmente, a una mayor oferta de los principales países productores, entre ellos: Filipinas, Costa Rica y Colombia, que presentaron condiciones climáticas favorables para la producción de la fruta. Cabe indicar que, alrededor de 91.0% de las exportaciones de dicho producto se destinaron a Estados Unidos de América.

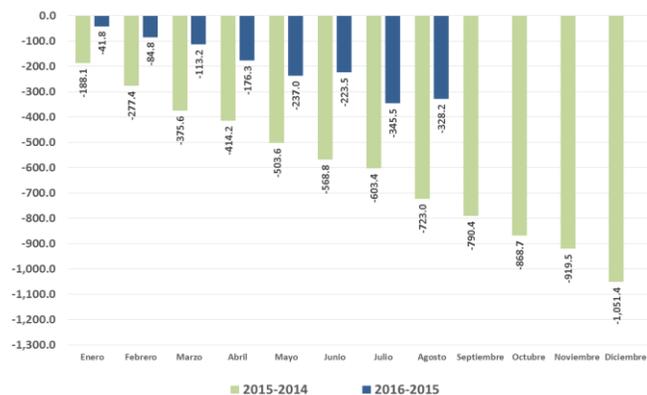
Por su parte, la disminución en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (5.2%), estuvo determinada por la reducción en el precio medio (10.1%), efecto que fue compensado, parcialmente, por el aumento en el volumen importado (5.2%). El referido comportamiento se explica, principalmente, por la reducción del valor importado del rubro combustibles y lubricantes (18.7%), asociada a la caída de 24.4% en el precio medio, que contrarrestó el incremento de 7.0% en el volumen, ante una mayor demanda asociada a los menores precios de los combustibles y al aumento del parque vehicular. Adicionalmente, los rubros de materias primas y productos intermedios; materiales de

construcción; y bienes de capital registraron disminuciones de 8.6%, 4.5% y 3.4%, respectivamente; reducciones que fueron compensadas por el incremento de 4.1% en el valor importado de bienes de consumo. El comportamiento descrito del volumen de importaciones es indicativo de que no se observa el efecto esperado de la apreciación nominal que se ha venido registrando en lo va del año, es decir, la misma no ha generado un aumento en dicho volumen.

Dado que el precio internacional del crudo continúa en niveles bajos respecto del año previo, se sigue generando un ahorro, aunque en menor magnitud, en la salida de divisas por el rubro de combustibles y lubricantes, que con cifras acumuladas a agosto asciende a US\$328.2 millones (US\$723.0 millones a agosto de 2015). El comportamiento del precio medio y del volumen importado de los combustibles y lubricantes a lo largo del año anterior, refleja el incremento observado en el precio medio, que ha conllevado una desaceleración en el volumen importado respecto del año previo.

Gráfica 17

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



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

(1) Con información a agosto de 2016.

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

En cuanto a las remesas familiares, a septiembre de 2016, estas registran un monto de US\$5,275.3 millones, superior en US\$680.9 millones (14.8%)

respecto de igual período de 2015. Dicho resultado se explica, entre otros factores, por la reducción del nivel del desempleo hispano en Estados Unidos de América; el incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país que, de acuerdo con estimaciones del banco estadounidense *Wells Fargo*⁵, el 70% de ellos envían remesas al país, cuyo promedio de envío es superior al de los residentes de otros países del área.

Al 30 de septiembre de 2016, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$9,014.8 millones, mayor en US\$1,263.6 millones al registrado en diciembre de 2015, dicho aumento refleja, principalmente, compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas por US\$874.2 millones y la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en los mercados internacionales. El referido nivel de RIN equivale a 6.2 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 el 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 al empleo y a la producción. En ese contexto, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas únicamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia. En el primer semestre del año, dicha variable, en términos generales, mostró un comportamiento congruente con sus fundamentos y factores estacionales; no obstante,

⁵ Una de las principales entidades que intermedia el envío de remesas familiares de la comunidad latina en Estados Unidos de América.

durante el tercer trimestre dicha congruencia se vio limitada por una moderada apreciación.

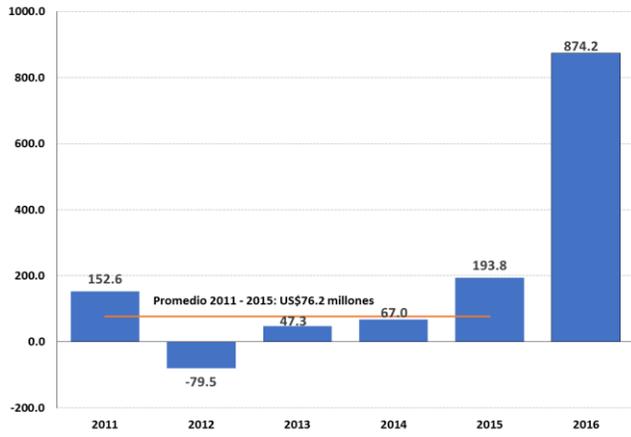
En efecto, al 30 de septiembre de 2016, se registró una apreciación nominal acumulada de 1.46% (2.02% en términos interanuales), asociada, principalmente, al incremento en el flujo de divisas por remesas familiares, a la disminución del valor de las importaciones (especialmente las petroleras) y a la caída del gasto público. Cabe mencionar que, a diferencia de algunos episodios en otros países de América Latina, la apreciación nominal no está relacionada con influjos de capitales de corto plazo (de portafolio), dado que en Guatemala estos son incipientes⁶.

Al 30 de septiembre de 2016, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, conforme la regla vigente, generó compras de divisas por US\$937.5 millones y ventas por US\$63.3 millones, lo que da como resultado compras netas por US\$874.2 millones, equivalente a 2.91% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas. Cabe señalar que a similar fecha del año pasado, las compras ascendieron a US\$228.3 millones y las ventas a US\$34.5 millones, lo que implica compras netas por US\$193.8 millones, equivalente a 0.67% del total negociado.

⁶ Algunos analistas locales han planteado que el Banco Central mantiene alta la tasa de interés de política monetaria y con ello ha provocado flujos de capitales al país. Al respecto, las cifras observadas de la balanza cambiaria a septiembre de 2016, evidencian que ello no ha ocurrido, como tampoco lo ha hecho en años anteriores. Un requisito importante para que exista un arbitraje de tasas de interés es que el país tenga una calificación crediticia internacional en “grado de inversión”, lo cual aún no ha ocurrido. Además, los costos de transacción deben ser bajos, los instrumentos de inversión deberían ser suficientemente líquidos y debe existir un mercado secundario relativamente desarrollado, aspectos en los cuales el país todavía tiene que mejorar.

Gráfica 18

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 septiembre de cada año.
Fuente: Banco de Guatemala.

RECUADRO 5

TIPO DE CAMBIO REAL Y FLUJOS DE COMERCIO: ¿ESTARÁN DESCONECTADOS?

Los considerables movimientos del tipo de cambio real recientes han reavivado el debate en torno a los posibles efectos que este pudiera tener sobre el comercio y la posición externa de los países. En particular, destaca el caso de la fuerte depreciación real que ha sufrido Japón en los últimos años, la cual ha estado acompañada de una débil respuesta en sus términos de intercambio.

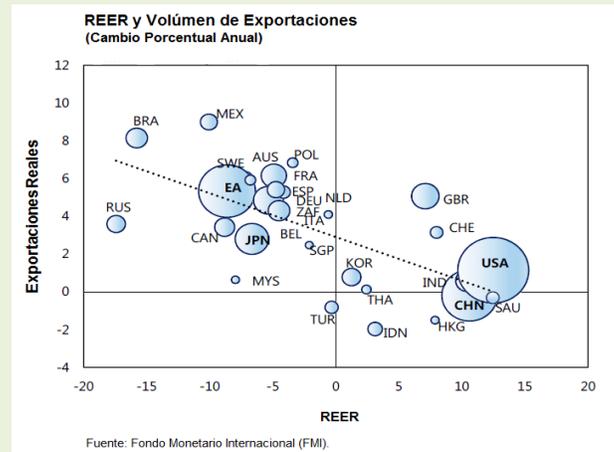
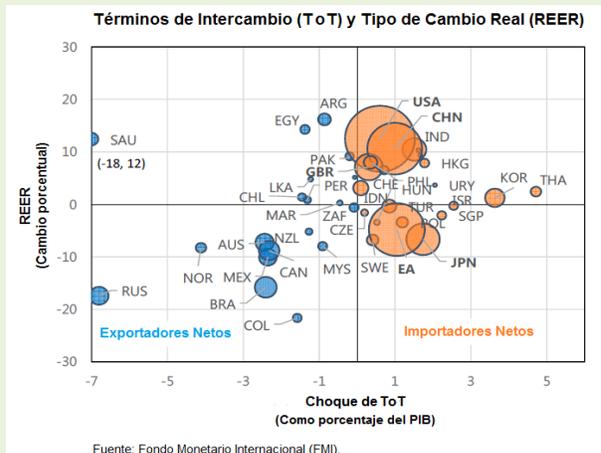
Algunos estudios sugieren que el creciente papel de las cadenas de valor global (GVCs, por sus siglas en inglés) ha reducido la relevancia de los movimientos del tipo de cambio real sobre los flujos de comercio. Esto ha dado lugar a cuestionamientos sobre si esta aparente desconexión es algo permanente, lo que reflejaría cambios estructurales en el comercio mundial como consecuencia de un aumento en las GVCs, o si bien se disipará en el mediano plazo.

En este contexto, Leigh *et al* (2016) del Fondo Monetario Internacional (FMI), examinaron el vínculo entre el tipo de cambio real y los términos de intercambio mediante la estimación de elasticidades (tipo de cambio real a precio y precio a volumen, tanto para importaciones como para exportaciones) utilizando un panel de 60 países durante el período 1980-2014. Los resultados obtenidos señalan que, en promedio, los movimientos en el tipo de cambio real tienen un efecto significativo sobre los precios relativos del comercio (una elasticidad traspaso de largo plazo de entre 0 y 1, así como una elasticidad del tipo de cambio real a precio negativa). Específicamente, una depreciación real de 10.0% incrementaría el precio de las importaciones en 6.1%, mientras que reduciría el precio de las exportaciones en moneda extranjera en 5.5% y aumentaría las exportaciones reales netas como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) en 1.5 puntos porcentuales. Según los autores, la mayoría de estos efectos tienen lugar el primer año.

Asimismo, mediante el uso de regresiones móviles y mediciones en el tiempo de quiebres estructurales, los resultados obtenidos por los autores sugieren que, posiblemente con la excepción de Japón, los tipos de cambio de este grupo de países no han estado desvinculados del comercio.

Al respecto, el FMI (2016) destaca que los tipos de cambio reales de estos países responden, la mayor parte del tiempo, en repuesta a los movimientos de los términos de intercambio y que estos han ayudado a realizar el ajuste externo necesario tanto en los países exportadores netos de materias primas como en los importadores netos. Por ejemplo, aquellos países con monedas depreciándose en términos reales registran, en promedio, una mayor respuesta en los volúmenes netos de exportación. Con la notable excepción de Arabia Saudita y otros países pequeños, aunque fuertes exportadores netos de petróleo, la mayoría de exportadores netos registran un significativo debilitamiento de sus monedas.

Por su parte, las monedas de los países importadores netos han tendido a apreciarse (o depreciarse menos), con la excepción de Japón y los países de la Zona del Euro. Finalmente, los autores subrayan que los movimientos en las monedas de este último grupo de países han estado impulsados también por otros factores, como por ejemplo, una demanda agregada relativamente fuerte y sus políticas monetarias.



Fuente: Leigh, Daniel; Weicheng, Lian; Poplawski-Ribeiro, Marcos; y Tsyrennikov, Viktor (2016): "Exchange Rates and Trade: Disconnected?" Fondo Monetario Internacional (FMI), Junio.

Fondo Monetario Internacional (2016): "Reporte del Sector Externo 2016". Julio.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

A septiembre de 2016, el ritmo inflacionario fue de 4.56%, valor dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria del ritmo inflacionario fue descendente entre el segundo semestre de 2013 hasta el tercer trimestre de 2015, reflejo del efecto combinado de factores de oferta y demanda, así como de la disminución en el precio medio de los bienes importados no petroleros, que moderó el comportamiento de varias divisiones de gasto que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Dicha tendencia se intensificó a partir del segundo semestre de 2014 cuando la caída del precio del petróleo y sus derivados indujo contracciones en términos interanuales en las divisiones de gasto: i) transporte, que incluye gasolinas y diésel; y ii) vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, que incluye el servicio de electricidad y el gas propano. Vale indicar que los bienes y servicios citados responden de manera casi contemporánea a cambios en los precios del crudo y sus derivados. Por su parte, en el caso de los factores de demanda resalta el dinamismo en el consumo privado, el cual si bien no fue tan evidente, dado el efecto compensador que provocó el choque de oferta externo antes citado, generó un incremento sostenido en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas desde mediados de 2014.

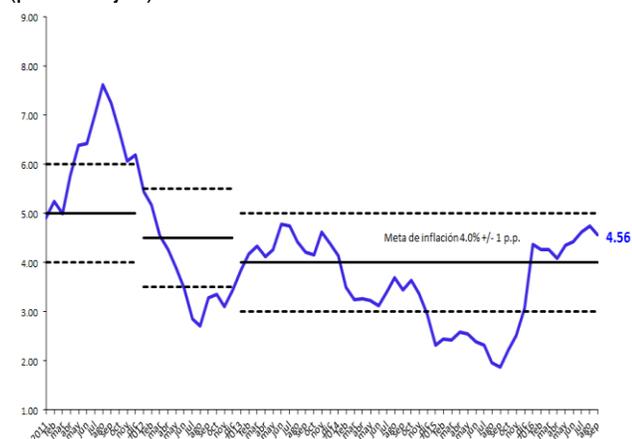
En ese contexto, la disminución en el ritmo inflacionario, que se extendió hasta septiembre de 2015 (mes en el que alcanzó un mínimo de 1.88%) y que fundamentalmente se debió a que la fuerte reducción en el precio de los energéticos⁷, compensó el incremento que se venía registrando en el precio de los alimentos (variación interanual de 8.57% a septiembre de 2015). No obstante, el ritmo inflacionario revirtió su tendencia a

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

partir de octubre de 2015 y comenzó a registrar un incremento significativo, debido, por una parte, a que el efecto que generó la disminución en el precio de los energéticos comenzó a desvanecerse y, por la otra, al choque de oferta que experimentaron algunos productos agrícolas (principalmente tomate y otras legumbres y hortalizas). Dichos efectos provocaron que el incremento en el precio de los alimentos se hiciera más evidente y, consecuentemente, que el ritmo inflacionario aumentara desde el último trimestre de 2015 (gráfica 19).

Gráfica 19

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



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

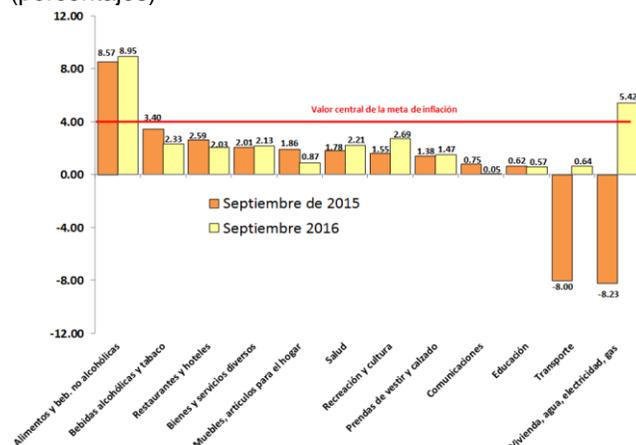
En la gráfica 20 se ilustran tres aspectos fundamentales que explican el comportamiento reciente de la inflación. En primer lugar, las variaciones negativas de precios en las divisiones de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles se revirtieron considerablemente desde septiembre de 2015 (8.00% y 8.23%, en su orden). En efecto, a septiembre de 2016 ambas divisiones son positivas, la de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles⁸ (5.42%) y la de transporte (0.64%). No obstante que los precios de

⁸ Como consecuencia, fundamentalmente, del alza en el precio medio del gas propano asociado al comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados; así como a la tendencia al alza del precio internacional del gas natural; del incremento en el precio medio del servicio de electricidad, explicado por la reducción progresiva del subsidio a la tarifa social implementada por el Instituto Nacional de Electrificación (INDE); y del aumento importante en el rubro de agua potable, como resultado del incremento en la tarifa de dicho servicio en la Región I (Metropolitana).

los energéticos continuaron en niveles bajos, estos se ubican en niveles superiores a los observados el año previo, con lo cual se revirtió la incidencia negativa de estas divisiones de gasto; por tanto, este choque de oferta se desvaneció. En segundo lugar, nueve⁹ de las doce divisiones de gasto del IPC no han ejercido una influencia significativa en el comportamiento de la inflación, dado que las variaciones de precios en estas divisiones son bajas (todas por debajo del valor central de la meta de inflación) y no presentan cambios relevantes en los meses recientes. Ello puede asociarse al hecho de que algunas de ellas siguen siendo influenciadas, fundamentalmente, por la disminución en el precio medio de los bienes importados (no petroleros), que se comentó anteriormente. Por último, aunque no menos importante, la variación de precios en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, que representa el 28.75% del total del IPC, ha mostrado un crecimiento relevante (9.56% en promedio entre septiembre de 2014 y septiembre de 2015), en tanto que entre finales del año anterior y el tercer trimestre del presente año, dicho comportamiento se exacerbó (10.12% en promedio entre octubre de 2015 y septiembre de 2016); sin embargo, tomando en cuenta que esta exacerbación fue provocada por un choque de oferta que afectó algunos productos agrícolas, el efecto del referido choque podría moderarse, aunque parcialmente, en el último trimestre del año.

Gráfica 20

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



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

Para comprender el marcado dinamismo en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es necesario analizar los factores que explican dicho comportamiento, los cuales están asociados, fundamentalmente, a factores de demanda, aunque en los últimos meses, como se mencionó, también afectó el choque de oferta interno relacionado con el alza de varios productos agrícolas en el ritmo de crecimiento de la referida división de gasto. En ese sentido, los principales factores que ayudan a explicar el comportamiento de la inflación de alimentos son el nivel de los salarios¹⁰, el crédito bancario al consumo y el ingreso de divisas por remesas familiares, los cuales propiciaron las condiciones necesarias para una expansión del consumo privado y consecuentemente en la inflación de alimentos¹¹. En la gráfica 21 se ilustra el efecto que uno de los factores de demanda ha ejercido sobre la inflación de alimentos; en primer lugar, se observa que a medida que el nivel de salarios se expandió, la inflación de alimentos también registró un crecimiento importante; posteriormente, a medida que el

⁹ Incluye las divisiones de gasto bebidas alcohólicas y tabaco; restaurantes y hoteles; bienes y servicios diversos; muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar; salud; prendas de vestir y calzado; recreación y cultura; educación; y comunicaciones.

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

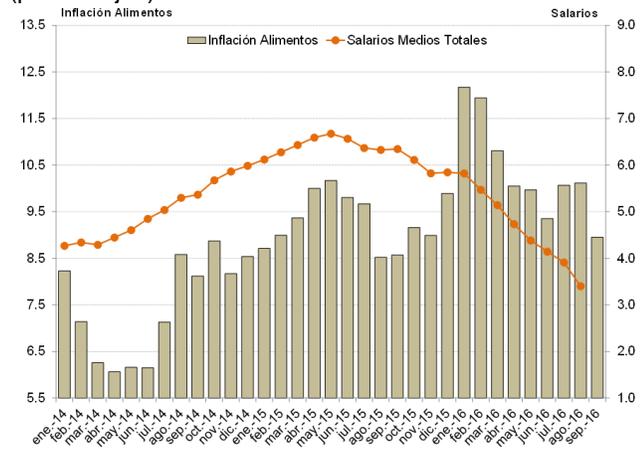
¹¹ Un análisis más detallado de los factores de demanda que han afectado la inflación de alimentos, fue incluido en el Informe de Política Monetaria a junio de 2015.

nivel de salarios se moderó, la inflación de alimentos también reflejó ese comportamiento; no obstante, entre noviembre de 2015 y enero de 2016, a pesar de que el nivel de salarios se mantuvo estable, la inflación de alimentos comenzó a expandirse nuevamente, lo cual es un indicio de que en ese periodo otros factores influyeron en ese comportamiento. En efecto, el incremento de la inflación entre finales del año anterior y principios del presente año fue explicado, en buena medida, por el choque de oferta interno que afectó el precio medio del tomate, el cual representó alrededor del 50.0% de los incrementos de la inflación intermensual en diciembre de 2015 y enero de 2016; no obstante, ese choque comenzó a revertirse desde febrero y, como se anticipó, se desvaneció gradualmente a lo largo del primer semestre del presente año¹², lo que en conjunto con la menor presión salarial, se constituyen en dos de los principales factores que explicaron la desaceleración de la inflación de alimentos de febrero a junio. No obstante, en julio se observó nuevamente un alza en la inflación de alimentos ocasionado por factores de oferta, principalmente por incrementos adicionales en el precio medio del tomate, del maíz blanco, de productos de tortillería, del aguacate y de otras legumbres y hortalizas. Pero en septiembre, se registró una moderación en el alza de los precios medios de algunos de los gastos básicos de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas (tomate, papa, güisquil, otras legumbres y hortalizas y culantro, entre otros), lo que implicó que se registrara la variación interanual más baja del año en dicha división (8.95%).

¹² En marzo se registró la primera variación intermensual negativa en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas (0.49%) desde enero 2012; lo cual, como se había anticipado, moderó el comportamiento de la inflación de alimentos.

Gráfica 21

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



(1) Con información a agosto de 2016.

(2) Con información a septiembre de 2016.

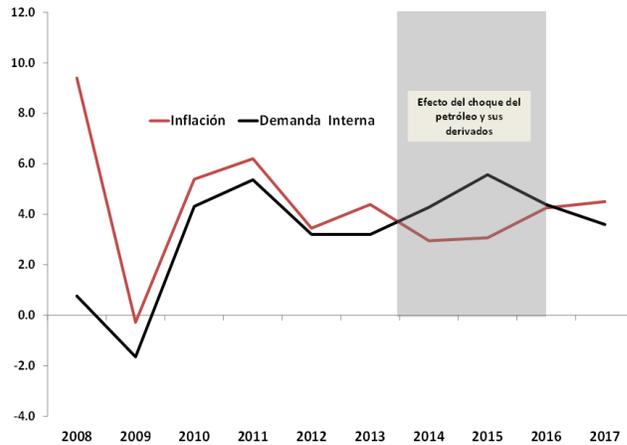
NOTA: Las tasas de variación se calculan sobre el índice elaborado con base en los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS.

Fuente: Banco de Guatemala con información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social y del Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 22 se pueden ilustrar los efectos comentados anteriormente y de alguna manera anticipar el comportamiento que podría esperarse en la inflación, en ausencia de choques de oferta. En efecto, la gráfica muestra como desde 2014 las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna, fueron compensadas por el choque de oferta en el precio del petróleo y sus derivados, el cual, como se comentó, comenzó a desvanecerse, provocando que las referidas presiones inflacionarias de demanda se hicieran cada vez más evidentes. En la medida en que desaparezca el choque de oferta (del petróleo y sus derivados en el entorno externo y de los productos agrícolas en el entorno interno) y la demanda interna se modere (como está previsto que ocurra en 2016), la inflación podría oscilar en niveles cercanos al valor central de la meta de inflación.

Gráfica 22

Inflación y Demanda Interna (1)
(porcentajes)



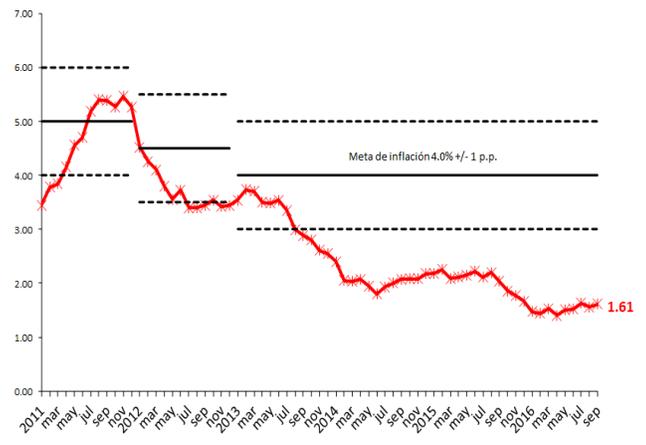
(1) Con información a 2015 y estimaciones para 2016.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente, a septiembre de 2016 fue de 1.61%, confirmando que la tendencia a la baja que inició en el segundo semestre de 2015 se detuvo (gráfica 23). Por lo general, algunos gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación por la alta volatilidad que presentan (por ejemplo, legumbres y hortalizas). También suelen excluirse algunos gastos básicos que integran el rubro de combustibles (como las gasolinas superior y regular, el diésel y el gas propano) y el servicio de electricidad, que en algunas ocasiones también presentan una marcada volatilidad. Por ello, el comportamiento de esta medida de inflación (subyacente) suele evidenciar el origen de los choques que afectan la inflación total, dado que al excluir los bienes y servicios más volátiles, ofrece una medida que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total.

Gráfica 23

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2016.

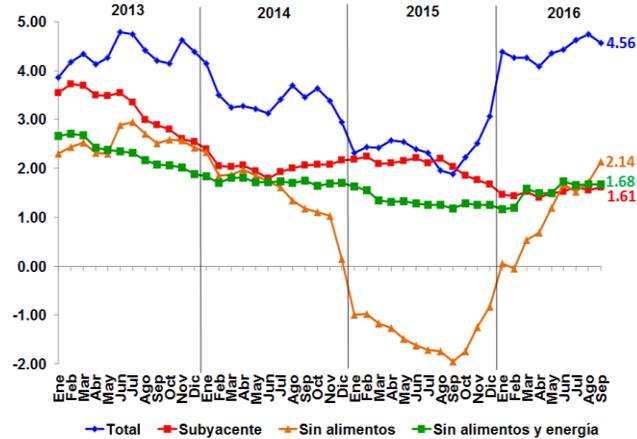
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

En ese sentido, si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada son positivas (aunque recientemente han tendido a moderarse), estas han sido contenidas (o compensadas por el choque de oferta externo), lo cual confirma que la evolución del ritmo inflacionario total recientemente ha estado influenciada por factores de oferta, destacando la significativa reducción del precio de los productos derivados del petróleo (gráfica 24).

En adición, debe tenerse presente que el efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, ya que dicha política ha venido siendo acomodaticia, en un contexto en el que la coyuntura externa ha favorecido una inflación total cercana a la meta. Por ello, la Autoridad Monetaria ha mantenido el nivel de su tasa de interés líder de política monetaria y ha propiciado que los niveles de liquidez en la economía sean congruentes con los niveles de la actividad económica y 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 los requerimientos de la economía.

Gráfica 24

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2016.

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

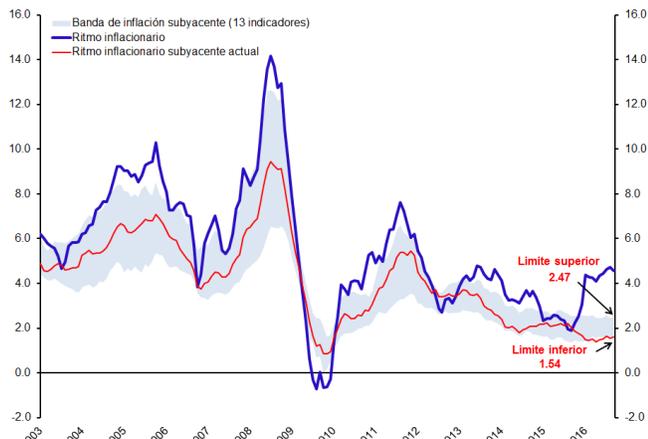
El Banco Central elabora 13 diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. La inflación subyacente oficial¹³, es un indicador que, por lo general, se encuentra alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 25).

Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a septiembre de 2016, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.54% y 2.47%, confirmando que, existen factores de demanda que presionan la inflación al alza, pero que su incidencia es limitada, por lo que se puede inferir que el ritmo inflacionario total ha estado afectado por choques de oferta internos. En efecto, en ausencia de dicho choque, las condiciones de inflación son congruentes con la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria.

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

Gráfica 25

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



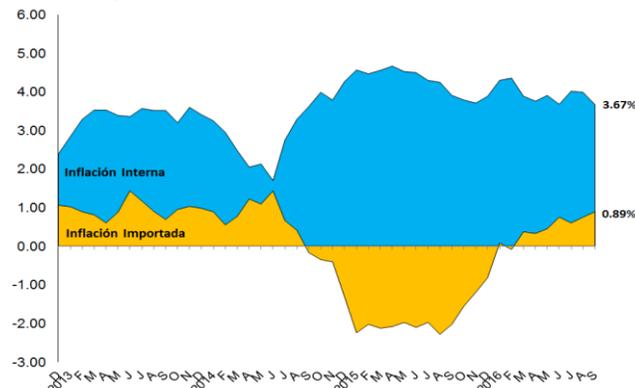
(1) Con información a septiembre de 2016.

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

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual registró variaciones negativas a lo largo de 2015 (en línea con el choque de origen externo); sin embargo, a partir de septiembre de 2015 dichas variaciones fueron menos negativas (y positivas a partir de marzo 2016) a medida que el impacto del precio internacional del petróleo y sus derivados, comenzó a disiparse (gráfica 26). A septiembre de 2016, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.67% y 0.89%, respectivamente.

Gráfica 26

Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2016.

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

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

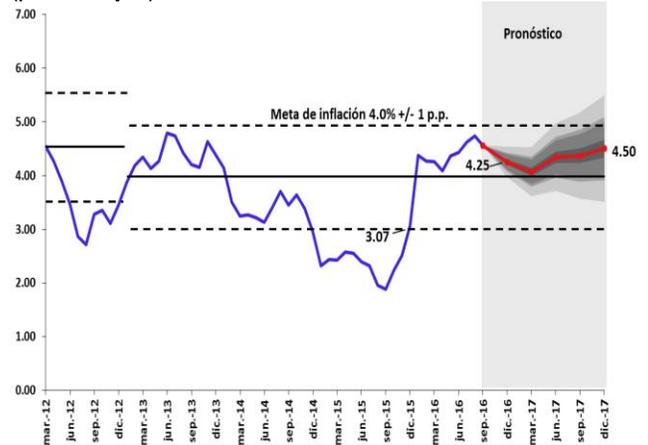
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo revelan que la inflación total podría ubicarse en 4.25% en diciembre de 2016 y en 4.50% en diciembre de 2017, niveles que se encuentran 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 la inflación subyacente se sitúa en 2.50% para diciembre de 2016 y en 3.0% para diciembre de 2017; en ambos casos los pronósticos se ubican por alrededor del límite inferior de la meta de inflación. Cabe mencionar que los referidos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

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

Gráfica 27

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)

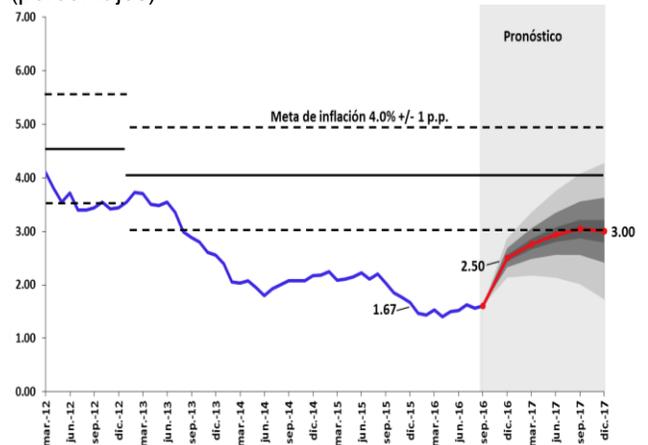


(1) Información observada a septiembre de 2016 y proyectada a diciembre 2017.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 28

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

b) Pronósticos de mediano plazo

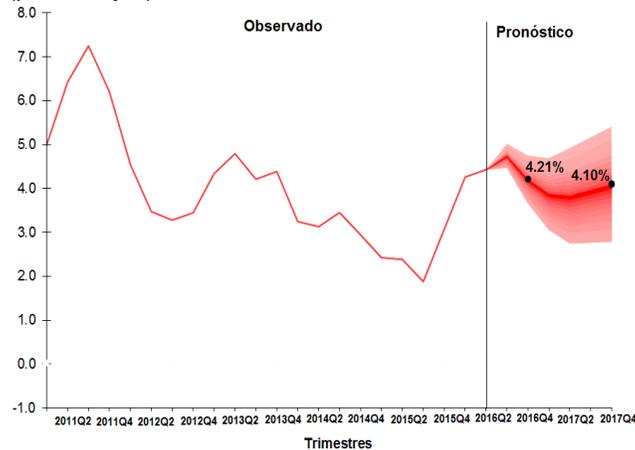
Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y del Modelo Macroeconómico Estructural (MME). Dichos modelos, en el escenario base, incorporan medidas futuras de política monetaria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

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

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos (con datos a agosto), anticipan una trayectoria de inflación con valores dentro del valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría para finales de 2016 y de 2017 en 4.21% y en 4.10%, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder de política monetaria congruente con el objetivo de mantener la inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere situar dicha tasa en 3.00% hasta el primer trimestre de 2017, para luego ubicarla en 3.25% en el segundo trimestre de ese año y en 3.50% en el último trimestre de 2017.

Gráfica 29

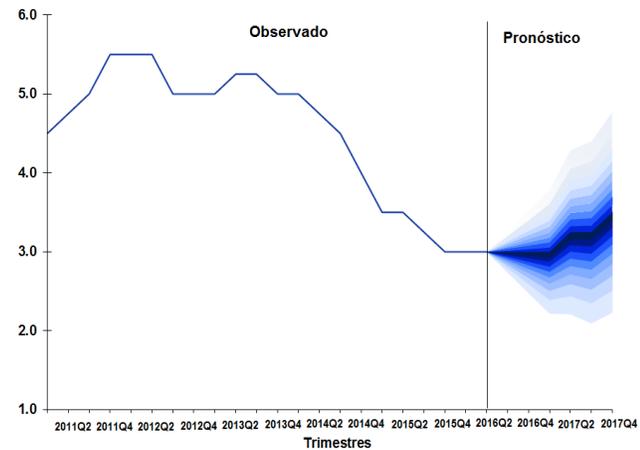
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)



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

Gráfica 30

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



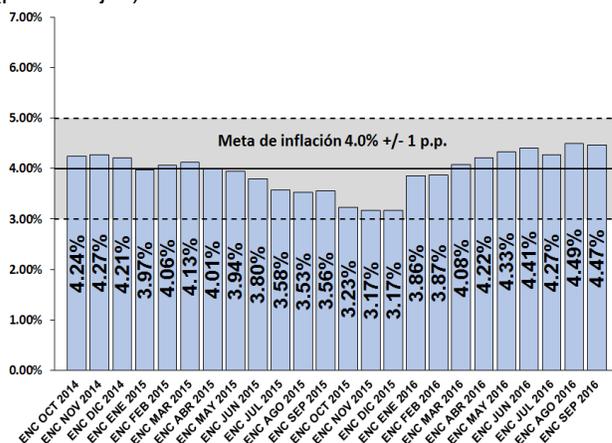
(1) Con información observada a agosto de 2016 y pronosticada hasta diciembre 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

c) Expectativas de inflación

En septiembre, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, revelan que las expectativas de inflación anticipan que la inflación, tanto para finales de este año como para el siguiente, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel de analistas, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.47% en diciembre de 2016 y en 4.46% en diciembre de 2017. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento en los precios de los combustibles, el desempeño de la política fiscal, la trayectoria del precio internacional del petróleo, la evolución de los precios de las materias primas, el comportamiento del tipo de cambio nominal y el desempeño de la política monetaria.

Gráfica 31

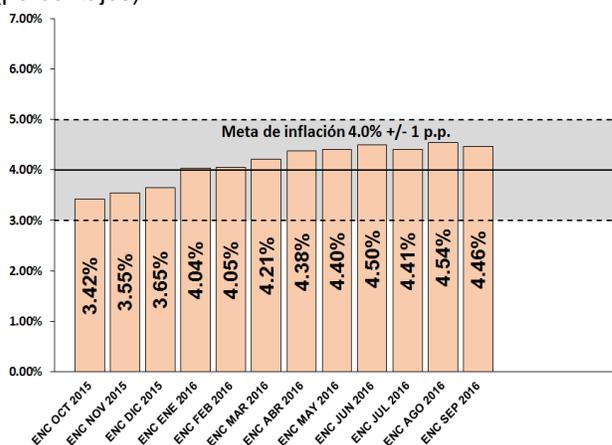
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2016 (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 32

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



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

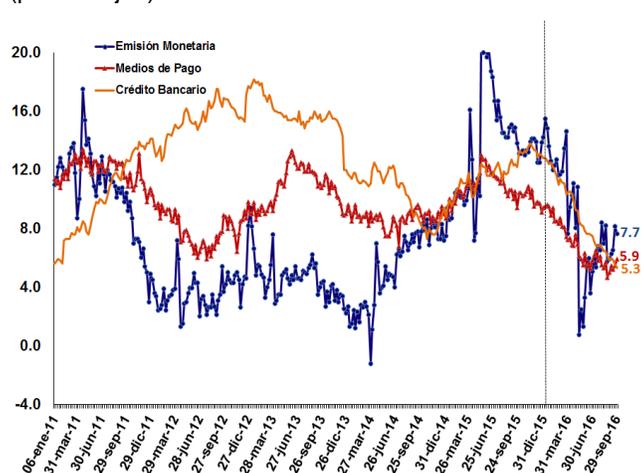
3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2016 los principales agregados monetarios y de crédito, evidenciaron un comportamiento moderado y, en general, congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación.

Gráfica 33

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



(1) Variación interanual observada al 29 de septiembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

i) Emisión monetaria

Hasta el tercer trimestre del año, como es usual, la emisión monetaria evidenció un comportamiento a la baja. El referido comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de la demanda de emisión monetaria en un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. Con relación al primer componente, la estimación de la emisión monetaria anticipa una desaceleración respecto de 2015, en congruencia con la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y la leve moderación en la actividad económica prevista para 2016. En cuanto al componente cíclico, en términos generales, la emisión monetaria se ha comportado de manera congruente con su estacionalidad; no obstante, en la segunda semana de mayo registró una reducción importante en su crecimiento interanual, explicado por el efecto aritmético derivado de que en mayo de 2015 ocurrió una demanda

adicional de efectivo (componente aleatorio), debido a rumores negativos acerca de un banco del sistema.

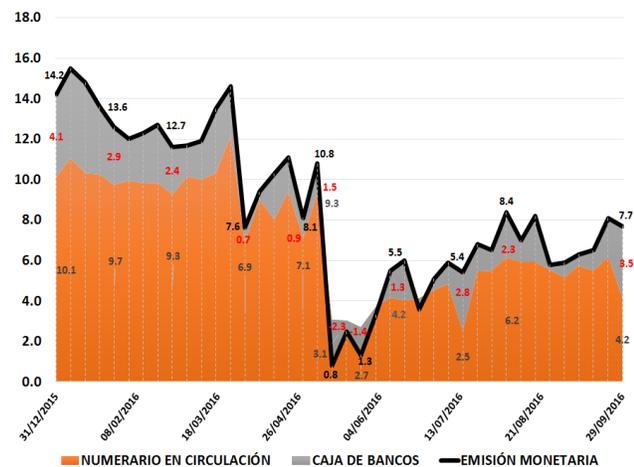
Adicionalmente, la referida tendencia a la moderación de la emisión monetaria (excluyendo el efecto aritmético antes comentado) se puede evidenciar en dos factores principales. El primero, relacionado con el coeficiente de preferencia de liquidez, que luego del incremento inusual de 2015, ha mostrado una relativa estabilidad en el transcurso de 2016, con una tendencia a la baja durante los primeros meses del año, pero que durante el tercer trimestre se mantiene en niveles cercanos al promedio del año. En efecto, al 29 de septiembre el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó en 0.1462 (0.1480 promedio observado en 2016), lo cual continúa anticipando la convergencia de la demanda de efectivo a los niveles estimados. El segundo factor, está asociado a las finanzas públicas, ya que, al mes de septiembre, aunque se han evidenciado mejoras en la recaudación tributaria, el gasto público continuaba registrando una variación relativa interanual acumulada negativa. No obstante, se espera que en el cuarto trimestre del año el gasto público se dinamice, como resultado, entre otros factores, de avances en la ejecución de proyectos en el primer año de gobierno y que por razones de estacionalidad en el segundo semestre es cuando se observa el mayor gasto cada año.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que en septiembre el numerario en circulación registró un crecimiento promedio de 6.3%, con una incidencia de 5.8 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (10.1 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2015); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual promedio de 10.9%, ritmo que denota una normalización respecto de los valores cercanos al 36.0% que alcanzó en mayo de 2015 asociados al evento antes comentado. En términos de incidencia, la caja de bancos pasó de 4.1 puntos

porcentuales a finales del año anterior a 3.5 puntos porcentuales el 29 de septiembre (gráfica 34), ello se relaciona con una menor demanda de caja por parte del sistema bancario, luego de un aumento el año previo por motivo precaución, antes comentado.

Gráfica 34

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



(1) Al 29 de septiembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

ii) Medios de pago

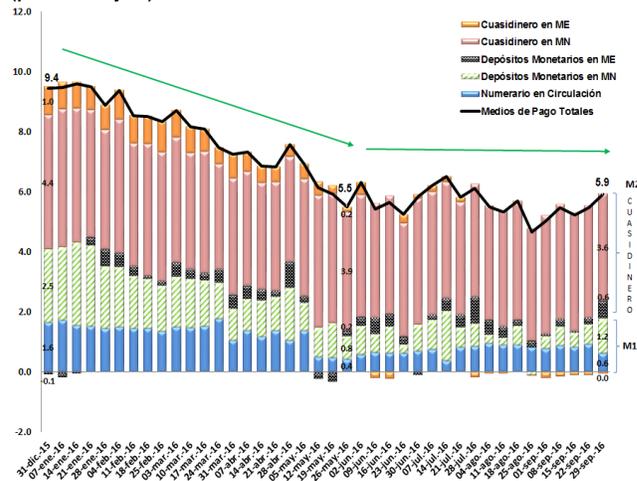
Los medios de pago (M2), al 29 de septiembre, registraron un crecimiento interanual de 5.9% (9.4% en diciembre de 2015). Cabe indicar que en el transcurso del año se pueden identificar dos períodos diferenciados según el ritmo de crecimiento de M2. El primero, comprendido entre enero y mayo, en el que se observó una tendencia a la baja y, el segundo, comprendido entre junio y septiembre, en el que M2 detuvo la desaceleración y se estabilizaron en torno a un ritmo promedio de 5.6%.

Cabe indicar que la moderación en el ritmo de crecimiento de M2 se ha observado tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, pero al considerar que la moneda nacional representa más del 82.0% de dicha variable, es el comportamiento de M2 en moneda nacional el que explica, en mayor medida, la desaceleración. En ese sentido, M2 en moneda nacional pasó de reflejar un crecimiento de 10.5% en diciembre

de 2015 a 6.6% el 29 de septiembre; en tanto que, M2 en moneda extranjera pasó de un crecimiento de 5.0% a otro de 3.0% en el mismo período.

Gráfica 35

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



(1) Con información al 29 de septiembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

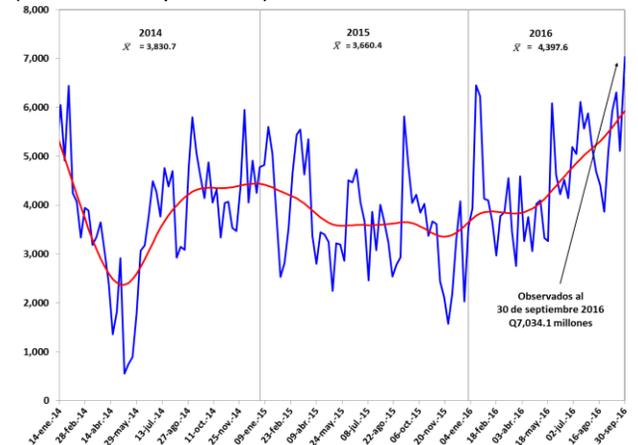
Al analizar el comportamiento de M2 por componente, se observa que el mismo es resultado de la desaceleración observada en la mayoría de ellos, particularmente, en los depósitos monetarios en moneda nacional, en el numerario en circulación y en el cuasidinero en moneda extranjera. En ese sentido, cabe destacar que el numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional integran el agregado denominado M1 o “medio circulante”, el cual corresponde a la definición de oferta monetaria en su sentido estricto, ya que tiene una alta liquidez y es el agregado que tiene una naturaleza transaccional. Por lo anterior, tomando en consideración que M1 (que al 31 de diciembre de 2015 creció 11.1% y al 29 de septiembre de 2016 aumentó 5.0%), es el que explica en mayor medida la desaceleración de M2; cabe aseverar que la referida moderación se encuentra asociada,

principalmente, a factores de demanda¹⁴ y que la misma es consistente con la moderación prevista en el crecimiento económico para el presente año. En efecto, algunos indicadores de actividad económica de corto plazo (como la tendencia-ciclo del IMAE), evidencian una moderada desaceleración durante los primeros meses del año, que se estaría recuperando gradualmente a partir del segundo semestre.

En adición, cabe indicar que los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), al 30 de septiembre se ubicaban en Q7,034.1 millones, nivel que se considera alto en términos históricos, en particular si se compara con los niveles registrados en los dos años previos, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 36

Recursos Líquidos Disponibles del Sistema Bancario (1)
(millones de quetzales)



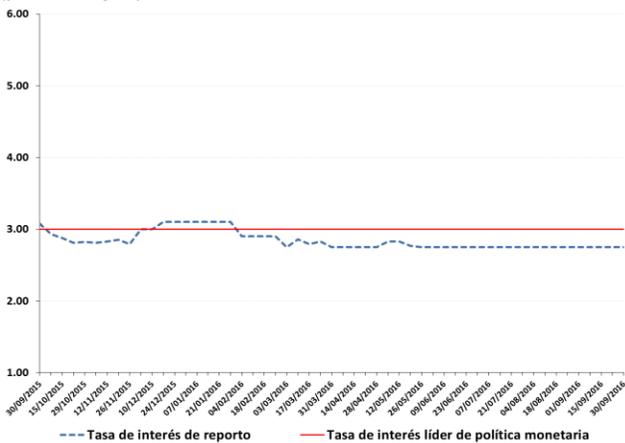
(1) Se refiere a la suma de la posición diaria de liquidez (excedente de encaje) y el saldo de las operaciones de estabilización monetaria a 1 día plazo. Con información al 30 de septiembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

¹⁴ En el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), el Banco Central no tiene una meta operativa para un agregado monetario, precisamente porque la meta es la inflación. Algunos analistas han planteado que la política monetaria está reduciendo deliberadamente los niveles de liquidez, factor que ha propiciado una apreciación cambiaria. Al respecto, cabe recordar que bajo el EMEI, la oferta monetaria se acomoda, es decir, se ajusta endógenamente a la demanda de dinero, la cual depende del ingreso y de la tasa de interés, por lo que los agregados monetarios y el tipo de cambio nominal no necesariamente se relacionan en el corto plazo. En este esquema se utiliza la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria para incidir en la tasa de inflación.

Los amplios niveles de liquidez se reflejan en el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, que se ha mantenido durante el año en alrededor de 25 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, es decir, en 2.75%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 37

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 septiembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

Finalmente, considerando que la emisión monetaria se ha comportado de conformidad a lo estimado, que la liquidez del sistema bancario se mantiene alta, lo que se refleja en la reducción de las tasas de interés de corto y largo plazo y que la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 40.0%, se estima que el crecimiento actual de los medios de pago guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

iii) Crédito bancario al sector privado

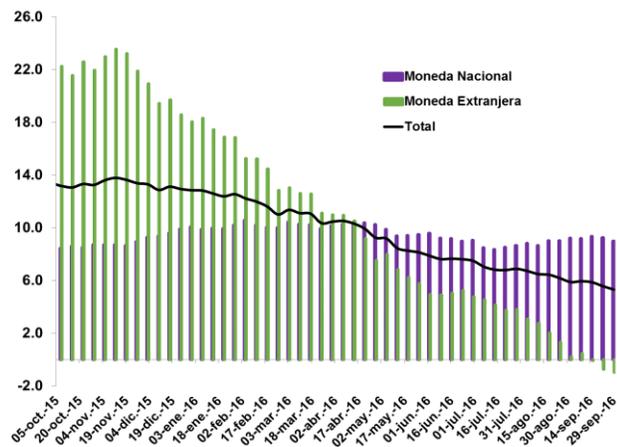
El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 29 de septiembre registró un crecimiento interanual de 5.3%, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional (9.0%), dado que el crédito en moneda extranjera, registró una variación negativa de

alrededor de 1.0%. Dicho crecimiento se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo y alrededor del crecimiento de las captaciones bancarias (6.1%).

Como se observa en las gráficas siguientes, el crédito bancario en moneda extranjera sigue registrando una tendencia a la baja, explicada, principalmente, por la reducción en los préstamos otorgados al sector empresarial (que representa alrededor del 94.0% del financiamiento concedido en dicha moneda), particularmente en los sectores de electricidad, gas y agua; industria manufacturera; y comercio.

Gráfica 38

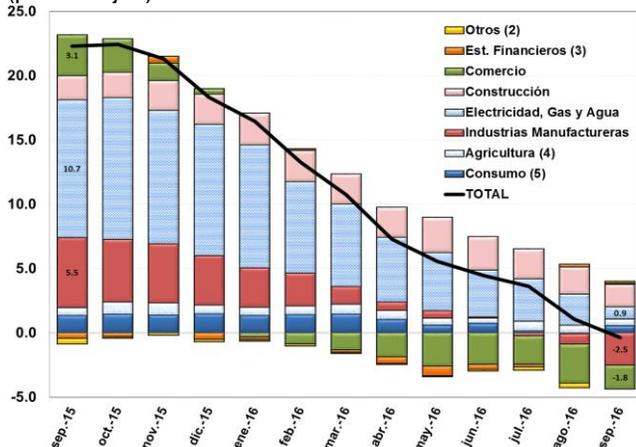
Crédito al Sector Privado por Tipo de Moneda (1) (porcentajes)



(1) Con información al 29 de septiembre de 2016.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 39

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



(1) Con información a septiembre de 2016.

(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.

Vale indicar que la disminución del crédito otorgado en moneda extranjera al sector de Electricidad, Gas y Agua, también se puede relacionar con el cambio reciente en la normativa que limita el otorgamiento de crédito en moneda extranjera a los agentes no generadores de divisas en dicho sector.

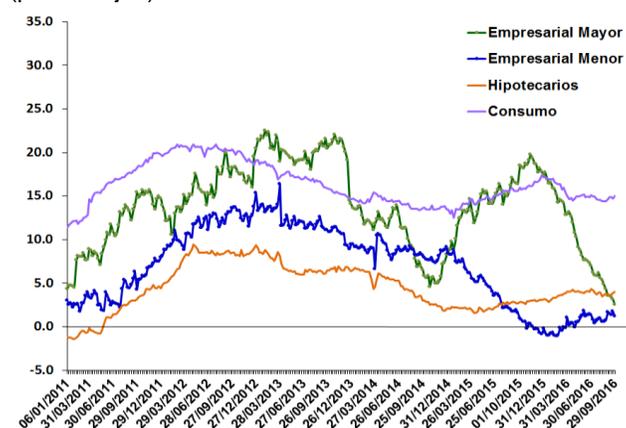
La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que las mayores tasas de variación relativa interanual se han concentrado en los sectores siguientes: explotación de minas y canteras (36.0%); consumo (12.8%); servicios comunales, sociales y personales (8.8%); y construcción (4.2%).

Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional, continúa evidenciando un ritmo dinámico de crecimiento, resultado del aumento del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor, que representan el 46.0% y 32.0%, en su orden, del crédito total en moneda nacional. En efecto, al 29 de septiembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 14.9%, en tanto que el crédito al sector empresarial mayor aumentó 8.1%, asociado, entre otros factores, a la recuperación del crédito para el sector de

industria manufacturera, el cual pasó de crecer -6.4% en septiembre de 2015 a 20.7% en septiembre de 2016. Asimismo, al analizar el crédito al sector privado total, es decir, moneda nacional y moneda extranjera, por tipo de deudor, destaca la desaceleración del crédito al sector empresarial mayor, ya que el crédito al consumo e hipotecario, evidencian un comportamiento estable y el sector empresarial menor una moderada recuperación.

Gráfica 40

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



(1) Con información al 29 de septiembre de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

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, en menor medida, con un aumento de los depósitos del sector público. Cabe mencionar que para el caso del crédito en moneda extranjera, una de sus principales fuentes de financiamiento son las líneas de crédito contratadas con bancos del exterior, las cuales han disminuido de manera considerable en el presente año, reflejo de la menor demanda de crédito en dicha moneda, pero los bancos tienen altos márgenes por girar sobre las mismas.

Por lo anterior, cabe puntualizar que a pesar de su desaceleración el crecimiento del crédito bancario al sector privado se mantiene alrededor de su tendencia de largo plazo, como se ilustra en el recuadro 6. Adicionalmente, el comportamiento actual es

congruente con los niveles de actividad económica esperados y con la meta de inflación, en particular el crédito en moneda nacional. Cabe reiterar que en el caso del crédito en moneda extranjera, han incidido factores de demanda asociados al sector electricidad, al sector de minería y a la desaceleración de la actividad económica; asimismo, han incidido factores de oferta relacionados con el cambio en la normativa para el otorgamiento de crédito en moneda extranjera a los agentes no generadores de divisas que ha modificado las expectativas de los agentes económicos.

RECUADRO 6
CONSIDERACIONES SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LARGO PLAZO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

Desde noviembre de 2015, el ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado ha registrado una desaceleración relevante, al pasar de un ritmo de crecimiento de 13.8% al 12 de noviembre de 2015 a 5.3% al 29 de septiembre de 2016, previéndose que finalice este año con un ritmo de crecimiento entre 7.0% y 10.0%.

Al realizar un análisis considerando el crédito otorgado por moneda, se observa que la desaceleración ha ocurrido básicamente en moneda extranjera. En efecto, el crédito al sector privado en moneda nacional registró un ritmo de crecimiento de 8.7% al 12 de noviembre de 2015 y aumentó modernamente a 9.0% al 29 de septiembre de 2016; por su parte, en moneda extranjera, pasó de 23.5% a -1.0%, en similar período.

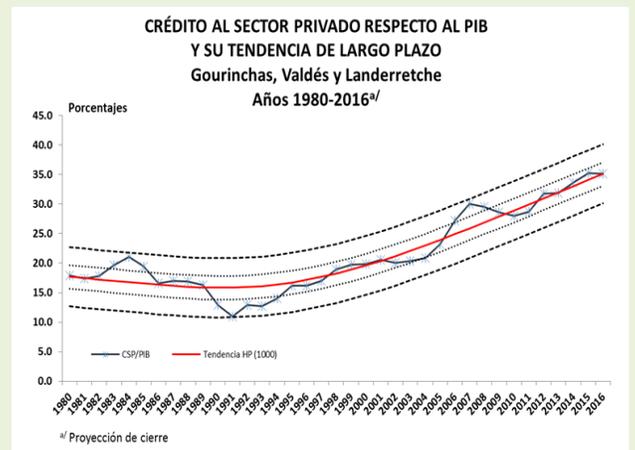
Al analizar el crédito por tipo de deudor, se observa que la desaceleración está explicada, principalmente, por el menor dinamismo del crédito denominado "empresarial mayor", el cual a diciembre de 2015 registraba un ritmo de crecimiento de 17.4%, mientras que al 29 de septiembre registró un crecimiento de 2.5%. Cabe indicar que a dicha fecha el crédito empresarial mayor registró una tasa de crecimiento de 8.1% en moneda nacional y de -0.6% en moneda extranjera.

Al respecto, es importante destacar que la referida desaceleración del crédito en moneda extranjera se ha originado particularmente en el segmento de crédito empresarial mayor. Ello ha implicado una menor utilización de líneas de crédito que el sistema bancario tiene contratadas con bancos del exterior, que observaron una variación interanual que pasó de 14.9% al finalizar 2015 a 1.3% al 30 de septiembre de 2016. Al analizar el crédito por actividad económica del deudor, se observa que las actividades en las que la desaceleración ha sido importante, son Electricidad, gas y agua; Industria manufacturera; y Comercio.

Vale la pena señalar que análisis realizados por el Banco de Guatemala, apuntan a que la desaceleración del crédito bancario se relaciona principalmente por una reducción de la demanda, dado que por el lado de la oferta el sistema parece contar con suficientes márgenes que le permitirían satisfacer la demanda de crédito potencial de la economía guatemalteca. Al hacer el análisis por el lado de la demanda, habría que considerar la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en el presente año (crecimiento de 4.1% en 2015 y estimación de entre 3.1% y 3.7% en 2016), lo que es indicativo de que las necesidades de financiamiento de la economía se redujeron. No obstante, es importante señalar que, los márgenes por girar de las líneas de crédito que el sistema bancario nacional tiene con bancos del exterior, se ubican en niveles relativamente altos y los créditos aprobados no formalizados han aumentado considerablemente en los últimos meses, anticipando que la demanda podría estarse recuperando un poco en la última parte del presente año.

Tomando en consideración el comportamiento reciente del crédito bancario al sector privado, resulta fundamental hacer un análisis de largo plazo de la variable. En ese sentido, al examinar el comportamiento del crédito al sector privado pero como porcentaje del PIB (según la metodología Gourinchas, Olivier, Valdes y Landerretche, 2001) se puede observar una tendencia al alza desde inicios de los años noventa, reflejo del proceso de profundización financiera que experimenta el país, aunque, como es natural para este tipo de variables, con algunas oscilaciones.

Vale destacar que, al finalizar 2015, el crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB alcanzó un nivel máximo de 35.2%, superior a su tendencia de largo plazo, pero dentro de los márgenes considerados normales. En ese sentido, aun cuando las estimaciones de crecimiento del crédito para 2016 son similares a las de 2015, se espera que en dicho año la razón Crédito/PIB disminuya moderadamente, por lo que estaría convergiendo gradualmente hacia su tendencia de largo plazo, lo que es indicativo que la referida desaceleración es congruente con los determinantes del crédito bancario al sector privado.



Fuente: Gourinchas, Pierre Olivier; Valdés, Rodrigo; y Landerretche, Oscar (2001): "Lending Booms: Latin America and the World". Economía, Nber Working Paper Series. April.

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

Gráfica 41

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



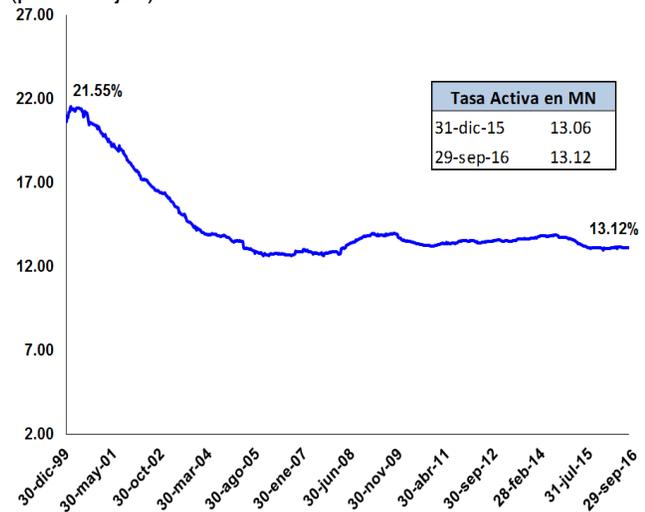
(1) Con información al 29 de septiembre de 2016.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

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 ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel promedio de alrededor de 13.46%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

Gráfica 42

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



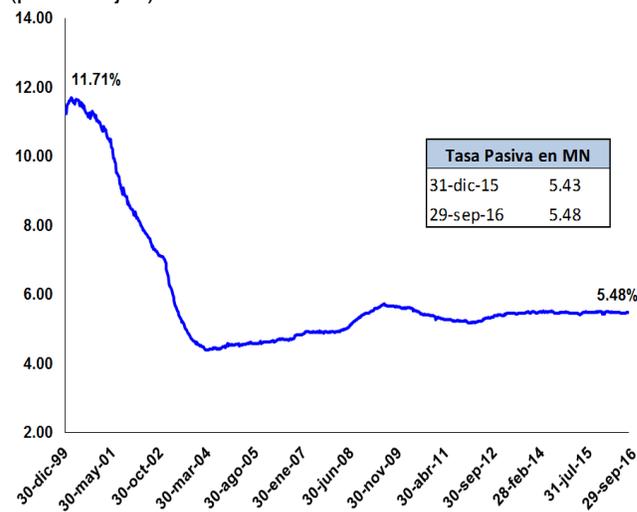
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 29 de septiembre de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, aumentó 6 puntos básicos al pasar de 13.06% en diciembre de 2015 a 13.12% al 29 de septiembre de 2016 (gráfica 42), debido, principalmente, a una recomposición de la cartera de créditos según tipo de deudor, en la cual se ha reducido el peso relativo de los créditos al sector empresarial (dada la reducción observada en el crédito destinado a dicho sector) cuyas tasas de interés son bajas y ha aumentado la participación del sector consumo, el cual se otorga con tasas de interés altas. En ese contexto, con excepción del microcrédito (que representa el 2.7% del total de la cartera de créditos en moneda nacional), en todos los créditos por tipo de deudor se han evidenciado reducciones en la tasa de interés en el transcurso del año. En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.48% (gráfica 43), 5 puntos básicos por arriba del valor observado a diciembre de 2015 (5.43%).

Gráfica 43

Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 29 de septiembre de 2016.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Tipo de cambio real de equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2016, 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 0.35% y 0.71% (gráfica 46), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 8.50% (gráfica 47), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable reducción del

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

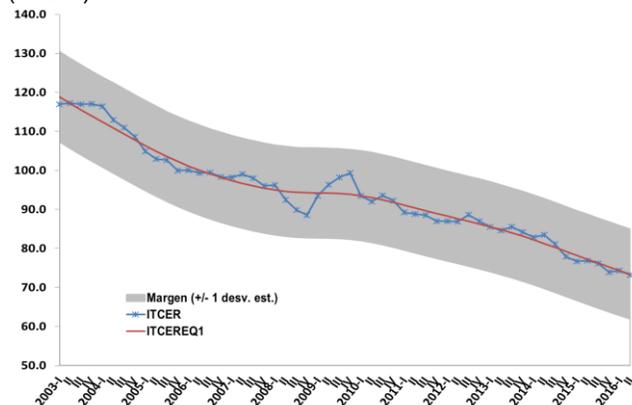
déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos¹⁶. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral 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.

Del análisis anterior se puede inferir que el tipo de cambio nominal en el país responde a sus determinantes fundamentales, por lo que la apreciación cambiaria registrada recientemente no ha tenido un impacto relevante en el ITCER, el cual se encuentra cerca del valor de equilibrio, como lo ilustran los resultados de los modelos mencionados.

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 al primer semestre de 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. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, fue incluido en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

Gráfica 44

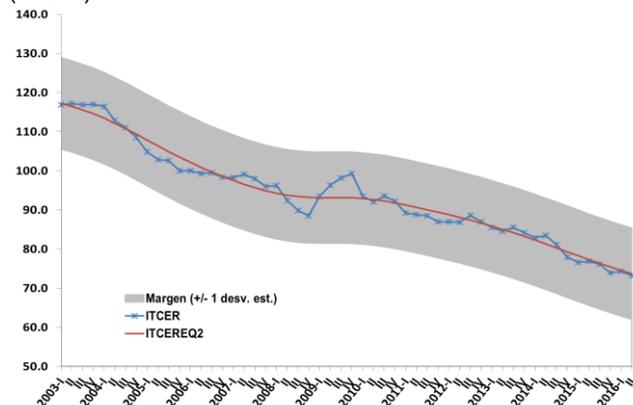
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(índice)



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

Gráfica 45

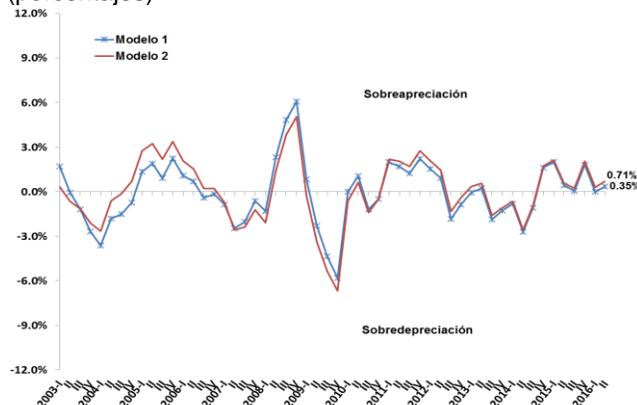
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)
(índice)



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

Gráfica 46

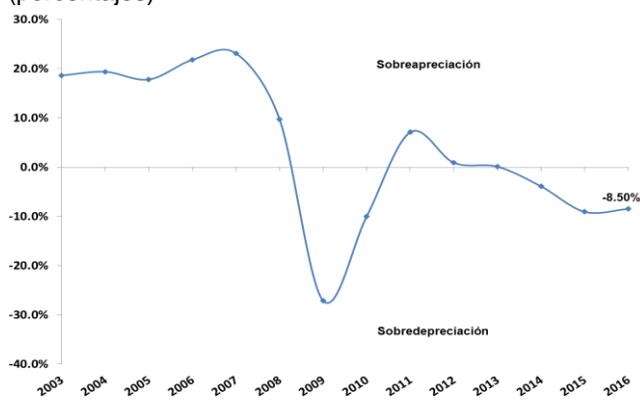
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 47

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2016.
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, 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

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.

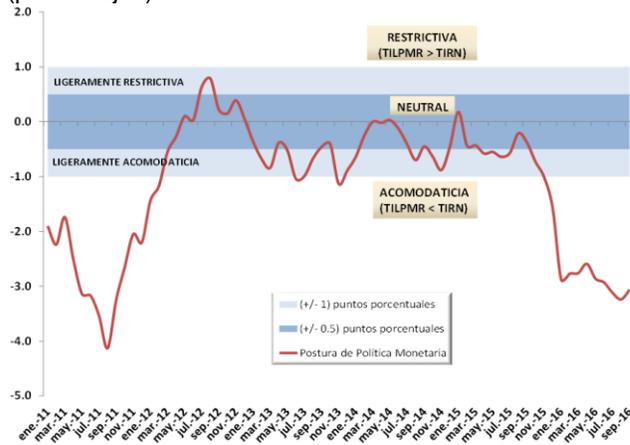
¹⁸ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

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 septiembre de 2016, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia¹⁹.

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.

Gráfica 48

Postura de la Política Monetaria (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2016.

Nota: La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 0.5%, y el segundo, de +/- 1.0%, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. Cuando el indicador se encuentre entre el segundo y el primer umbral, sería indicativo de una política monetaria ligeramente restrictiva o acomodaticia (según la dirección). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría una política monetaria restrictiva y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de una política monetaria acomodaticia.

Fuente: Banco de Guatemala.

e) Índice de condiciones monetarias²⁰

El índice de condiciones monetarias (ICM)

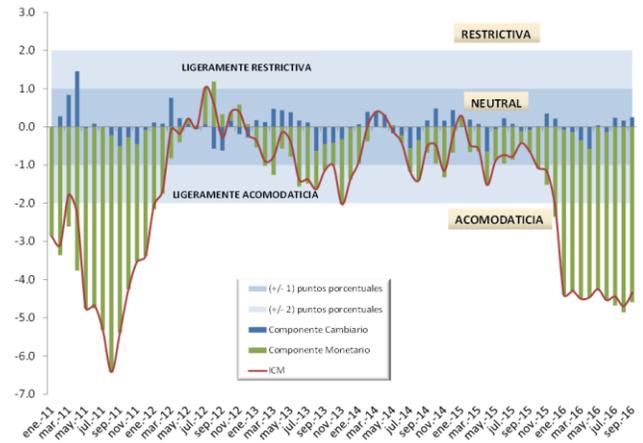
es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo 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 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

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.

contexto, con información a septiembre de 2016, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 49

Índice de Condiciones Monetarias (1)



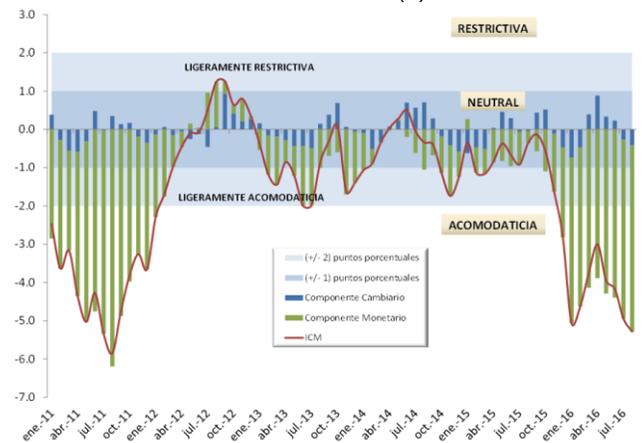
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a septiembre de 2016.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 50

Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a agosto de 2016. Nota: La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 1.0 y, el segundo, de +/- 2.0, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. Cuando el indicador se encuentre entre el segundo y el primer umbral, sería indicativo de una política monetaria ligeramente restrictiva o acomodaticia (según la dirección). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría una política monetaria restrictiva y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de una política monetaria acomodaticia.

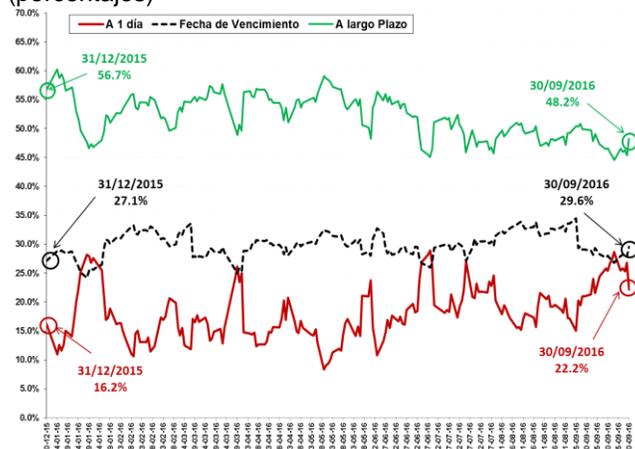
Fuente: Banco de Guatemala.

D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

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. Con dichas operaciones el Banco Central puede, de manera rápida y flexible, retirar o inyectar liquidez en la economía, para lo cual monitorea las condiciones imperantes en el mercado financiero. Al 30 de septiembre, las referidas operaciones registraron un aumento de Q2,781.0 millones, de los cuales el 55.8% corresponde al sector privado y el 44.2% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2015, el 16.2% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 30 de septiembre de 2016 la referida proporción aumentó a 22.2%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 27.1% en diciembre de 2015 a 29.6% el 30 de septiembre de 2016, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 8.5 puntos porcentuales (de 56.7% en 2015 a 48.2% en 2016). La tasa de rendimiento promedio ponderado de las OEM fue de 5.59%, mientras que en términos nominales el costo de la política fue de Q810.6 millones, equivalente a 0.2% del PIB.

Gráfica 51

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de septiembre de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

E. FINANZAS PÚBLICAS

A septiembre de 2016, el desempeño de las finanzas públicas se caracterizó por una contracción del gasto público, más acentuada durante el primer semestre del año. No obstante que dicho comportamiento ha sido usual para un primer año de cada periodo de gobierno, vale destacar algunos elementos que afectaron la evolución actual, entre estos: i) la fuerte desaceleración de la recaudación tributaria durante el primer cuatrimestre del año; ii) las restricciones presupuestarias a la colocación de Bonos del Tesoro, aunque luego se viabilizó su ejecución; iii) la política de contención de gasto; y iv) la escasa ejecución del financiamiento externo.

Por el lado de los ingresos, las acciones administrativas y judiciales realizadas por la Administración Tributaria encaminadas a la recuperación de adeudos tributarios de ejercicios fiscales anteriores mejoraron la recaudación tributaria a partir de mayo, elevándola de una variación acumulada de 2.2% a abril a 7.9% en septiembre, según cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP). Además, se espera que las reformas aprobadas por el Congreso de la República a la Ley Orgánica de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), contribuyan al fortalecimiento institucional y al mejoramiento de la recaudación.

La recuperación de la recaudación tributaria derivado de las acciones implementadas por la administración tributaria y la disponibilidad de recursos provenientes de la colocación de bonos del tesoro permitieron una mayor flexibilización en la aprobación de las cuotas financieras, lo cual contribuiría a dinamizar el gasto público en el cuarto trimestre, no obstante que el mismo estaría mitigado por la escasa ejecución de los desembolsos de préstamos externos, los cuales incidirían, principalmente, en una baja ejecución del gasto en inversión pública.

Con base en cifras del Ministerio de Finanzas Públicas, se estima que al final del año los ingresos

tributarios y los gastos totales crecerían 8.0% y 6.3%, respectivamente. Respecto del PIB, los ingresos tributarios se ubicarían en 10.3%, el gasto público total en 12.2% y el déficit fiscal en 1.3%.

1. Ingresos

Al 30 de septiembre de 2016, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 7.8% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 7.9% que registraron los ingresos tributarios (94.3% de los ingresos totales) y de 6.7% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones).

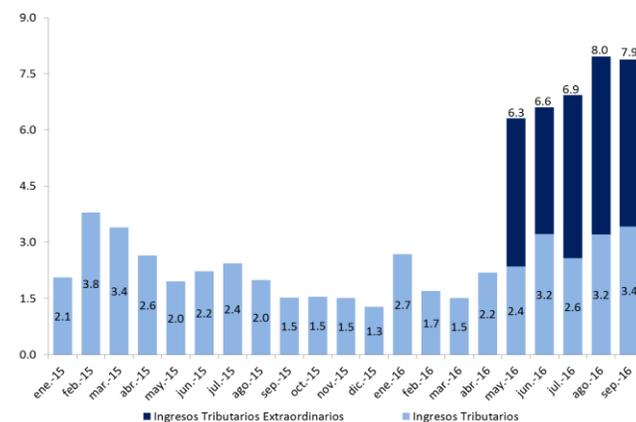
En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 15.7%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual creció 18.8%, asociado, principalmente, a las acciones judiciales promovidas por la administración tributaria; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 4.7%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 3.6%, destacando el desempeño del IVA doméstico (10.3%), derechos arancelarios (10.1%) y del impuesto sobre la distribución de petróleo (10.7%), en congruencia con el comportamiento del consumo privado; mientras que el IVA sobre las importaciones disminuyó 3.0%, afectado por la reducción en el valor de las importaciones, principalmente, en el rubro de combustibles y lubricantes. Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de septiembre de 2016, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q40,175.3 millones, equivalente a 99.4% de la meta para dicho período (Q40,422.0 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q246.8 millones (0.6%).

La recaudación tributaria registró, hasta abril, como se mencionó, una variación interanual de 2.2%; no obstante, a partir de mayo evidenció una significativa recuperación (7.9% a septiembre, gráfica 52), resultado de las acciones legales y administrativas efectuadas por la administración tributaria. Por su parte, el mejor desempeño previsto de la actividad económica para el segundo semestre del año, aunado al afianzamiento de

las medidas implementadas por la SAT, estaría induciendo un aumento sostenido de los ingresos tributarios en dicho semestre y propiciado que, al finalizar el año, la brecha de recaudación sea menor que la registrada en años anteriores.

Gráfica 52

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



(1) Variación interanual acumulada.

(2) Cifras preliminares a septiembre de 2016.

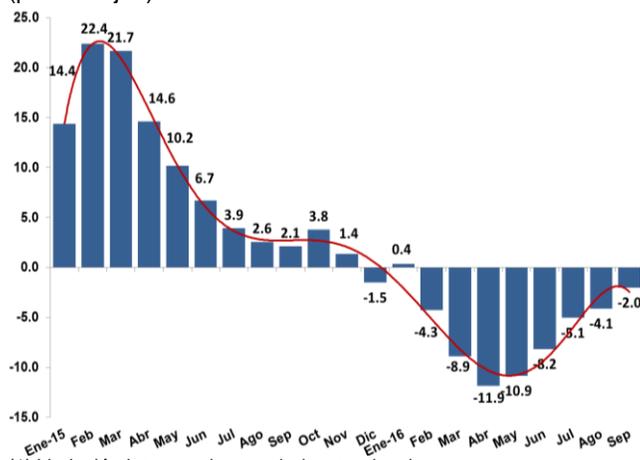
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Gastos

Al 30 de septiembre de 2016, el gasto público disminuyó 2.0%, respecto de similar período del año anterior, debido entre otros factores, al deterioro que durante el primer cuatrimestre del año registró la recaudación tributaria y al limitado acceso al financiamiento con los organismos financieros internacionales, lo que habría obligado al gobierno a continuar con una política de contención del gasto público. No obstante, a partir de mayo, los mejores resultados en la recaudación tributaria y el aumento en la disponibilidad de recursos, en especial, de los provenientes de la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional, permitieron recuperar, en parte, la dinámica del gasto público a partir del segundo semestre. No obstante, vale reiterar que, al segundo trimestre del año, el aporte del gasto público al PIB fue negativo.

Gráfica 53

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



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a septiembre 2016.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

En ese contexto, al 30 de septiembre de 2016, los gastos de funcionamiento aumentaron 1.0% mientras que, los de capital disminuyeron 16.3%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, los bienes y servicios y los intereses de la deuda pública fueron menores en 16.8% y 2.5%, respectivamente, mientras los sueldos y salarios y las transferencias corrientes crecieron 2.5% y 10.8%, en su orden. El gasto de capital refleja una caída en la inversión directa de 78.4%, principalmente, por la reducida ejecución del gasto en infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 64.5%, menor a la registrada en 2015 (66.3%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: Ministerio de Educación (71.6%) y el Servicio de la Deuda Pública (68.0%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Desarrollo Social (31.1%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (25.9%).

3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de septiembre, resultó en un déficit fiscal de Q1,223.1 millones (0.2% del PIB), menor al registrado en el mismo período del año anterior (Q5,218.2 millones equivalente a 1.1% del PIB), el cual deviene, básicamente, de la contención del gasto público en el primer semestre del año, dado que los ingresos tributarios se ubican muy cerca de la meta de recaudación. Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto ascendió a Q3,758.3 millones, destacando la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones²¹ (equivalente a Q5,407.9 millones), mientras que los desembolsos de préstamos fueron Q477.0 millones y las amortizaciones Q2,126.6 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q2,893.4 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q7,277.6 millones²², vencimientos por Q4,450.9 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q66.7 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q5,428.6 millones.

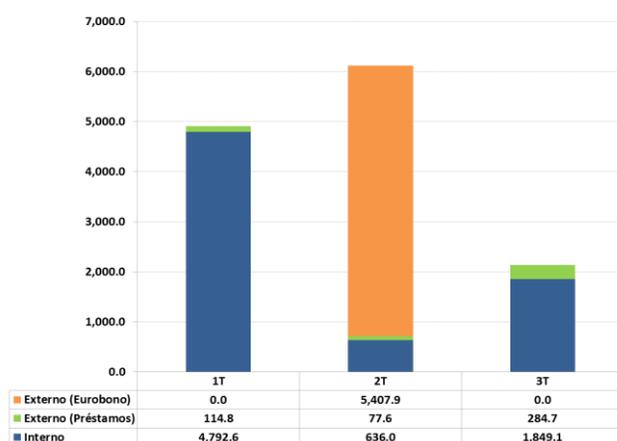
Al 30 de septiembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q64,450.0 millones, mayor en Q2,826.7 millones respecto al 31 de diciembre de 2015 (Q61,623.3 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$7,996.8 millones, mayor en US\$506.9 millones respecto del registrado a finales de 2015 (US\$7,489.9 millones).

²¹ Eurobono colocado a 10 años plazo, con tasa cupón de 4.50% y tasa de rendimiento de 4.60%. Cabe destacar que la demanda alcanzó 4.7 veces del monto colocado.

²² Al 30 de septiembre se había colocado el 84.8% (incluyendo la colocación en el mercado internacional) de un monto programado para el ejercicio fiscal 2016 de Q14,960.9 millones, de los cuales Q9,426.5 millones corresponden a nueva emisión y Q5,534.4 millones a *roll-over*. De las colocaciones realizadas en el mercado local en moneda nacional, el 65.3% fueron al plazo de 15 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.45%; el 17.5% fueron al plazo de 8 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.20%; el 11.6% fueron al plazo de 7 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.29%; y el restante 5.6% fue al plazo de 5 años, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 5.52%.

Gráfica 54

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



(1) Cifras al 30 de septiembre 2016.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 3

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

Concepto	2015	2016	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	39,528.5	42,614.8	3,086.2	7.8
A. Ingresos (1+2)	39,465.4	42,575.1	3,109.7	7.9
1. Ingresos Corrientes	39,460.6	42,572.2	3,111.6	7.9
a. Tributarios	37,241.2	40,175.3	2,934.1	7.9
b. No Tributarios	2,219.5	2,397.0	177.5	8.0
2. Ingresos de Capital	4.8	2.9	-1.8	-38.5
B. Donaciones	63.1	39.6	-23.5	-37.2
II. Total de Gastos	44,746.7	43,837.9	-908.8	-2.0
A. De Funcionamiento	36,798.7	37,183.7	385.1	1.0
B. De Capital	7,948.0	6,654.1	-1,293.9	-16.3
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-5,218.2	-1,223.1	3,995.1	-76.6
(-) Déficit				
IV. Financiamiento Total	5,218.2	1,223.1	-3,995.1	-76.6
A. Interno	3,668.5	2,893.4	-775.1	-21.1
B. Externo	2,925.3	3,758.3	833.1	28.5
C. Variación de Caja	-1,375.6	-5,428.6	-4,053.0	294.6
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	7.6	7.7		
Superávit ó Déficit / PIB	-1.1	-0.2		

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

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el segundo trimestre de 2016, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras), destacando industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 70% de dicho resultado.

En el desempeño de la industria manufacturera incidió positivamente el incremento registrado en las actividades de alimentos y bebidas, entre las que destacan, la elaboración de azúcar; la preparación de aceites y grasas de origen vegetal y animal; la elaboración de bebidas malteadas y de malta; y la producción de aguas minerales, como resultado de una mayor demanda interna y externa de dichos productos. Asimismo, las actividades dedicadas a la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, aumentaron durante el presente trimestre, como resultado de una mayor demanda externa de prendas de vestir proveniente de Estados Unidos de América. Por su parte, el grupo de los otros productos manufacturados estuvo influenciado por el crecimiento registrado en las actividades de elaboración de productos metálicos, maquinaria y equipo; productos de caucho y plásticos; y productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales y productos botánicos.

El resultado del comercio al por mayor y al por menor estuvo influenciado por el incremento del volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan vehículos; aparatos y equipos de uso doméstico;

combustibles y lubricantes; materiales de construcción y artículos de ferretería.

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

En la evolución positiva de los servicios privados, destacó el dinamismo observado en el mantenimiento y reparación de vehículos, debido al incremento en el parque vehicular, particularmente de vehículos usados. Asimismo, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, registraron un incremento, en virtud de una mayor demanda de servicios inmobiliarios, de publicidad y de actividades jurídicas y de contabilidad. Por su parte, el crecimiento reportado por las actividades relacionadas con la enseñanza, salud y servicios sociales, estuvo influenciado por el incremento en la demanda de servicios de hospitales, de médicos y odontólogos y de servicios diversos relacionados con la salud.

Finalmente, el crecimiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo asociado, principalmente, a un mayor volumen de producción de los cultivos tradicionales, en particular, el cardamomo, así como por el resultado de la renovación del parque cafetalero, luego de los efectos negativos provocados por la plaga de la roya que afectó la producción en los últimos años. En el caso de los cultivos no tradicionales su comportamiento estuvo asociado al crecimiento reportado por los cultivos de frutas (melón, plátano, piña y papaya); tubérculos, raíces y hortalizas (papa, repollo, ejote y zanahoria); así como por los otros cultivos (tabaco y flores), como resultado de una mayor demanda en el mercado externo.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2015			2016	
		II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.6	2.6	2.4	4.0	2.7	3.1
Explotación de Minas y Canteras	0.8	-1.5	-0.1	10.1	-7.6	-6.3
Industria Manufacturera	17.7	3.3	4.0	2.3	2.6	4.1
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	2.4	4.7	6.4	5.2	9.2
Construcción	2.8	3.6	3.2	3.1	3.0	2.6
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	5.7	6.5	5.0	4.5	3.6
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.4	3.3	2.7	3.1	3.1	2.5
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	5.4	13.5	13.0	18.1	12.6	7.2
Alquiler de Vivienda	9.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2
Servicios Privados	15.8	3.3	3.7	2.7	2.9	2.6
Administración Pública y Defensa	7.9	1.0	2.1	3.6	2.7	3.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.5	4.0	4.1	2.9	3.4

(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 segundo trimestre de 2016, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.2%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento en el ingreso de divisas por remesas familiares, los niveles de empleo e ingreso de los trabajadores afiliados al IGSS y en menor medida el crédito bancario al sector privado destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró una disminución de 6.2%, explicada, fundamentalmente, por la reducción en la compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central, como resultado de una política de contención del gasto implementada por el Ministerio de Finanzas Públicas en los primeros meses del año.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 1.1%, principalmente por el

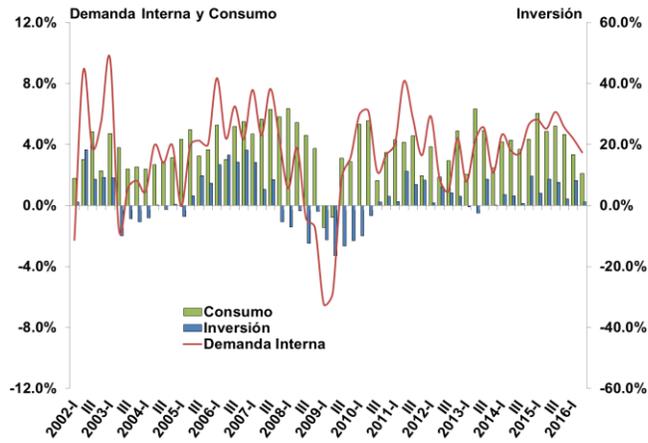
aumento, en términos de volumen, de las importaciones de bienes de capital destinadas a la construcción, particularmente de edificaciones no residenciales.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una disminución de 1.9%, explicada, principalmente, por la reducción del volumen exportado de azúcar de caña sin refinar, minerales metálicos, café y productos alimenticios, aunque fue compensada, en parte, por el incremento en el volumen exportado de cardamomo, tejidos de punto o ganchillo y prendas de vestir, alcohol etílico, licores y otras bebidas alcohólicas.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 0.5%, derivado del incremento en el volumen de importación de bienes de consumo duraderos, de combustibles y lubricantes y de materiales de construcción.

Gráfica A1.1

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



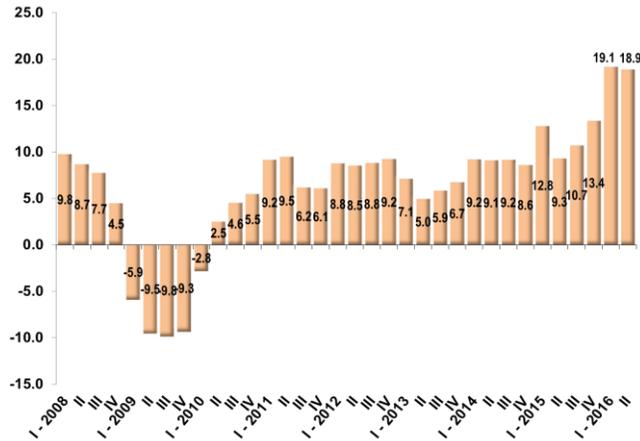
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a junio de 2016.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.2

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2015			2016	
		II	III	IV	I	II
Demanda Interna		5.1	6.1	5.1	4.4	3.5
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH	84.3	5.8	6.2	5.6	4.7	3.2
Gasto de Gobierno Central	11.6	-2.0	-2.4	-2.3	-7.8	-6.2
Formación Bruta de Capital Fijo	14.5	8.6	7.6	2.2	8.1	1.1
Exportaciones de bienes y servicios	27.2	6.8	2.8	-0.1	-2.1	-1.9
(-) Importaciones de bienes y servicios	-37.9	8.9	12.0	6.5	5.0	0.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.5	4.0	4.1	2.9	3.4

(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

GUATEMALA: PRODUCTO INTERNO BRUTO POTENCIAL²²

I. INTRODUCCIÓN

Las estimaciones del producto potencial y de la brecha del producto de un país son herramientas importantes para el manejo de la política monetaria, principalmente en aquellos países que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación.

Los economistas del Fondo Monetario Internacional (FMI) Jahan y Mahmud (2013) definen al producto potencial como la cantidad máxima de bienes y servicios que una economía puede generar operando a máxima eficiencia, es decir, a plena capacidad. No obstante, una definición más utilizada por los bancos centrales define al producto potencial como el nivel del Producto Interno Bruto (PIB) que no genera presiones inflacionarias ni desinflacionarias, mientras que la brecha del producto se refiere a la diferencia entre el producto observado y el producto potencial, como porcentaje del potencial.

Es importante señalar que el producto potencial (al igual que la brecha del producto) es una variable no observable y por tanto incierta, lo que implica que para su cálculo se pueden utilizar varios métodos de estimación. Algunos bancos centrales, como el Banco de Guatemala utilizan un promedio de diferentes metodologías, como una aproximación adecuada de dicha variable no observable. Dada esta incertidumbre, el producto potencial y la brecha del producto deben ser utilizados únicamente como variables referenciales en la toma de decisiones.

En este contexto, y con el objetivo de abordar las diferentes etapas del proceso de estimación del producto potencial en forma ordenada, este anexo se estructura de la manera siguiente: en la sección II se describe brevemente cada una de las metodologías seleccionadas por el Departamento de Análisis

Macroeconómico y Pronósticos para estimar el producto potencial y, en la sección III se presentan los resultados derivados de estas estimaciones. Posteriormente, en la sección IV se analiza la evolución del PIB potencial durante los últimos años y, en la última sección, se presentan algunas consideraciones finales.

II. METODOLOGÍAS UTILIZADAS PARA LA ESTIMACIÓN DEL PIB POTENCIAL

El Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos utiliza un conjunto de metodologías sugeridas por el FMI (2016) las cuales incluyen una función de producción de tipo Cobb-Douglas; los filtros Baxter-King, Christiano-Fitzgerald y Hodrick-Prescott; y una estimación de la tendencia del PIB real mediante una media centrada.

A. Función de producción tipo Cobb-Douglas

La metodología de estimación del producto potencial basada en una función de producción tipo Cobb-Douglas (1928), muestra una noción más económica (estructural) que estadística de esta variable no observable. Dicha función parte de la definición de una relación tecnológica entre el nivel de producción y los factores productivos. Ciertamente, se comienza con el establecimiento de una relación funcional del proceso productivo, pero no se modela de manera explícita la oferta y demanda de los factores de la producción o de la productividad total de los factores -PTF- (Esquivel y Rojas, 2007).

En la función de producción, la serie del empleo se construye asumiendo que un 25% de la población total del país se incorpora al mercado laboral cada año. Por su parte, el capital se construye mediante el método de inventario perpetuo, partiendo de un capital inicial, estimado con una tasa de depreciación de 5%. Los coeficientes utilizados fueron de 0.30 y 0.70 para el trabajo y el capital, respectivamente (aproximado con

²² Fuente: Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Septiembre de 2016.

estimaciones econométricas). Por su parte, la PTF fue suavizada con una media móvil centrada de tres años.

B. Filtros Baxter-King, Christiano-Fitzgerald y Hodrick-Prescott

El filtro Baxter-King es un filtro basado en promedios móviles, que busca eliminar los componentes cíclicos de una serie que tengan duraciones menores a 2 años y mayores a 8 años. Para el cálculo del PIB potencial con este filtro se utilizó 1 año de rezago para la estimación del promedio móvil ponderado, así como un ciclo con una duración de 2 a 8 años.

El filtro Christiano-Fitzgerald es una variante del Baxter-King, la diferencia es que se permite que difieran las ponderaciones en los adelantos y rezagos dependiendo de los datos. En este caso también es necesario determinar el valor máximo y mínimo del ciclo. Por su parte, la variable del PIB real se transformó en primeras diferencias y se utilizaron los mismos parámetros de 2 y 8 años para eliminar los componentes del ciclo y el mismo rezago de 1 año.

En cuanto al filtro Hodrick-Prescott (HP) univariado, el cual es extensamente utilizado en la literatura relacionada con los modelos de ciclos reales (*real-business-cycle models*), ya que este filtro permite descomponer los choques en un componente permanente y en otro transitorio. Para obtener estos dos componentes se busca cumplir con dos condiciones: (1) minimizar la distancia entre el valor observado de la serie y su tendencia y (2) restringir el cambio en el valor de la tendencia.

C. MEDIA CENTRADA

En este caso, el PIB potencial se calcula mediante un promedio móvil centrado aplicado a la variable PIB real anual. El número de términos empleados en el promedio móvil es de 3.

III. RESULTADOS DE LAS METODOLOGÍAS UTILIZADAS

La estimación del PIB potencial para Guatemala es anual. Posteriormente, se trimestraliza la serie promedio mediante el método Denton.

Cuadro A2.1

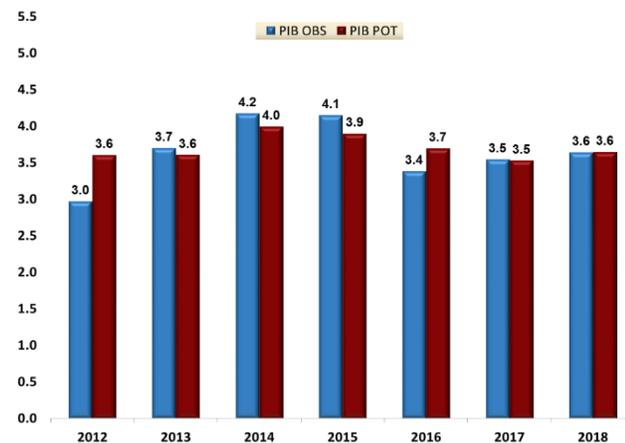
Guatemala: Crecimiento potencial y observado

Metodología	Crecimiento Potencial								
	1991-2015	1991-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Función de Producción	3.56	3.57	3.63	3.60	4.00	3.91	3.70	3.52	3.64
Media Centrada (3 años)	3.56	3.57	3.60	3.63	4.01	3.89	3.68	3.53	3.64
Hodrick-Prescott (lambda=100)	3.47	3.48	3.45	3.48	3.51	3.53	3.55	3.56	3.56
Hodrick-Prescott (lambda=6.25)	3.50	3.51	3.32	3.51	3.65	3.70	3.67	3.64	3.62
Hodrick-Prescott Promedio	3.48	3.49	3.38	3.49	3.58	3.62	3.61	3.60	3.59
Baxter King	3.50	3.50	3.53	3.55	3.99	3.83	3.62	3.46	3.58
Christiano-Fitzgerald (Simétrico)	3.50	3.50	3.62	3.54	3.91	3.80	3.66	3.46	3.58
Christiano-Fitzgerald (Asimétrico)	3.47	3.49	3.32	3.54	3.89	4.02	3.93	3.68	3.41
Promedio de todos los métodos	3.5	3.5	3.5	3.5	3.8	3.8	3.7	3.5	3.6
	Crecimiento Observado								
PIB observado	3.6	3.6	3.0	3.7	4.2	4.1	3.4	3.5	3.6

De acuerdo a las estimaciones vigentes, se esperaría que el PIB potencial promedio registre una tasa de crecimiento interanual de 3.7%, 3.5% y 3.6% para 2016, 2017 y 2018, en su orden, lo que, de acuerdo a las estimaciones del Banco de Guatemala sobre el crecimiento del PIB real, equivaldría a tener una brecha del producto prácticamente cerrada para el periodo 2016-2017.

Gráfica A2.1

Producto Interno Bruto: Observado y Potencial 2012-2017 (variación interanual)



Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

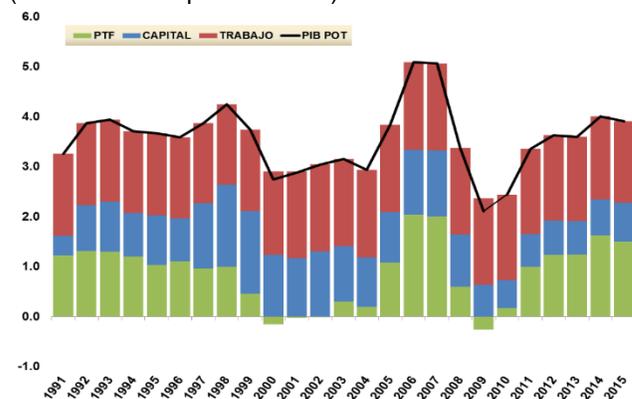
IV. EVOLUCIÓN DEL PIB POTENCIAL

El crecimiento promedio del PIB potencial en Guatemala para el período 1991-2015 ha sido de 3.5%, sin embargo, durante la crisis económica y financiera mundial de 2008 y 2009, el PIB potencial del país disminuyó a 3.3% aproximadamente. Dicha disminución estuvo asociada a una reducción tanto en la acumulación de capital como en la PTF.

Cabe resaltar que durante los últimos 5 años el PIB potencial se incrementó, en promedio, en 0.2 puntos porcentuales (a 3.7%). Este incremento obedece a un mayor crecimiento del empleo y una PTF menos negativa. Cabe señalar que según el FMI (2016), en otras economías centroamericanas como Costa Rica, República Dominicana y Panamá, la aceleración del crecimiento de la PTF incrementó el PIB potencial en al menos 2 puntos porcentuales y, en el caso de Panamá, hasta 5 puntos porcentuales, mientras que en Guatemala dicho crecimiento fue significativamente menor.

Gráfica A2.2

Producto Interno Bruto potencial: Fuentes de crecimiento 1991-2015 (contribuciones porcentuales)



Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

Como se puede observar, la PTF ha contribuido muy poco al crecimiento potencial de Guatemala, lo que podría estar reflejando los bajos niveles de inversión en educación y en Investigación y Desarrollo (I&D), así como la falta de oportunidades en términos de acceso a los servicios básicos, como por ejemplo, electricidad y

agua potable. Por otra parte, el gran tamaño del sector informal, el cual desvía recursos a actividades menos productivas, pudiera también estar contribuyendo al bajo crecimiento de la PTF. Adicionalmente, el FMI (2016) señala que las ganancias de productividad pudieran estar obstaculizadas por la falta de competencia, el débil clima de negocios, la corrupción, la falta de estabilidad legal y judicial, la inseguridad y los altos costos de infraestructura.

Gráfica A2.3

Producto Interno Bruto potencial: Fuentes de crecimiento 2010-2018 (1) (contribuciones porcentuales)



(1) Cifras preliminares para 2015 y cifras proyectadas para 2016 – 2018.

Fuente: Estimaciones del Departamento de Análisis Macroeconómico.

V. OBSERVACIONES FINALES

Estimar y analizar la evolución del producto potencial continúa siendo una tarea compleja para los economistas de banca central. Ciertamente, la recomendación del FMI sigue siendo que las autoridades recurran a otros indicadores complementarios, como por ejemplo el empleo, el crecimiento del dinero y del crédito o las expectativas de inflación, para tener una mejor idea del grado de presiones de demanda en un momento dado en la economía. Consecuentemente, estos indicadores alternativos pueden ayudar a las autoridades a medir de mejor forma la brecha del producto, la cual, pese a ser difícil de estimar, es y seguirá siendo una guía importante para las autoridades.

ANEXO 3

EL CICLO ECONÓMICO EN GUATEMALA²³

I. INTRODUCCIÓN

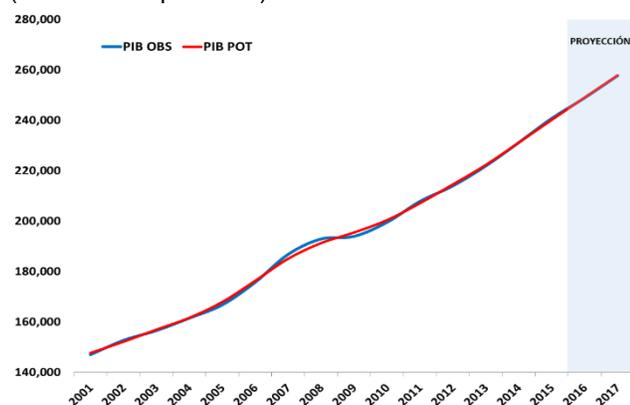
Los ciclos económicos se definen como aquellas secuencias de recuperaciones y contracciones que tienen lugar en una economía. Las primeras, caracterizadas por un mayor dinamismo y crecimiento y, las segundas, por caídas en la producción y deterioro del entorno económico. El punto más alto de la recuperación se conoce como cima y, a partir de ese punto, comienza la fase de contracción cuyo punto más bajo se conoce como valle (Alfonso *et al*, 2013).

El análisis del ciclo económico permite caracterizar, por un lado, la coincidencia de los puntos de inflexión y la sincronía entre las actividades económicas y el Producto Interno Bruto (PIB) y, por el otro, la duración de las contracciones y recuperaciones económicas. Asimismo, permite determinar la existencia de irregularidades en el comportamiento cíclico de la actividad económica y determinar las asimetrías cíclicas entre sectores de la economía. Estos elementos contribuyen a entender la naturaleza de los patrones cíclicos y a comprender de mejor forma la interacción entre las principales variables macroeconómicas.

El objetivo de este anexo es analizar el componente cíclico de la actividad económica del país con base en las cifras trimestrales del PIB. Para el efecto, en la sección II se describe la metodología utilizada y, en la sección III, se identifican las principales características del ciclo económico de Guatemala. Finalmente, en la sección IV se presentan algunas conclusiones.

Gráfica A3.1

PIB Observado (1) y Potencial
2001-2017
(millones de quetzales)

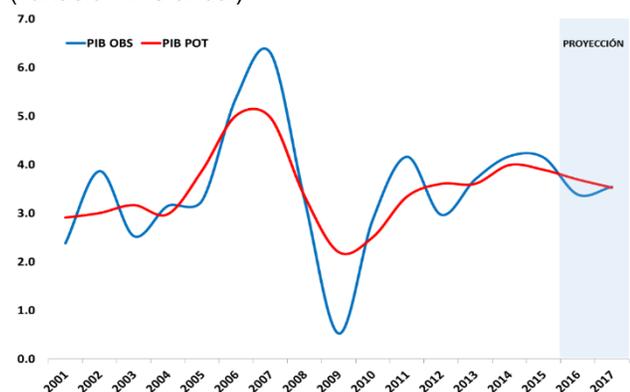


(1) Cifras preliminares para 2015 y cifras proyectadas para 2016 y 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.2

PIB Observado (1) y Potencial
2001-2017
(variación interanual)



(1) Cifras preliminares para 2015 y cifras proyectadas para 2016 y 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

II. METODOLOGÍA

Las series trimestrales del PIB y de la brecha del producto son utilizadas para estimar la cronología del ciclo económico de Guatemala. Cabe recordar que la brecha del producto es el resultado del promedio de varias metodologías (función de producción y filtros estadísticos) y se define como la diferencia entre el

²⁴ Fuente: Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Septiembre de 2016.

producto interno bruto observado y el potencial, como porcentaje del potencial.

Con el objetivo de identificar el ciclo económico de Guatemala se utilizó el criterio propuesto por el *National Bureau of Economic Research* (NBER) de Estados Unidos de América, que define una contracción como el período entre una cima y un valle y una recuperación como aquel entre un valle y una cima. Durante la contracción, se evidencia una significativa caída de la actividad económica, la cual puede durar desde algunos meses hasta varios años. En esta fase existen períodos de moderación y desaceleración. Por su parte, durante una recuperación la actividad económica crece significativamente por varios meses o años. En esta fase existen períodos de aceleración y expansión.

Asimismo, la fase denominada caída se identifica cuando la diferencia entre la serie del PIB observado y el potencial resulta ser negativa por dos o más trimestres consecutivos, no obstante, vale aclarar que durante esta fase el término “caída” no significa necesariamente un crecimiento negativo del producto interno bruto, pues una economía puede estar creciendo a tasas positivas y aun así entrar en esta fase del ciclo, dado que el término se refiere a su comparación relativa con el PIB potencial. En contraste, los auges son el resultado de una diferencia positiva entre la serie observada del PIB y su tendencia de largo plazo, por dos o más trimestres consecutivos.

Utilizando como base los datos observados de la brecha del producto durante el período 2001-2016, puede decirse que el ciclo económico del país ha tenido una duración promedio de 4 años aproximadamente. En este contexto, la evidencia señala que el mismo ha sido ligeramente asimétrico, ya que las recuperaciones han durado, en promedio, 6 trimestres (con una intensidad de 1.7 puntos porcentuales), mientras que las contracciones lo han hecho 8 trimestres (con una intensidad de -1.4 puntos porcentuales). En cuanto a las fases de auge y caída, las mismas han tenido una

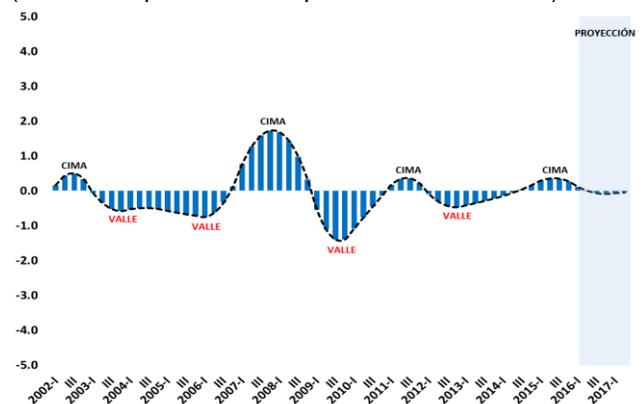
duración promedio de 6 y 11 trimestres, respectivamente.

En términos prospectivos, la actividad económica del país podría estar comenzando su fase de desaceleración a partir del segundo trimestre de 2016, la cual se extendería hasta finales de año, cuando iniciaría la fase de aceleración. Ello es congruente con las proyecciones del PIB anual del Banco de Guatemala (entre 3.1% y 3.7% para 2016 y entre 3.1% y 3.9% para 2017), lo que implicaría que las presiones inflacionarias, por el lado de la demanda, se mantendrían contenidas en ambos años.

Gráfica A3.3

Producto Interno Bruto
2002-2017

(desviación porcentual respecto de su tendencia)

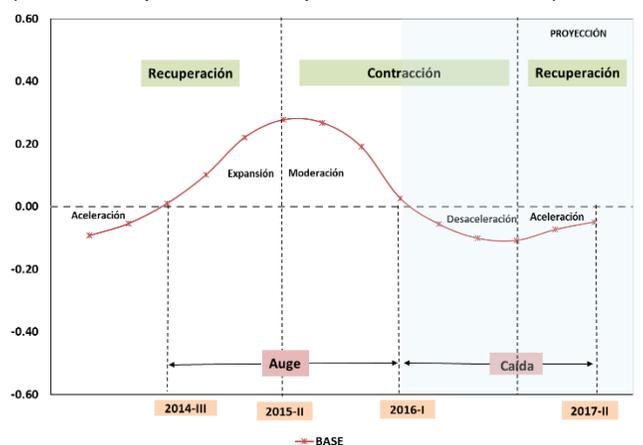


Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.4

Fases del Ciclo Económico

(desviación porcentual respecto de su tendencia)



Fuente: Banco de Guatemala.

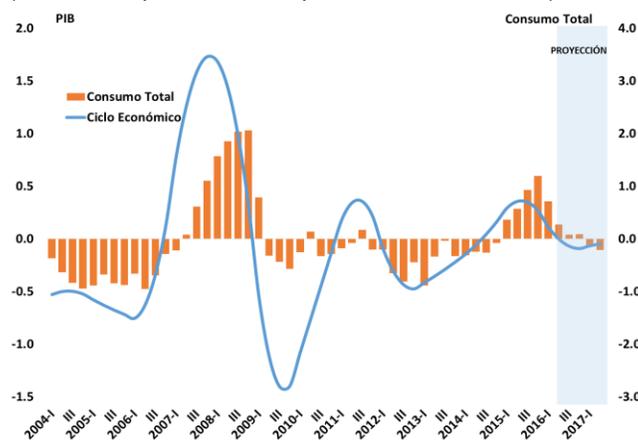
III. CARACTERIZACIÓN

La dinámica de los componentes de la demanda agregada, de las actividades económicas, de los agregados monetarios, así como de algunos indicadores laborales, pueden ayudar a comprender de mejor forma las oscilaciones de la actividad económica. En este contexto, a continuación se describen los principales hallazgos respecto de la correlación entre el ciclo económico y dichas variables.

Al respecto, el consumo total está correlacionado positivamente con el ciclo de la actividad económica, es decir, los movimientos de estas variables ocurren en la misma dirección (procíclico). Cabe indicar que, en el caso del consumo privado, la correlación es más alta durante la fase de recuperación que durante la fase de contracción y que el consumo del gobierno resulta ser anticíclico, una característica que, por lo general, es usual en esta variable. Asimismo, en línea con el consumo de gobierno, el impulso fiscal que puede aproximarse como el cambio porcentual del déficit fiscal, también resulta ser anticíclico en la mayoría de trimestres de la muestra. Por su parte, los ingresos tributarios, en particular, aquellos que provienen de la recaudación del impuesto al valor agregado, son procíclicos y, en general, suelen anticipar el desempeño de la actividad económica entre 1 y 3 trimestres.

Gráfica A3.5

Brechas: Actividad Económica y Consumo Total 2004-2017 (desviación porcentual respecto de su tendencia)



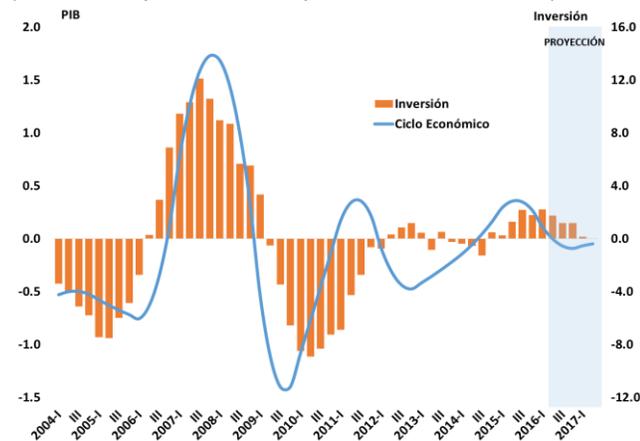
Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, el análisis de las fluctuaciones de los componentes del PIB, medido por el lado de la demanda, muestra que las exportaciones son procíclicas. No obstante, las mismas dependen principalmente de la actividad económica de Estados Unidos de América, en tanto que la evolución de las importaciones se determina, fundamentalmente, por el nivel de actividad económica y la competitividad de los bienes comercializados internamente, además de un comportamiento inercial relevante, lo que sería indicativo de la prociclicidad de las importaciones.

En cuanto a la inversión, destaca el hecho que durante la fase de contracción, la disminución de la misma es significativamente superior a la de los demás componentes del PIB. Además, de acuerdo con las desviaciones estándar de cada uno de los componentes del PIB por el lado del gasto, la inversión total resulta ser el componente más volátil, mientras que el consumo total el de menor volatilidad.

Gráfica A3.6

Brechas: Actividad Económica e Inversión 2004-2017 (desviación porcentual respecto de su tendencia)



Fuente: Banco de Guatemala.

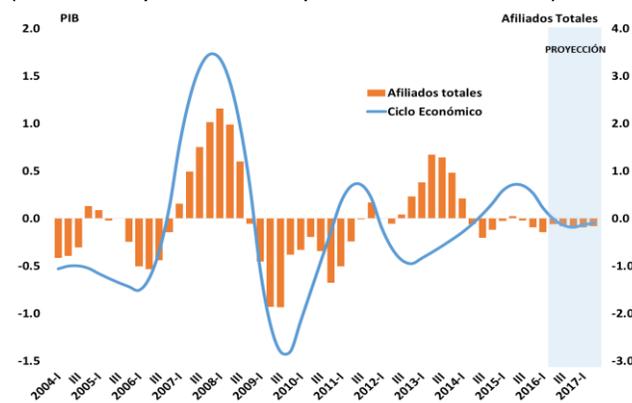
Por el lado de la oferta, destaca la evolución de los salarios reales, ya que a lo largo del ciclo económico muestran un comportamiento, en términos generales, flexible. Cabe señalar que la coexistencia de un mercado laboral con rigideces (sector público) y uno con salarios flexibles (sector privado) hace que los choques a la

oferta de trabajo reduzcan la prociclicidad de los salarios.

Asimismo, llama la atención el comportamiento del empleo formal, ya que éste tiende a subir (bajar) durante las recuperaciones (contracciones) menos que proporcionalmente que lo hace el producto. Es importante indicar que la contracción de la inversión tiene efectos de corto plazo en el empleo formal e influye también en la trayectoria del ciclo económico, pues implica un menor crecimiento del acervo de capital que merma la capacidad de la economía de generar empleos.

Gráfica A3.7

Brechas: Actividad Económica y Empleo Formal 2004-2017 (desviación porcentual respecto de su tendencia)



Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Guatemalteco de Seguridad Social.

En cuanto a las actividades económicas que muestran mayor correlación con el ciclo económico, destacan la agricultura, la industria manufacturera, el comercio al por mayor y al por menor y la construcción. Estas actividades tienden a bajar más intensamente en la fase de desaceleración del ciclo, respecto de lo que aumentan en la fase de recuperación.

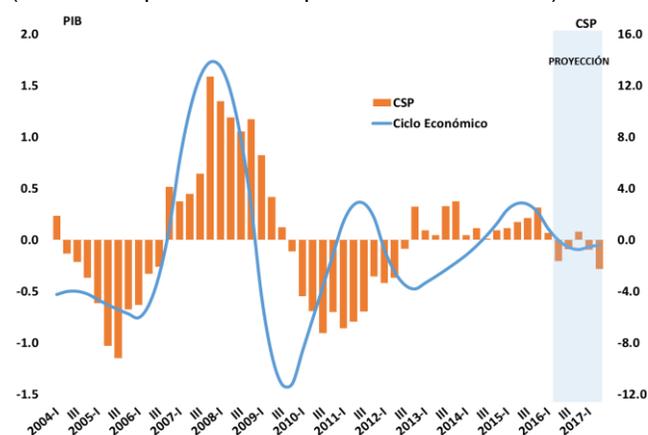
Dentro de los agregados monetarios, la correlación más fuerte con el ciclo económico es la del crédito bancario al sector privado. Vale indicar que dicha correlación no implica una causalidad²⁵, simplemente es

²⁵ La evidencia empírica para Guatemala confirma que son las expansiones de la actividad económica las que causan aumentos en el crédito bancario al sector privado.

indicativa de que, como debe esperarse, el crédito bancario al sector privado es procíclico, es decir, aumenta en períodos de expansión económica y disminuye en episodios de desaceleración.

Gráfica A3.8

Brechas: Actividad Económica y Crédito Bancario al Sector Privado 2004-2017 (desviación porcentual respecto de su tendencia)



Fuente: Banco de Guatemala.

IV. CONCLUSIONES

La apropiada identificación y caracterización de las fases del ciclo económico de Guatemala permite fortalecer el análisis que realizan los encargados de formular e implementar las políticas monetaria y fiscal del país. En este contexto, esta aproximación ofrece resultados, no sólo acerca de la duración y magnitud de las fases del ciclo económico, sino también del grado de correlación que existe entre las principales variables macroeconómicas y la brecha del producto.

Finalmente, en términos prospectivos, los resultados obtenidos indican que la actividad económica del país podría estar comenzando su fase de desaceleración a partir del segundo trimestre de 2016, la cual se extendería hasta finales de año, cuando iniciaría la fase de aceleración. Ello es congruente con las proyecciones del PIB anual del Banco de Guatemala, lo que implicaría que las presiones inflacionarias, por el lado de la demanda, se mantendrían contenidas en lo que resta del presente año y durante 2017.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Alfonso, L.; Arias, G.; y Pulido, J. (2013): "Ciclos de negocios en Colombia: 1975-2011". Lecturas de Economía, No.78, Universidad de Antioquia.
2. Esquivel, Manfred y Rojas, Mario (2007): "Estimación del Producto Potencial para Costa Rica: Período 1991-2006". Documento de Investigación DIE-02-2007-DI. Banco Central de Costa Rica.
3. European Central Bank (2016): "ECB staff macroeconomic projections for the euro area". September.
4. Fondo Monetario Internacional (2016): "Guatemala: Selected Issues and Analytical Notes". IMF Country Report No. 16/282.
5. Fondo Monetario Internacional (2016): "Reporte del Sector Externo 2016". Julio.
6. Fuente: Gourinchas, Pierre Olivier; Valdés, Rodrigo; y Landerretche, Oscar (2001): "Lending Booms: Latin America and the World". Economía, Nber Working Paper Series. April.
7. Hordahl, Peter, Jhuvesh Sobrun y Philip Turner (2016): "Low long-term interest rates as a global phenomenon". Banco de Pagos Internacionales. BIS Working Papers No.574. Agosto.
8. Huidrom, Raju; Kose, M. Ayhan; y Ohnsorge, Franziska L. (2016): "Navegando en Aguas Turbulentas". Finanzas & Desarrollo. Septiembre.
9. International Monetary Fund (2016): "Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era". October.
10. International Monetary Fund (2016): "Rebalancing in China – Progress and Prospects". IMF Working Paper WP-16-183. September.
11. International Monetary Fund (2016): "World Economic Outlook: Subdued Demand: Symptoms and Remedies". October.
12. Leigh, Daniel; Weicheng, Lian; Poplawski-Ribeiro, Marcos; y Tsyrennikov, Viktor (2016): "Exchange Rates and Trade: Disconnected?" Fondo Monetario Internacional (FMI), Junio.
13. Lin, Huidan (2016): "Riesgo de estancamiento". Finanzas & Desarrollo. Junio.
14. Jahan, Sarwat y Mahmud, Ahmed Saber (2013): "¿Qué es la brecha del producto?" Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre.
15. The Economist Intelligence Unit (2016): "Latin America and China: Shaping the New Normal". The Evolving Role of China in Africa and Latin America. August.