

UFM MARKET TRENDS

INFORME TRIMESTRAL **GUATEMALA**

ABRIL – JUNIO 2015

trends.ufm.edu

Por:

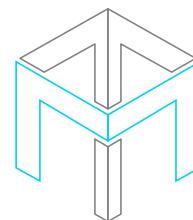
Daniel Fernández Méndez

Clynton R. López F.

Ricardo Rivera Chévez

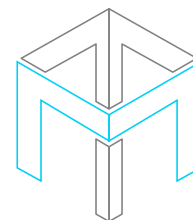
Asistentes de investigación: Estefanía Luján y Jorge García

2015 GUA T2



Índice

Resumen ejecutivo	3
Situación general	4
PIB	4
Inflación y agregados monetarios	6
Agregados monetarios	6
Inflación	7
Evolución cuantitativa del crédito en Guatemala	9
Evolución cualitativa del crédito en Guatemala	11
Banco Central de Guatemala	13
Situación fiscal	15
Balanza de pagos de Guatemala	17
Precios de importación y exportación	18
Tipo de cambio	19
Especial sobre elecciones	20
Notas metodológicas	22



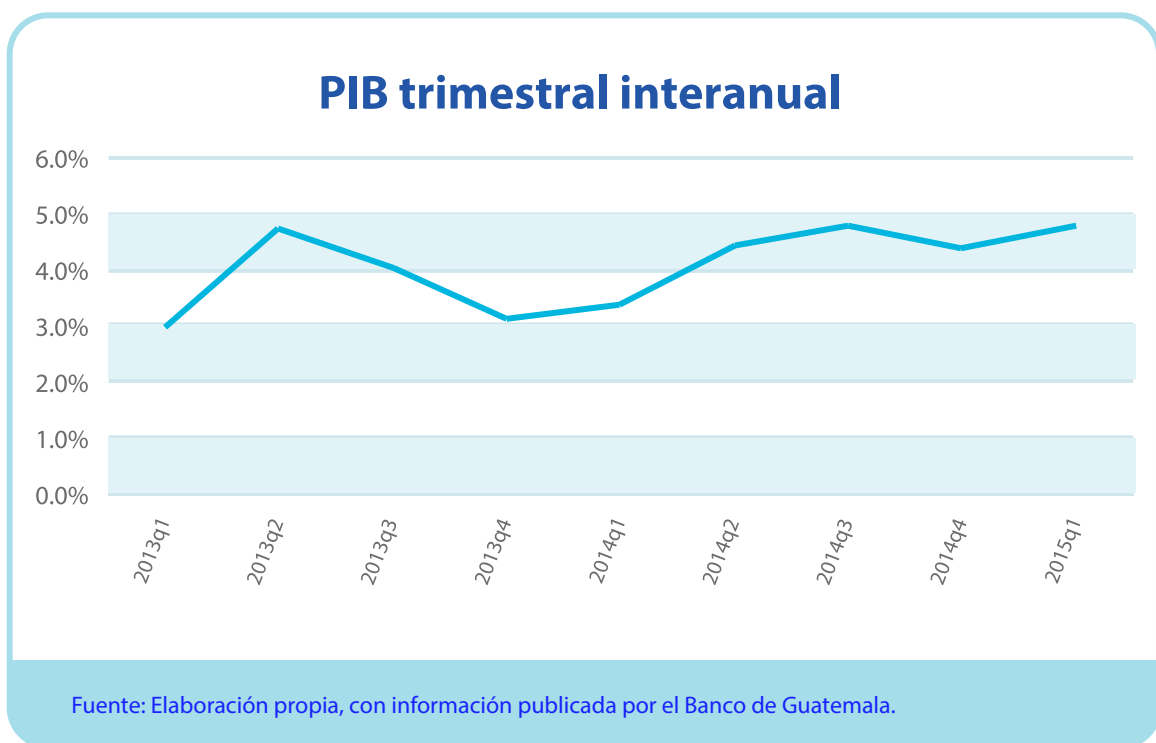
Resumen ejecutivo

- En el segundo trimestre del 2015, el crecimiento de la economía guatemalteca se encuentra en 4.8%, de forma interanual. De momento, no parece existir un efecto de la crisis política en la economía real.
- Los agregados monetarios crecen a ritmo superior del 10%, de forma interanual, sin efecto aparente en la inflación.
- La inflación se encuentra en niveles del 2.9%, por debajo incluso de la meta de inflación del Banco Central.
- El crecimiento de la masa monetaria a tasas superiores al 9% de forma compuesta en los últimos 20 años lleva sistemáticamente a una necesidad de esterilización del Banco Central a través de operaciones de mercado abierto (OMA).
- El mecanismo de esterilización masivo a través de OMA ha llevado, en el mes de agosto del 2015, a una deuda del gobierno central con el Banco de Guatemala de más de 27 mil millones de quetzales.
- Los precios de los principales artículos de exportación caen menos que proporcionalmente que los precios de los productos de importación, provocando el inusual balance positivo en la balanza comercial.
- Gracias al mercado altamente líquido, la banca comercial de Guatemala, produce descalces de plazos en proporción aproximada de 3 a 1 (activos largo plazo / pasivos largo plazo + capital).
- El tipo de cambio permanece estable y con una leve tendencia a la apreciación, derivado de la sobrecompensación de la caída del precio del petróleo, en relación con los precios de *commodities* de exportación.
- Otro factor importante para la tendencia y estabilidad del tipo de cambio ha sido el ingreso de deudas al gobierno en los últimos trimestres.

Situación general

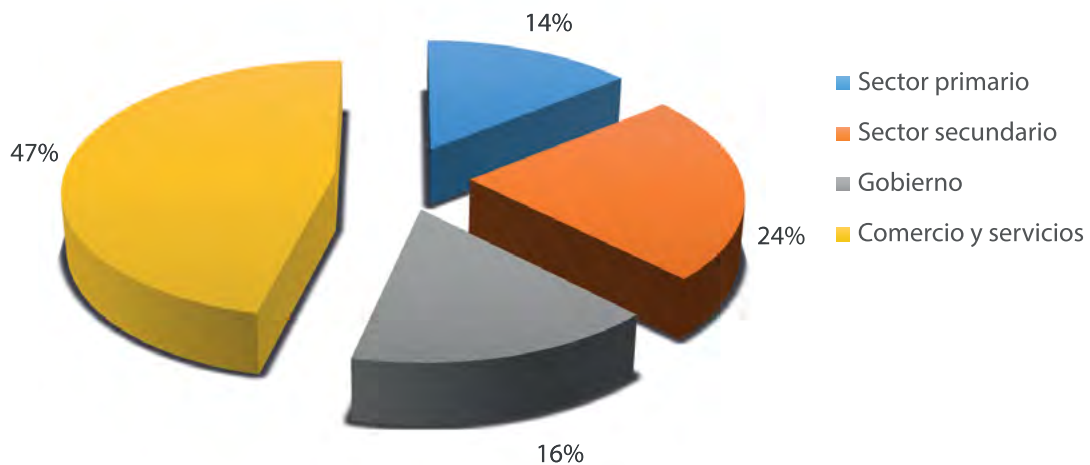
PIB

- La economía guatemalteca muestra un crecimiento superior al promedio de los últimos tres años.
- El crecimiento trimestral interanual promedio de los últimos tres años completos es del 3.6%, y el reportado el primer trimestre del 2015 es del 4.8%.



- Desde abril del 2015, Guatemala se encuentra en la crisis política más importante de su historia reciente. El efecto en la economía, si es que lo tendrá, aún no se percibe en los datos del PIB que, desafortunadamente, tienen un atraso de por lo menos tres meses en su publicación.
- Guatemala tiene poca volatilidad, comparada con otras regiones de su crecimiento económico. A partir de otras secciones de este informe, se podrá establecer una hipótesis respecto al efecto de la crisis política sobre el crecimiento económico.

Composición PIB Guatemala



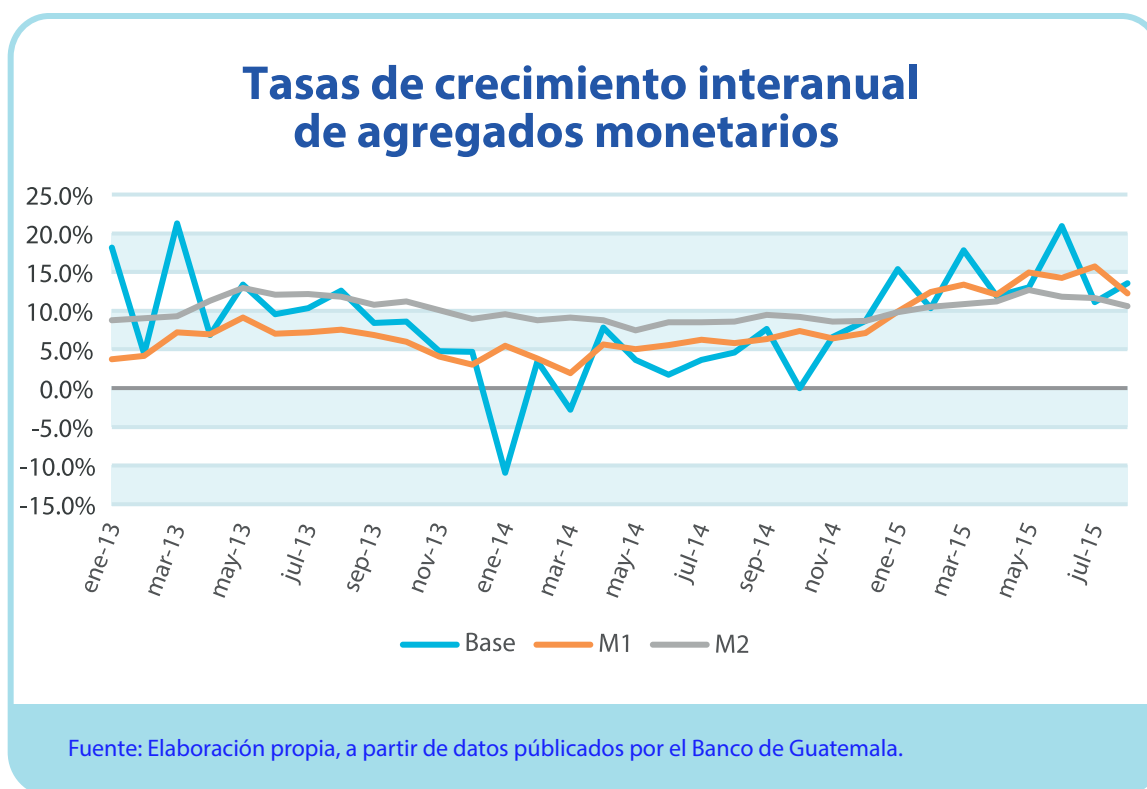
Fuente: Agrupación propia, con datos publicados por el Banco de Guatemala. Los datos son relativos al primer trimestre del 2015.

- En el primer trimestre, la composición del PIB de Guatemala muestra que el sector de comercio y servicios es el más importante con un peso relativo de 47%.
- El sector secundario o industrial contribuye con un 24% del PIB.
- El sector agrícola representa un peso relativo en la economía de 14%.
- El peso relativo del gobierno para el primer trimestre de 2015 es de 16%.

Inflación y agregados monetarios

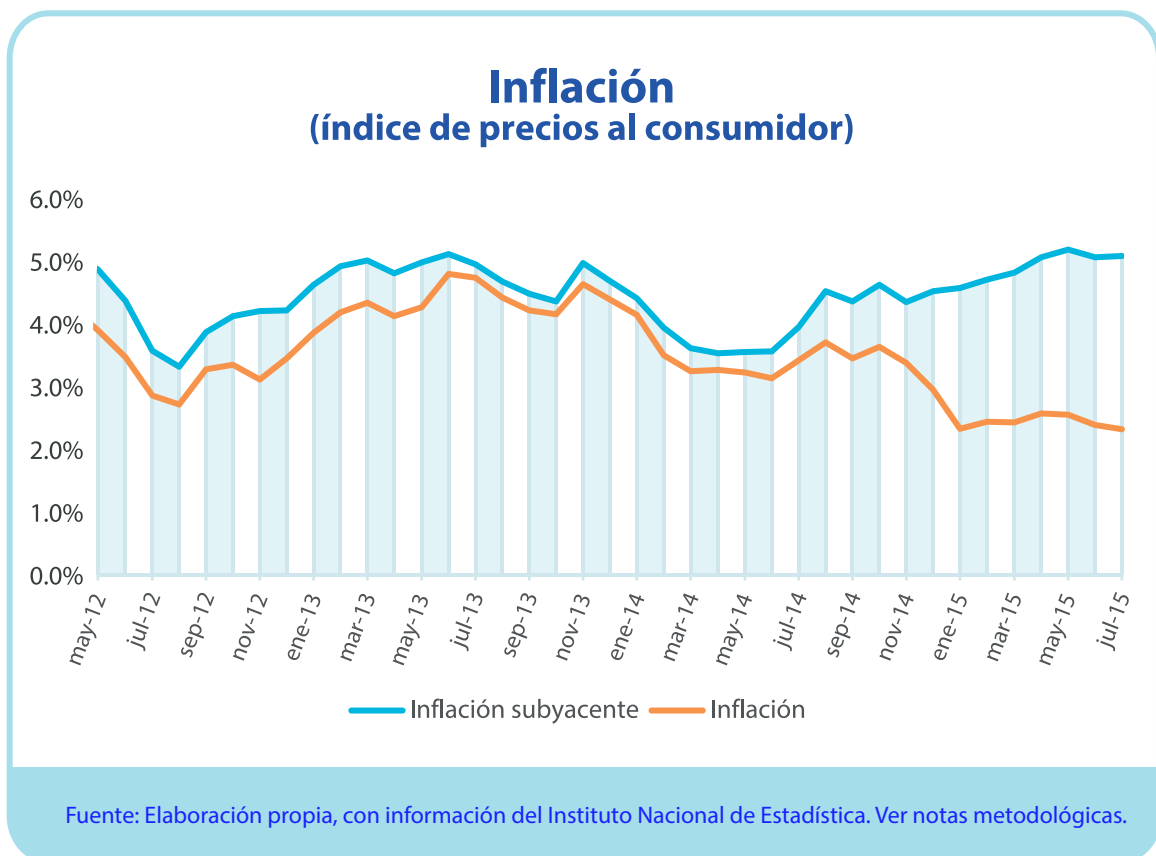
Agregados monetarios

- Los agregados monetarios M1 y M2 crecen a ritmos entre el 10% y el 15% interanual desde el 2013.
- El único cambio relevante es que, a partir de enero del 2015, el ritmo de crecimiento de M1 superó el ritmo de crecimiento de M2.
- En el último mes, las tasas de crecimiento de M1 y M2 tienden a convergir alrededor del 11%.



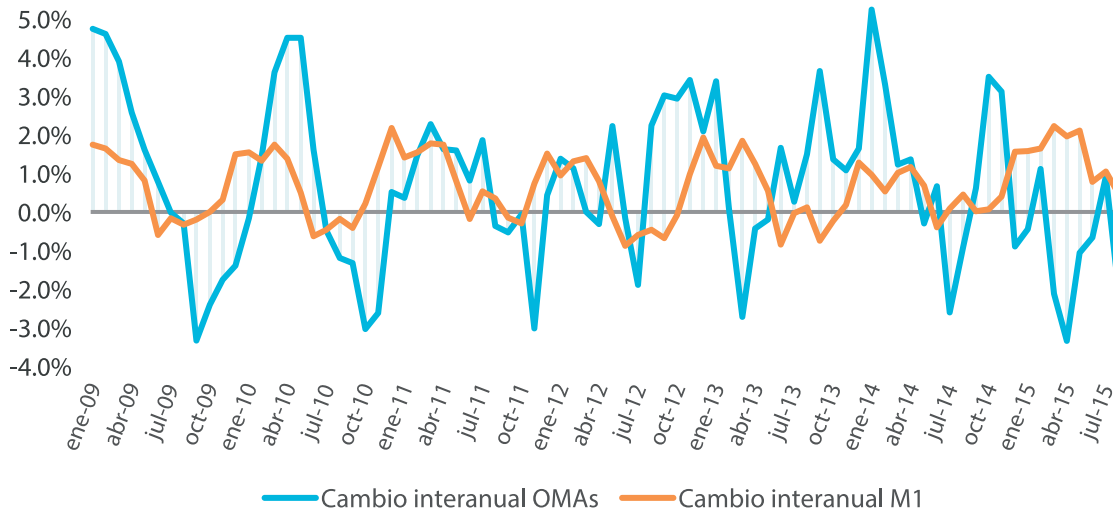
Inflación

- El ritmo inflacionario interanual se encuentra en valores de 2.3%.
- Este valor de inflación está dentro de los parámetros de política monetaria del Banco Central.
- La inflación subyacente (eliminando el efecto de los precios de la energía) se sitúa en el 5.08%.
- Si eliminamos el efecto provocado por la caída en el precio del petróleo y sus derivados, la inflación se encuentra en plena aceleración.



- Los agregados monetarios, M1 y M2, crecen a tasas cercanas al 11%, y el crecimiento económico se encuentra en 4.6%.
- ¿Cómo es posible que la inflación continúe con ritmos entre el 2% y el 5%? La respuesta a esta pregunta la encontramos en el incremento de operaciones de mercado abierto que realiza el Banco Central para contener la inflación.

Operaciones de mercado abierto y agregados monetarios



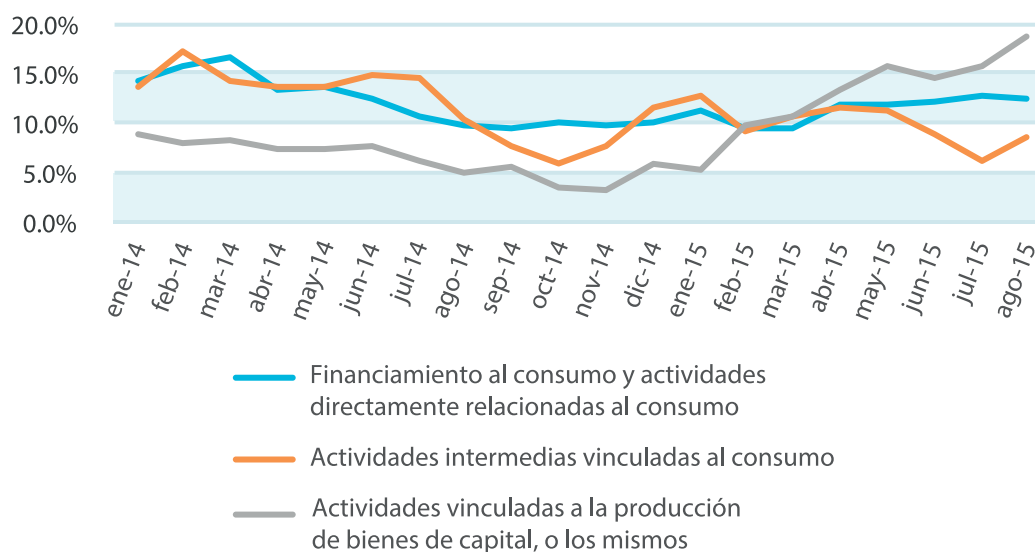
Fuente: Elaboración propia, a partir de datos del Banco de Guatemala.
En ambas magnitudes se ha calculado el cambio en la media móvil de seis meses.

- El modelo de regresión nos muestra que el Banco de Guatemala responde con un retardo de un mes a los incrementos de M1 (véanse notas metodológicas). Cuando aumenta M1, el Banco Central sale al mercado a “esterilizar” el aumento de disponibilidades monetarias.
- Las operaciones de mercado abierto generan presión al capital del Banco de Guatemala. Las pérdidas se acumulan y el gobierno no ha realizado las restituciones patrimoniales que la ley le impone al gobierno central. Esta es una forma de financiamiento indirecta del gobierno por el Banco Central. (Ver sección de Banco Central).
- Desde octubre del 2014, el Banco Central ha contado con la ayuda de la caída de los precios del petróleo para contener la inflación. Esto significa un alivio para el Banco Central, que puede reducir el nivel de OMA a realizar para contener inflación.

Evolución cuantitativa del crédito en Guatemala

- El crédito a las actividades intermedias relacionadas con el consumo sufrieron una desaceleración en su tasa de crecimiento desde abril del 2015 hasta julio del 2015. En abril, el crédito creció a un ritmo del 11.4% mensual, y se redujo hasta valores de crecimiento de 6.2%. En agosto, el crédito muestra señales de recuperación de estas actividades a una tasa de crecimiento mensual del 8.58%. (Gráfica 5).
- En el segundo trimestre del año, el crédito al consumo se mantuvo en tasas estables de crecimiento de entre 11% y 13%.
- El crédito dedicado a actividades productivas de bienes de capital muestra tasas de crecimiento interanual crecientes desde abril, del 13.18%, hasta el 18.80% en el mes de agosto.

Tasa de crecimiento interanual del crédito en Guatemala (instituciones bancarias)

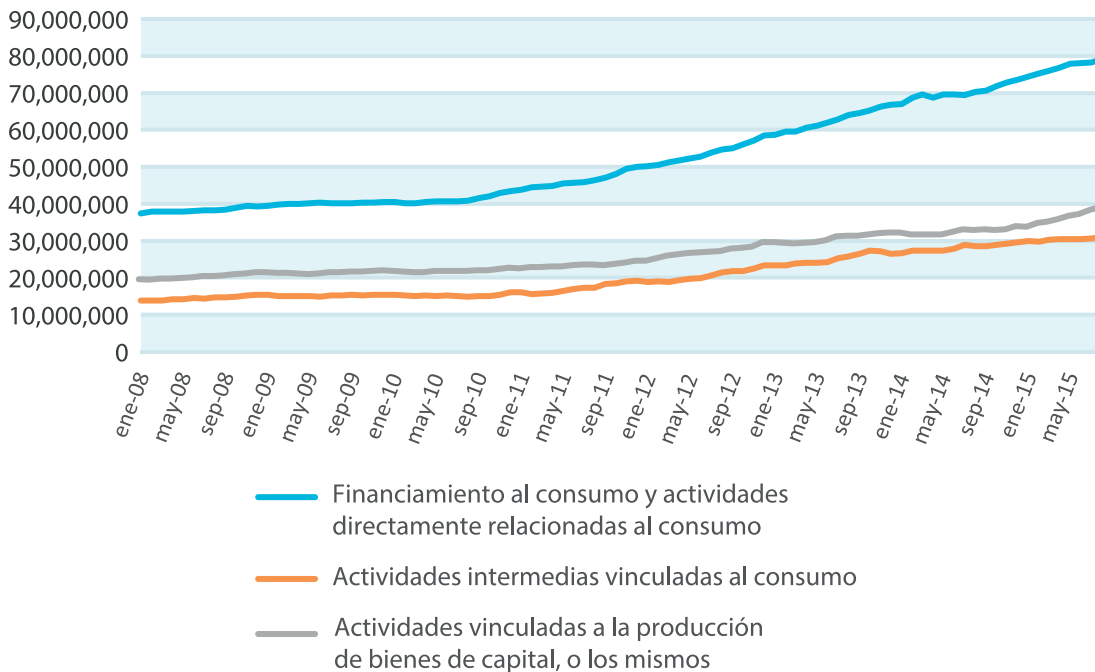


Fuente: Elaboración propia, a partir de información publicada por la Superintendencia de Bancos de Guatemala.

- Una hipótesis plausible sobre el efecto de las instituciones políticas en la economía guatemalteca podría ser que históricamente se ha subinvertido en bienes de capital (por la incertidumbre y el plazo de retorno) y sobreinvertido en actividades de consumo y apoyo al consumo.

- Sin embargo, vemos que, durante todo el 2015, el crédito vinculado a bienes de capital está creciendo a tasas interanuales superiores al crédito al consumo, lo cual nos hace pensar en cierto “efecto regenerador” institucional de los acontecimientos políticos.

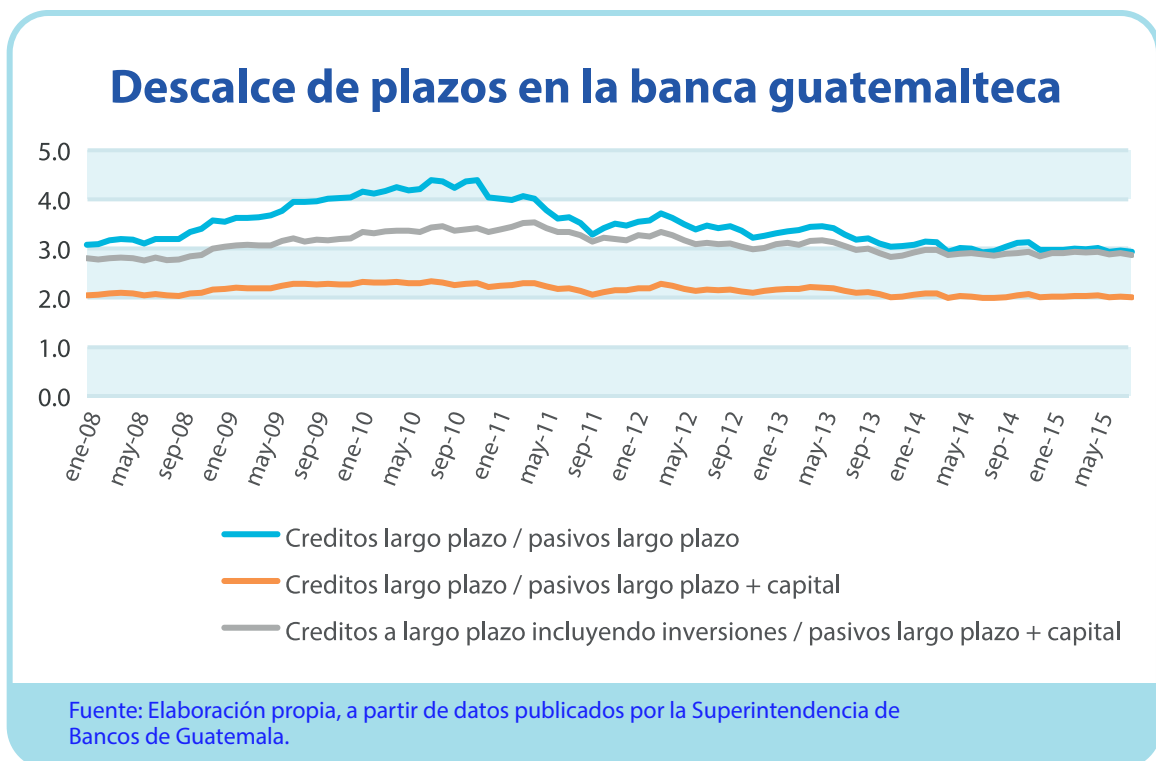
Evolución del crédito en actividades productivas desde enero 2008



Fuente: Elaboración propia, a partir de información publicada por la Superintendencia de Bancos de Guatemala.

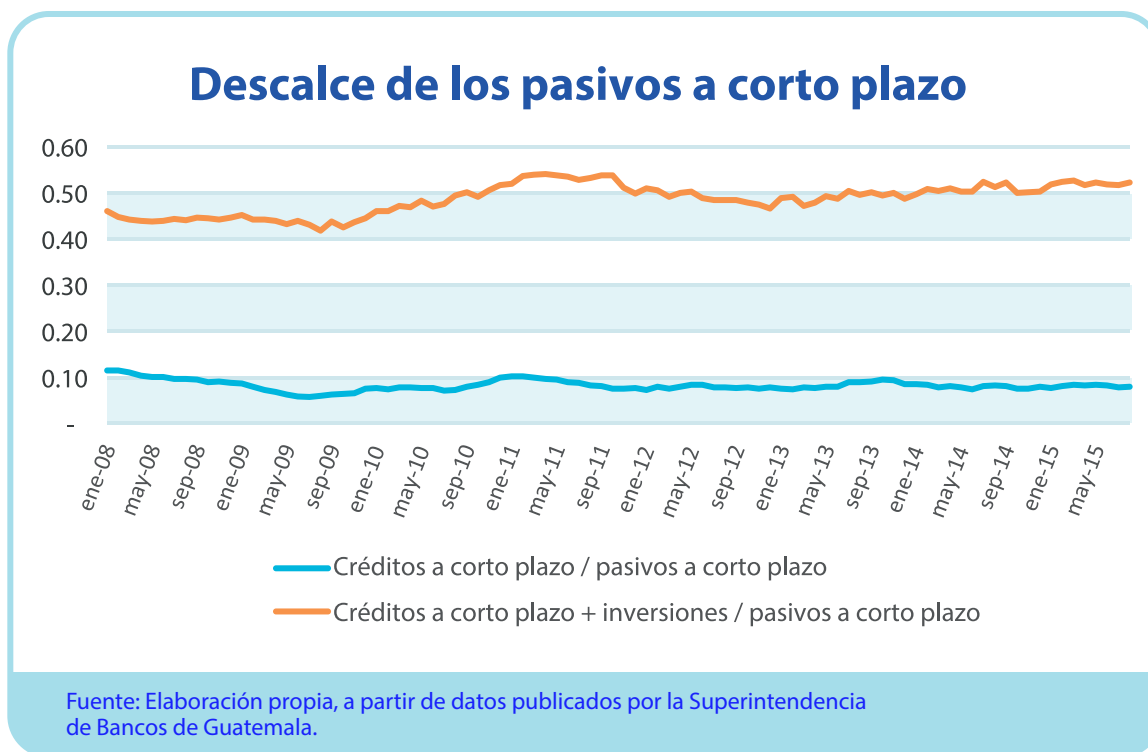
Evolución cualitativa del crédito en Guatemala

- El análisis de descalce de plazos es un elemento que puede ser indicador del nivel de riesgo de la estabilidad del sistema financiero de un país, juntamente con otras variables, como disponibilidad de líneas de crédito internacionales y credibilidad de la autoridad monetaria nacional.



- La razón créditos largo plazo / pasivos largo plazo se ha venido estabilizando a un valor de 3 en el transcurso de los últimos años. Este valor muestra que los créditos otorgados a más de un año son por lo menos tres veces más que el monto de depósitos a más de un año.
- La razón al incluir el capital, que por definición es una cuenta a largo plazo, se reduce a 2.

- La legislación nacional cataloga, para los reportes de liquidez de las instituciones financieras, las inversiones (en bonos del gobierno de Guatemala y los Certibonos del Banco Central) como títulos 100% líquidos. En realidad, financia actividades a muy largo plazo. Si se incluyen en la razón, el valor vuelve a situarse en 3.
- La liquidez de estos títulos depende enteramente de la liquidez del sistema, y la base monetaria en Guatemala, desde enero del 2000 hasta agosto del 2015, crece a una tasa compuesta de 9.73%. La masa monetaria M1 crece, en el mismo período, a una tasa compuesta de 9.82%.
- La cantidad de liquidez representada por tasas de crecimiento compuestas en los últimos 20 años de 3.5% inducen a un alto nivel de inflación o aun alto nivel de política monetaria a través de OMA para controlar la inflación.
- El nivel de liquidez del mercado guatemalteco, inducido por el Banco Central, probablemente instiga el descalce de plazos de la banca a niveles superiores a otros países.

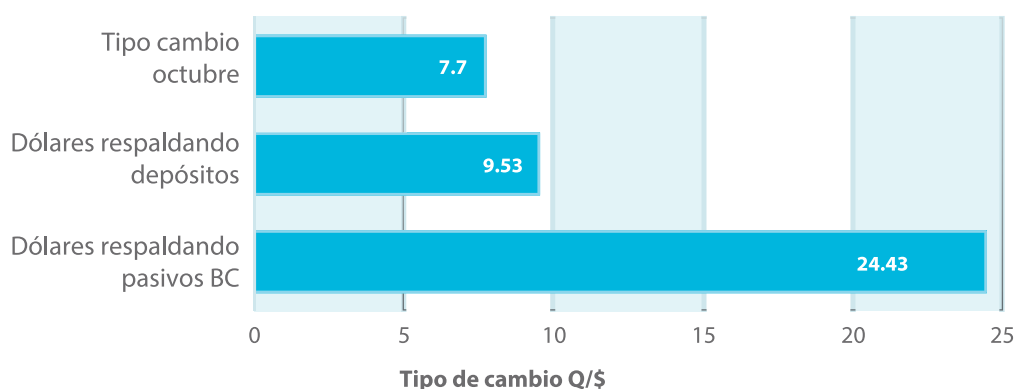


- Sobre temas de liquidez de los intermediarios financieros, la legislación cataloga los bonos del gobierno y los bonos del Banco Central (certibonos) como activos líquidos. Habitualmente, estos bonos están emitidos a plazos mayores de un año.
- Considerando únicamente la razón créditos a corto plazo / pasivos a corto plazo, la razón es 0.08. Si se consideran las inversiones como líquidas, cambia la razón a 0.52 aproximadamente.
- La baja razón de activos a corto plazo, financiados por pasivos a corto plazo, implica que los pasivos a corto plazo estarán financiando activos a largo plazo en una cuantía del 92%, menos el encaje correspondiente.

Banco Central de Guatemala

- [En el anterior informe](#) afirmábamos el peligro inherente de la *bomba monetaria*. El hecho de que el gobierno incumpla con sus obligaciones para con el Banco Central abre la peligrosa puerta de la depreciación monetaria.
- Se aduce que los dólares en poder del Banguat son más que suficientes para defender el quetzal. Sin embargo, las reservas solo son parte del respaldo que actualmente tiene el quetzal.

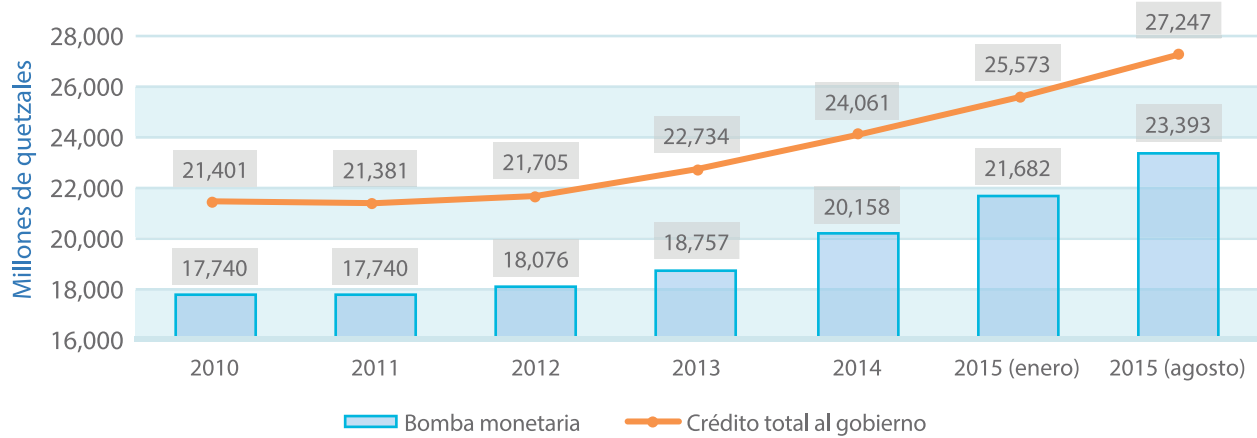
Reserva dólares y tipo de cambio implícito



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos del Banco Central de Guatemala.

- Si solo tenemos en cuenta las reservas de dólares, el valor del quetzal podría caer hasta 9.52 dólares, si suponemos que cubren los depósitos del público (M1); y hasta 24.43, si suponemos que cubren todos los pasivos del Banco Central.
- Gran parte de la reserva de valor del quetzal se encuentra en la confianza de que el gobierno terminará pagando la enorme deuda que tiene con el Banco Central.
- La mayoría de los años el gobierno no paga al Banco Central, lo que provoca que incremente la partida "restauración de patrimonio por cobrar al Estado". Esto es la denominada bomba monetaria.
- Cuanto más se incremente la bomba monetaria, mayor es la posibilidad que se estima de impago, y más se puede acercar el valor del quetzal al precio implícito señalado en el gráfico anterior.

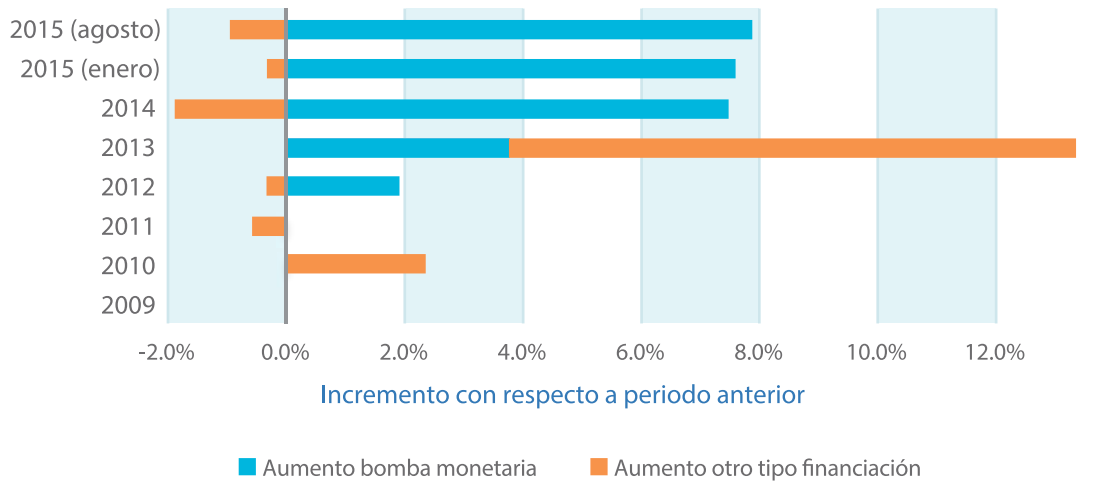
Magnitud “bomba monetaria”



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos del Banco Central de Guatemala.

- Cuando el gobierno paga, el Banco Central lo hace mediante la emisión de nuevos bonos, lo que provoca que cuando esto ocurre la bomba monetaria no aumenta. Lo que se incrementan son otras partidas relativas a la financiación del Banco Central al gobierno, principalmente bonos del Estado.
- Normalmente existe una correlación inversa entre el crecimiento de los diferentes tipos de financiación del Banco Central al gobierno.

Incremento bomba monetaria y otros tipos financiación al gobierno

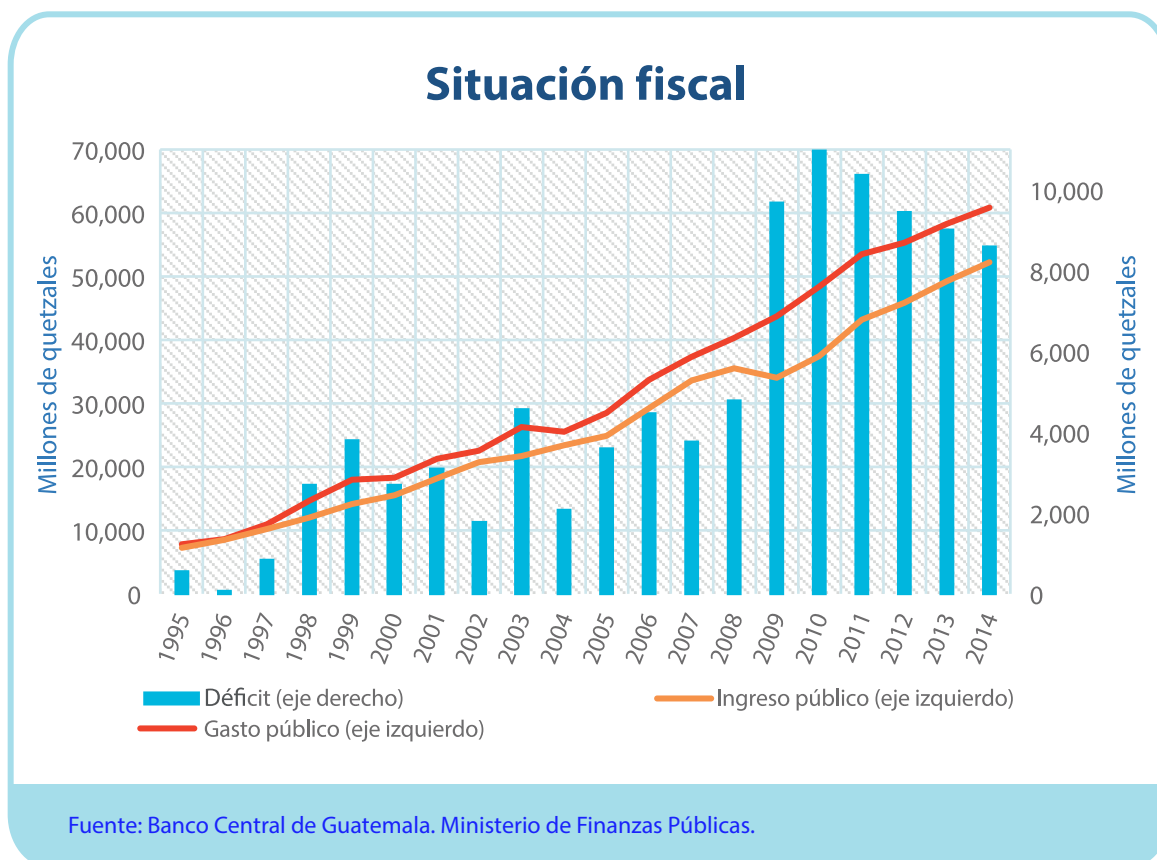


Fuente: Elaboración propia, a partir de datos del Banco Central de Guatemala.

Situación fiscal

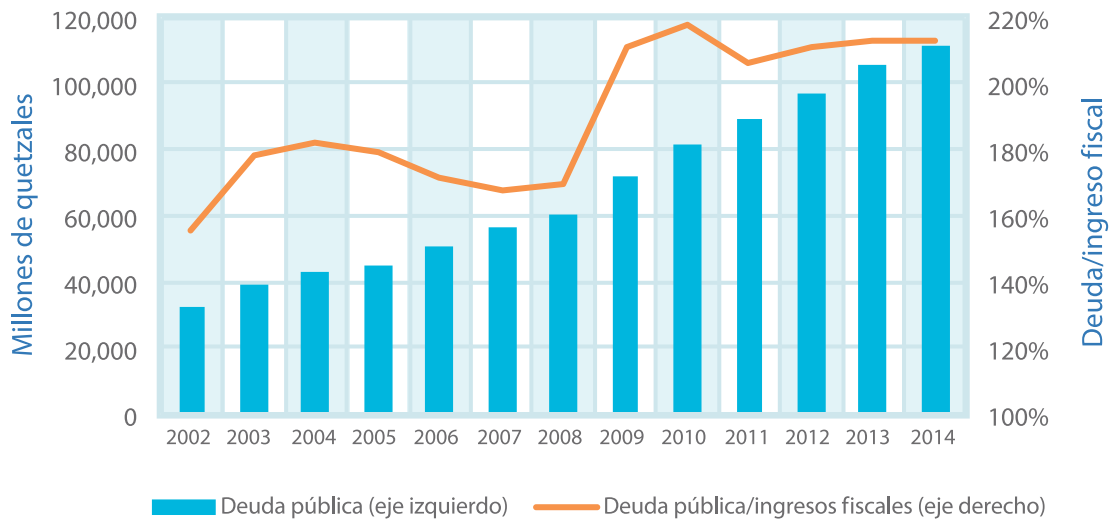
Uno de los grandes puntos pendientes de la economía guatemalteca es la actuación de su gobierno.

- En el 2009, el déficit público se multiplicó por dos. Desde entonces, se abre una brecha fiscal que no ha conseguido cerrarse.
- En el 2010, el déficit marca un máximo histórico de casi Q11,000 millones. Desde esa fecha, el déficit se reduce de forma mínima. En el 2014, la cifra es de Q8,600 millones.



- Los déficits públicos cristalizan el incremento de deuda pública y la acumulación desmedida de la misma en riesgo de impago. Guatemala se encuentra cerca de la zona roja, indicada por el FMI como peligrosa, para el sostenimiento de las cuentas públicas (250% de deuda sobre ingresos tributarios).
- El riesgo de impago pone en peligro la estabilidad del quetzal. La deuda pública es, en parte, el respaldo de la moneda.
- El riesgo de impago limita la entrada de capital extranjero. Además, fomenta la entrada de capital "golondrina", desincentivando la entrada de capital por inversión extranjera directa.

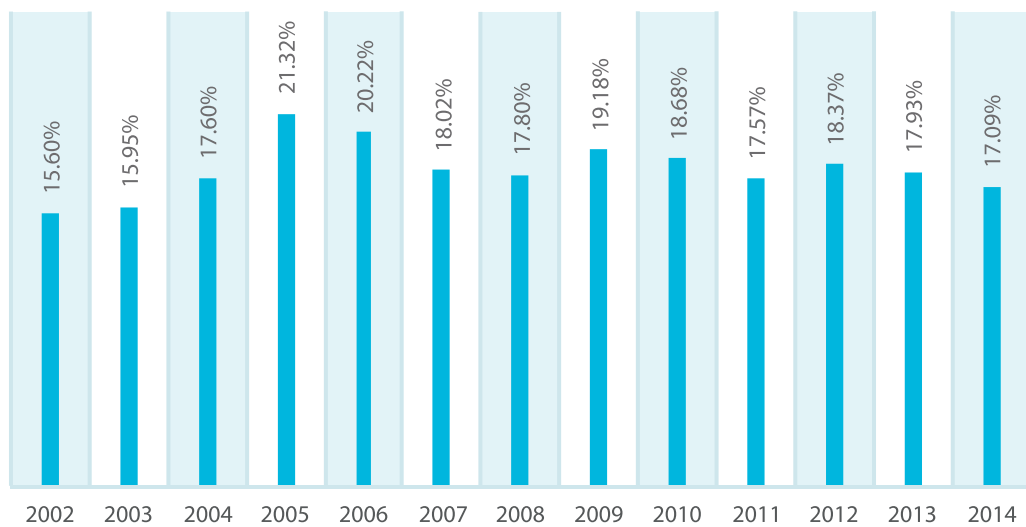
Acumulación deuda pública



Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas de Guatemala.

- El servicio de la deuda se lleva más del 17% del presupuesto público.
- Existe una ligera tendencia a disminuir el servicio de la deuda sobre ingresos fiscales, a pesar del incremento de la cuantía de deuda total. Esto se debe al incremento de los ingresos fiscales y, sobre todo, a los bajos tipos de interés mundiales.
- El sobre-endeudado sector público podría llegar a sufrir ante una subida del tipo de interés por parte de la FED.

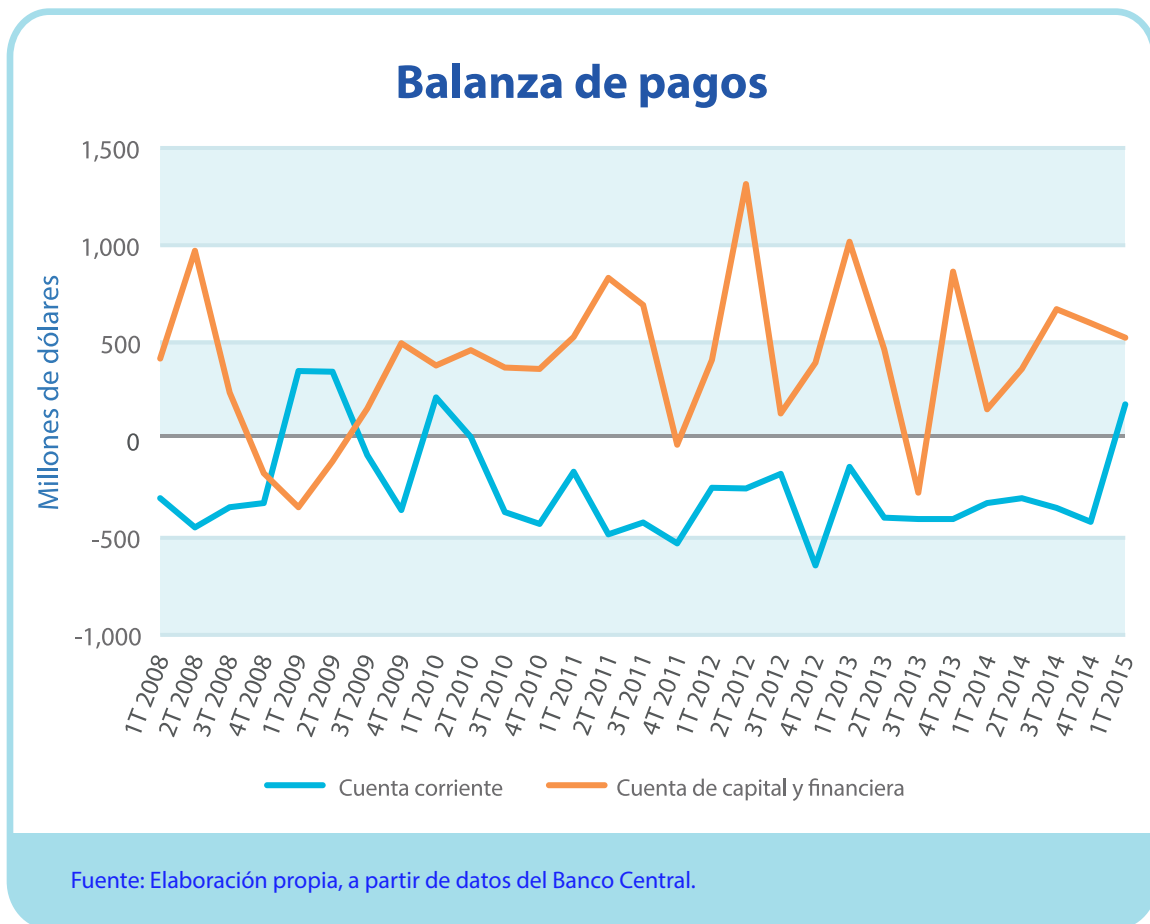
Servicio de la deuda/Ingresos fiscales



Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas de Guatemala.

Balanza de pagos de Guatemala

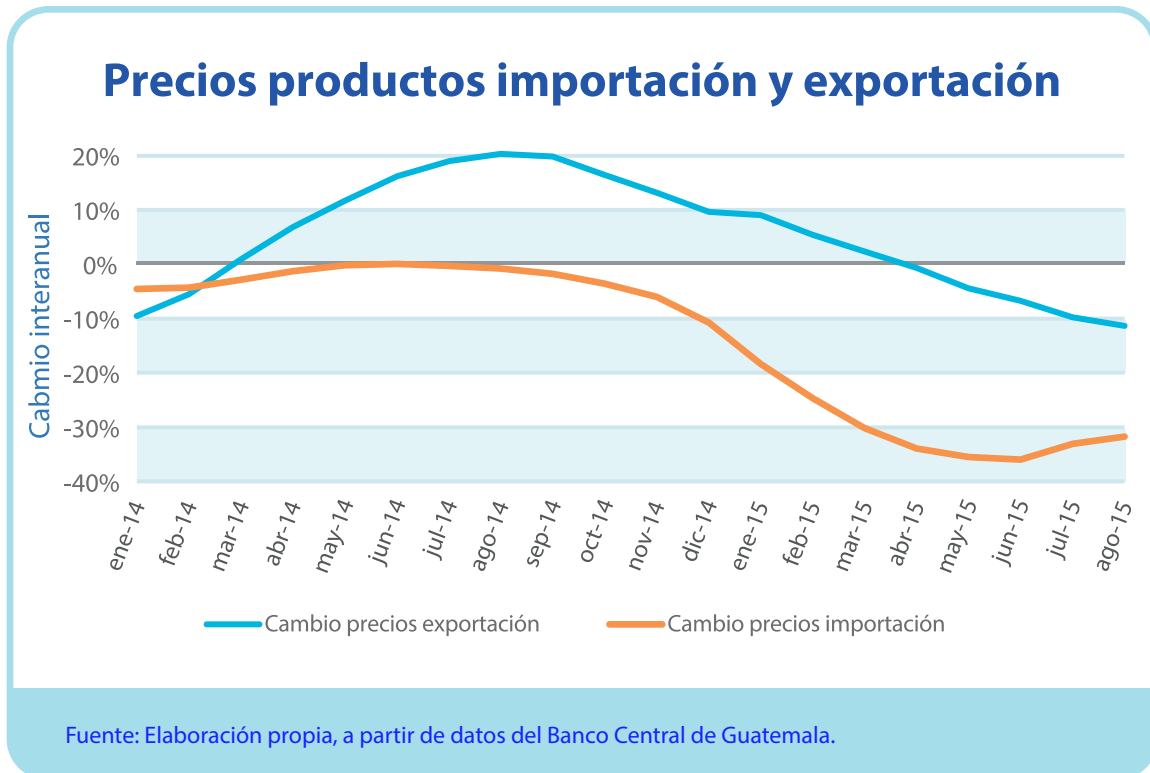
- En el primer trimestre del 2015, la cuenta corriente muestra superávit. La divergencia entre precios de importación y precios de exportación explica este fenómeno. (Ver la sección Precios de importación y exportación).
- Los superávits en cuenta corriente son extraños en la economía guatemalteca. El último superávit ocurrió en el segundo trimestre del 2010.
- Desde el 2008, solo se han registrado 5 de 24 trimestres con superávit en cuenta corriente.



- El superávit de balanza financiera se ve apuntado, igual que el último trimestre del 2014, por utilidades retenidas no repatriadas y préstamos al gobierno. Las cuentas corrientes a instituciones financieras apoyan este valor positivo en la cuenta financiera.
- Este efecto es congruente con el valor estacional a la baja del tipo de cambio del primer trimestre de cada año.

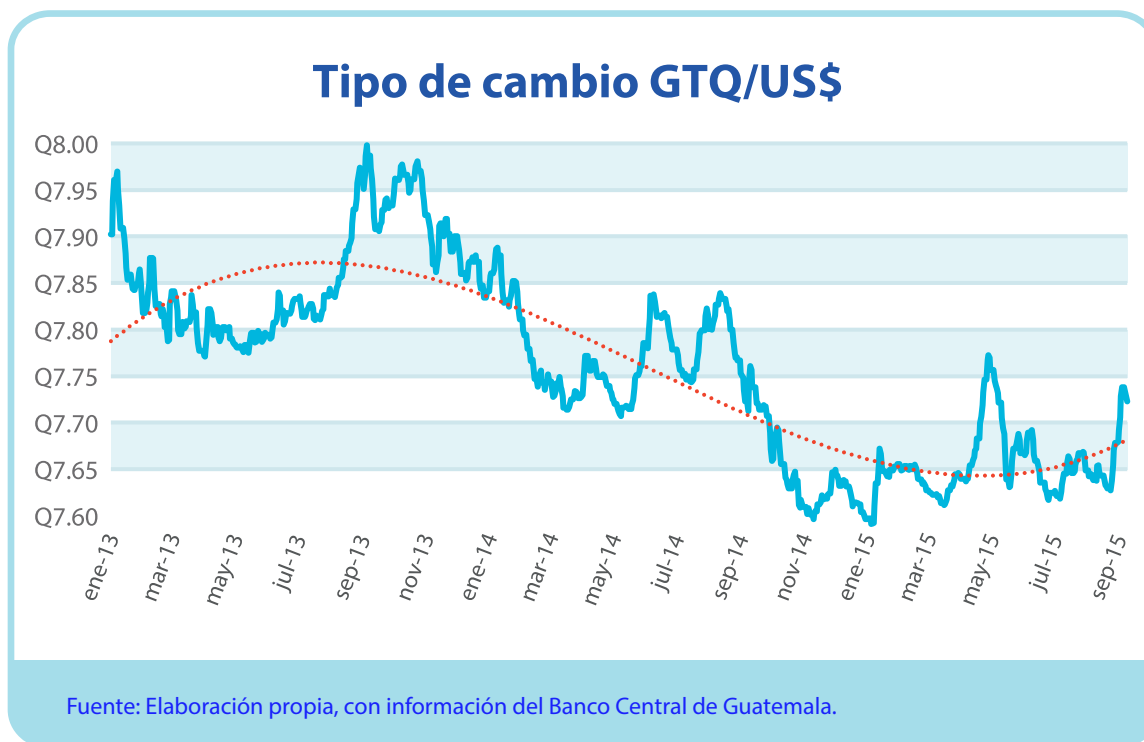
Precios de importación y exportación

El superávit en cuenta corriente tiene como base la divergencia en los últimos meses entre los precios de los productos que importa Guatemala y los de los productos objetos de exportación.



- La economía guatemalteca tiene gran dependencia del precio de las materias primas, igual que otras economías latinoamericanas.
- Desde mediados del año pasado, vemos cómo el precio ponderado de las exportaciones guatemaltecas sufre poco cambio.
- En contraste, el cambio en el precio ponderado de los productos de importación ha disminuido considerablemente.
- Esta divergencia ayuda a explicar el inusual superávit en cuenta corriente.
- La apreciación del quetzal en los últimos trimestres también es consecuente con estos datos. (Ver la sección Tipo de cambio). Se generan más divisas con el mismo esfuerzo productivo, por lo que el precio del dólar tiende a bajar contra la moneda nacional.

Tipo de cambio



- La reciente apreciación del quetzal tiene su base en la mayor entrada de divisas provenientes de la relativa estabilidad en los precios de las mercancías que se exportan y la disminución de los precios de las mercancías objeto de importación. (Ver la sección Precios de importación y exportación).
- Una hipótesis alternativa de este comportamiento es el mercado informal de dólares y los altos costos de transacción de bancarizar dicho mercado por regulaciones anti-lavado de dinero.
- Los factores estacionales del tipo de cambio siguen manifestándose, como cada año. En el primer semestre del año, el tipo de cambio tiende a la baja, y a partir de agosto el tipo de cambio inicia una subida que dura hasta diciembre.

Especial sobre elecciones

La costumbre de celebrar campañas basadas en obsequios y rifas es bastante criticada por varios sectores de la sociedad civil, peor aún si se hace con poco entendimiento o investigación del porqué de este fenómeno. El comportamiento del votante es motivado también por factores económicos. Creemos que el ingreso medio del votante tiene un efecto sobre la efectividad del tipo de campaña que llevan a cabo los partidos políticos.

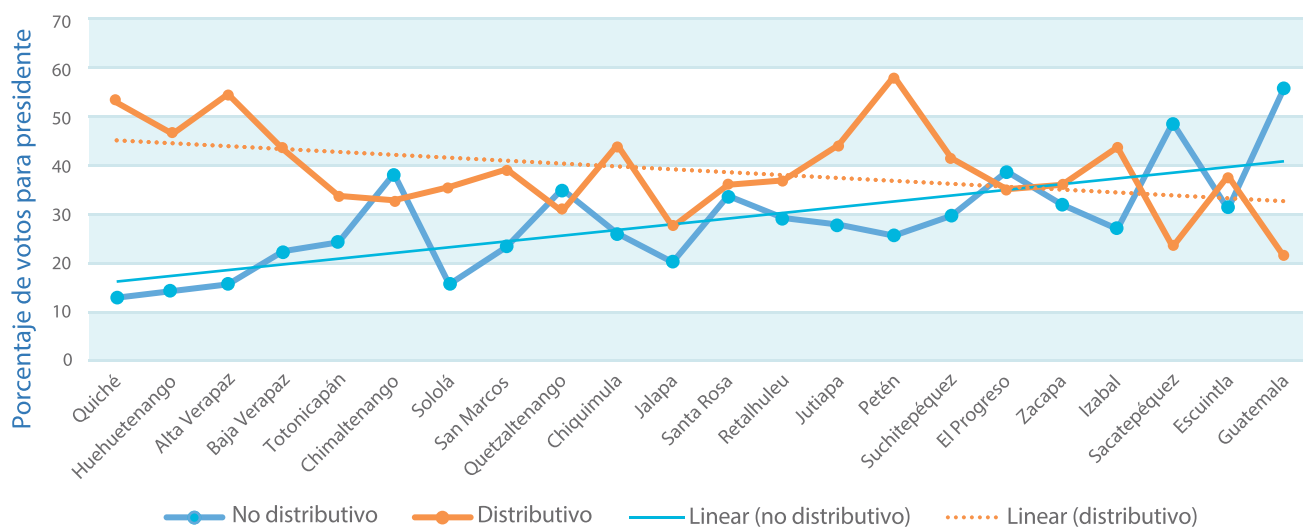
Departamento	Ingreso medio
Quiché	Q720.00
Alta Verapaz	Q800.00
Huehuetenango	Q800.00
Baja Verapaz	Q840.00
Totonicapán	Q840.00
Chimaltenango	Q886.00
Sololá	Q900.00
San Marcos	Q1,000.00
Quetzaltenango	Q1,000.00
Chiquimula	Q1,040.00
Jalapa	Q1,050.00
Santa Rosa	Q1,100.00
Petén	Q1,200.00
Jutiapa	Q1,200.00
Suchitepéquez	Q1,200.00
Retalhuleu	Q1,200.00
El Progreso	Q1,250.00
Zacapa	Q1,400.00
Izabal	Q1,500.00
Sacatepéquez	Q1,500.00
Escuintla	Q1,960.00
Guatemala	Q2,000.00

Fuente: Elaboración propia con datos publicados por CIEN.

No es nuestro propósito relacionar el ingreso medio con preferencias de carácter ideológico, sino el ingreso medio con efectividad de determinada forma de llevar a cabo el proselitismo. Se separó el tipo de campaña en dos grandes grupos: aquellas que consideramos como distributivas, cuyo eje principal fueron las dádivas (bolsas de víveres, materiales de construcción, rifas, etc.) y aquellas que pueden clasificarse como no distributivas, cuyo eje principal no fue obsequiar bienes para ganar simpatizantes.

Como distributivas, se tomaron como muestra los votos obtenidos por el partido UNE y LÍDER, cuyos votos para presidente suman un total de 39.41% del total de los emitidos. Como no distributivas se tomaron como muestra los votos de los partidos FCN Nación, Fuerza y VIVA, cuyos votos para presidente suman un total de 36.19% de los votos totales.

Relación ingreso medio y naturaleza campaña



Fuente: Elaboración propia, con datos del Instituto Nacional de Estadística y Tribunal Supremo Electoral.

Al comparar el porcentaje de votos obtenidos por cada grupo con el nivel medio de ingreso por departamento encontramos una clara tendencia. En la medida que el ingreso medio del votante aumenta, la efectividad de las campañas distributivas sobre las elecciones presidenciales disminuye de manera marcada. Mientras tanto, las campañas no distributivas tienen menos efectividad allí donde el ingreso medio es más bajo. Además, al superar el umbral de ingreso medio de 1,400.00 quetzales, parece que la relevancia de los obsequios que los políticos puedan repartir es menos relevante; los votantes pasarían a tomar en consideración otros aspectos de la oferta política para decidir su voto.

Creemos también que la efectividad de las campañas distributivas se diluye en la medida que se distancia la candidatura del elector. Es decir, las campañas distributivas son mucho más efectivas para la elección de autoridades municipales, menos efectivas para los cargos a diputados y la efectividad es aún menor para la elección del presidente. Esto explicaría la diferencia entre la composición del nuevo congreso electo y los resultados de la primera vuelta para la elección de presidente. Las campañas que clasificamos como distributivas tuvieron como resultado el 50% de los curules, mientras las campañas que clasificamos como no distributivas apenas obtuvieron un 15% de los asientos en el congreso.

Notas Metodológicas

1- Evolución cuantitativa del crédito

La cartera de créditos ha sido agrupada con el criterio descrito en la sección del PIB; la clasificación ha sido realizada con datos proveídos por la Superintendencia de Bancos de Guatemala, con base en el reporte E83 de las entidades supervisadas por la SIB. Las tres categorías incluyen:

- **Consumo y Actividades Vinculadas al Consumo.** (En esta categoría se incluye lo reportado como consumo, comercio, 50% del rubro de construcción y 50% del rubro de transporte).
- **Actividades Intermedias Vinculadas al Consumo e Intermediación entre Bienes de Capital y Consumo.** (50% de la actividad agrícola y sector primario, industria manufacturera, 50% de transporte y 50% de servicios financieros y servicios prestados a las empresas).
- **Bienes de Capital y Actividad Productiva.** (Explotación de minas y canteras, electricidad, agua, y gas, 50% de servicios de financiamiento y prestados a las empresas, y 50% de agricultura, por el impacto de la agroindustria).

2- Cálculo de la inflación sin energía y transporte

Se han reconstruido los pesos de los diferentes índices del índice de precios al consumidor total de Guatemala de la siguiente forma:

Índice de precios total = $\beta_0 + \beta_1 \cdot \text{IPC alimentos y bebidas no alcohólicas} + \beta_2 \cdot \text{bebidas alcohólicas y tabaco} + \beta_3 \cdot \text{IPC prendas de vestir y calzado} + \beta_4 \cdot \text{IPC vivienda, agua, electricidad y gas} + \beta_5 \cdot \text{IPC muebles, artículos para el hogar} + \beta_6 \cdot \text{IPC salud} + \beta_7 \cdot \text{IPC transporte} + \beta_8 \cdot \text{IPC} + \beta_9 \cdot \text{IPC comunicaciones} + \beta_{10} \cdot \text{IPC recreación y cultura} + \beta_{11} \cdot \text{IPC educación} + \beta_{12} \cdot \text{IPC restaurantes y hoteles} + \beta_{13} \cdot \text{bienes y servicios diversos} + \text{error}$.

Luego, al establecer los pesos relativos con 52 meses, se eliminaron los pesos relativos del IPC vivienda, agua, electricidad y gas, y del IPC transporte, calculando un nuevo 100% para establecer los pesos relativos en el IPC total sin los IPC mencionados. Los resultados se muestran en la tabla a continuación:

IPC	Peso relativo	Peso relativo
Constante	-	-
Alimentos y bebidas no alcohólicas	0.29	0.37
Bebidas alcohólicas y tabaco	0.00	0.00
Prendas de vestir y calzado	0.08	0.10
Vivienda, agua, electricidad, gas	0.13	-
Muebles, artículos para el hogar	0.06	0.08
Salud	0.04	0.06
Transporte	0.10	-
Comunicaciones	0.05	0.07
Recreación y cultura	0.06	0.07
Educación	0.04	0.05
Restaurantes y hoteles	0.09	0.12
Bienes y servicios diversos	0.07	0.09
Total	1.00	1.00

Elaboración propia con datos del INE y Banco Central de Guatemala.

3- Regresión OMA vs. M1

Cochrane-Orcutt, using observations 2009:03-2015:08 (T = 78)

Dependent variable: OMA

$\rho = 0.623858$

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-4.323e-05	0.00511077	-0.0085	0.9933	
M1_1	0.724833	0.300433	2.4126	0.0182	**

Statistics based on the rho-differenced data:

Mean dependent var	0.006031	S.D. dependent var	0.020164
Sum squared resid	0.018781	S.E. of regression	0.015720
R-squared	0.400118	Adjusted R-squared	0.392225
F(1, 76)	5.820776	P-value(F)	0.018249
ρ	0.053980	Durbin-Watson	1.846574

4- Índices importación y exportación

Desde *UFM Market Trends* proponemos dos nuevos indicadores para monitorear la actividad económica en Guatemala:

- Índice de precios de importación: Índice sintético que mide el cambio en el precio de los principales productos de importación (aquellos con un peso mayor al 5% del total de importaciones), ponderados por su importancia relativa en la factura importadora.
- Índice de precios de exportación: Índice sintético que mide el cambio en el precio de los principales productos de exportación (aquellos con un peso mayor al 5% del total de exportaciones), ponderados por su importancia relativa en la factura importadora.

Estos índices ayudan a interpretar los clásicos indicadores macroeconómicos en las áreas de balanza de pagos y tipo de cambio \$/Q.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.