



BANCO DE GUATEMALA



**EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA,
CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2018,
Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2019**

CONTENIDO¹

I.	ANTECEDENTES	1
II.	RESUMEN EJECUTIVO	2
III.	EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2018	7
A.	ENTORNO EXTERNO	7
	1. Panorama general	7
	2. Desempeño de las economías avanzadas	9
	3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	12
	4. Mercados financieros internacionales	18
	5. Precios internacionales de algunas materias primas	22
	6. Inflación y política monetaria	28
B.	ENTORNO INTERNO	33
	1. Actividad económica.....	33
	2. Inflación	36
	3. Tipo de cambio	40
	4. Tasa de interés real neutral	42
	5. Agregados monetarios y crédito bancario al sector privado.....	43
	6. Índice de condiciones monetarias	47
	7. Variables del sector externo	48
	8. Finanzas públicas	50
C.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2018	55
	1. Política monetaria	55
	2. Política cambiaria	57
IV.	ESTIMACIONES DE CIERRE 2018 Y PERSPECTIVAS PARA 2019	60
A.	DEL ENTORNO EXTERNO	60
	1. Crecimiento económico	60
	2. Inflación internacional	62

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 7 de diciembre de 2018, salvo otra indicación.

B.	DEL ENTORNO INTERNO	64
1.	Actividad económica	64
2.	Inflación	68
3.	Sector monetario	69
4.	Balanza de pagos	72
5.	Sector fiscal	76
V.	REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	79
A.	ASPECTOS GENERALES Y RESUMEN EJECUTIVO	79
B.	POLÍTICA MONETARIA	80
1.	Variables indicativas	80
2.	Variables informativas	82
3.	Variables de seguimiento	84
C.	POLÍTICA CAMBIARIA	84
D.	TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS DEL BANCO DE GUATEMALA	87
VI.	RECOMENDACIÓN.....	87
 ANEXOS		
	ANEXO 1	89
	ANEXO 2	96
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	100

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2018, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2019

I. ANTECEDENTES

En 2005 la autoridad monetaria decidió adoptar el esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta un horizonte temporal para el cumplimiento de la misma. Ello también conlleva la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria para dar certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios. La Junta Monetaria, de conformidad con el inciso a) del artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, tiene la atribución de determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional.

En el contexto descrito, la Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia con vigencia indefinida y una meta de inflación de mediano plazo, en la cual se establece que, de acuerdo con la evolución del entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, el Banco de Guatemala debe revisar y, de ser el caso, proponer las modificaciones que se consideren necesarias a dicha política. Con esa base, la modificación más reciente a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia se realizó mediante resolución JM-113-2017.

Para continuar dando cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria,

cambiaria y crediticia, a noviembre de 2018, las perspectivas económicas para 2019, así como la revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

II. RESUMEN EJECUTIVO

Entorno externo. Durante 2018, la economía mundial continuó expandiéndose, impulsada por el aumento de la inversión y del consumo privado; no obstante, el volumen del comercio mundial y la producción manufacturera han comenzado a moderarse, en un contexto en el que los riesgos a la baja y la incertidumbre se intensificaron. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial crecería 3.7% tanto en 2018 como en 2019, igual que el crecimiento registrado en 2017. Vale indicar que estas perspectivas son menos favorables que las previstas a inicios de año.

En las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento económico son positivas para 2018 (2.4%) y para 2019 (2.1%), aunque con cierta moderación en la Zona del Euro, Reino Unido y Japón. Los Estados Unidos de América siguió mostrando un sólido desempeño económico y se prevé que crezca 2.9% en 2018 y 2.5% en 2019, resultado de mayores niveles de confianza de los empresarios y los consumidores, derivados del efecto expansivo de los recortes de impuestos a las empresas y a las personas, y de la fortaleza del mercado laboral, en un entorno en el que las condiciones monetarias siguen siendo acomodaticias, en congruencia con el proceso gradual de normalización de la política monetaria estadounidense. No obstante, como se mencionó, persisten algunos riesgos a la baja, particularmente, las medidas proteccionistas en el ámbito del comercio internacional adoptadas por los Estados Unidos de América y la intensificación de las tensiones geopolíticas.

En la Zona del Euro, el crecimiento de la actividad económica continúa siendo positivo, aunque evidencia una moderación en la previsión de crecimiento económico para 2018 (2.0%) y para 2019 (1.8%), privando riesgos que podrían afectar de manera relevante el desempeño económico, siendo los principales la incertidumbre política en la región,

particularmente en Italia, y las negociaciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*).

Por su parte, para las economías de mercados emergentes y en desarrollo se estima un crecimiento de 4.7% tanto en 2018 como en 2019, resultado del incremento de la inversión y de mayores precios de algunas materias primas, aunque las tensiones comerciales y geopolíticas, aunadas a la incertidumbre política y otros factores internos, se reflejarían en un comportamiento más heterogéneo y menos dinámico de lo anticipado en este grupo de países. Destaca el crecimiento económico esperado tanto en la República Popular China (6.6% en 2018 y 6.2% en 2019) como en India (7.3% en 2018 y 7.4% en 2019); asimismo, la consolidación de la recuperación en Brasil y en Rusia. Cabe destacar que, al igual que en el caso de las economías avanzadas, los riesgos para este grupo de economías siguen sesgados a la baja, consecuencia, principalmente, de la expectativa de condiciones financieras menos favorables y del potencial efecto negativo de un aumento de las medidas proteccionistas a nivel mundial.

Para el conjunto de países de Centroamérica, el PIB registraría un crecimiento de 2.3% en 2018 y 2.8% en 2019, resultado de un entorno externo favorable, asociado al aumento en el flujo de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), y al dinamismo de la economía mundial, en especial en los Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región; lo cual contribuiría a compensar, en parte, el impacto económico que ha tenido el conflicto sociopolítico en Nicaragua.

Los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento más volátil, reflejo de la mayor aversión al riesgo, asociada, principalmente, a la normalización de la política monetaria estadounidense, las tensiones comerciales y la incertidumbre política. El endurecimiento de las condiciones de financiamiento, a

causa del aumento de las tasas de interés externas y el fortalecimiento del dólar estadounidense, han afectado, en mayor medida, a las economías de mercados emergentes y en desarrollo con fundamentos macroeconómicos débiles (principalmente Turquía y Argentina).

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala han mantenido niveles promedio, superiores a los registrados el año pasado. El precio del petróleo, tras mantener una tendencia al alza que se extendió hasta mediados de octubre, debido, en términos generales, a las condiciones crecientes de demanda levemente por encima del aumento de la oferta mundial del crudo; a mediados de octubre, registró una marcada reversión, como consecuencia de las perspectivas de una menor demanda mundial y el aumento de la producción de crudo tanto en los Estados Unidos de América, como en algunos países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo han mostrado aumentos, resultado, principalmente, de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores. En ese contexto, las proyecciones de precios promedio del petróleo, del maíz amarillo y del trigo para 2018 se ubicarían por arriba de los registrados en 2017.

A nivel internacional, la inflación ha tendido a incrementarse, debido, en buena medida, a la evolución del precio de los energéticos y a presiones de demanda interna en varios países, resultado de la recuperación del crecimiento económico mundial. En las economías avanzadas, el aumento en la inflación refleja los mayores precios de la energía y la solidez de la demanda interna; en tanto que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las depreciaciones cambiarias en algunas de ellas han sido una fuente de presiones inflacionarias. En el caso particular de los países de América Latina con metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se ha

moderado, de forma que, en la mayoría de estos países, dicha variable continúa dentro de la meta prevista. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantiene en torno a las metas, aunque se han empezado a evidenciar presiones al alza en los precios de los alimentos, en adición al incremento que se ha observado en el precio interno de los combustibles.

Entorno interno. De acuerdo con la estimación de cierre, el producto interno bruto (PIB) crecería 3.0% en 2018, por encima del crecimiento observado en 2017 (2.8%), pero por debajo del PIB potencial (alrededor de 3.5%). Dicho resultado se explicaría por la expansión en 4.7% de la demanda interna (2.8% en 2017), asociada al aumento del consumo privado y, en menor medida, de la inversión, así como a la recuperación del gasto de consumo del Gobierno Central; en tanto que las exportaciones netas tendrían una contribución negativa. Por el lado de la oferta, todas las actividades económicas, con excepción a la de explotación de minas y canteras, registrarían tasas de variación positivas.

A octubre, el valor FOB de las exportaciones de bienes disminuyó 2.6% respecto de similar periodo de 2017, resultado de la reducción en el volumen exportado (11.2%) que, en parte, fue compensado por el aumento en el precio medio de exportación (9.6%), a pesar de que el precio internacional de algunos productos relevantes (como el azúcar, el café y el caucho natural) registró una disminución. Los principales productos de exportación que mostraron una disminución en su valor exportado fueron, en su orden: azúcar, plomo, piedras y metales preciosos y semipreciosos, café y caucho natural. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 8.9%, reflejo del incremento tanto en el volumen importado (5.1%), como en el precio medio de importación (3.6%), este último asociado, principalmente, al alza en el precio internacional del petróleo y sus derivados, que generó un aumento de US\$549.2 millones en el pago de la factura petrolera (US\$503.5 millones en 2017).

Al 30 de noviembre de 2018, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$8,444.4 millones, superior en US\$972.5 millones (13.0%) respecto al monto observado en igual periodo del año previo; lo que representa una moderada desaceleración respecto del año anterior que, como se anticipó, refleja la reducción gradual de los envíos extraordinarios (constituídos principalmente por ahorros); en contraste, la situación favorable del empleo hispano en los Estados Unidos de América sigue influyendo en el flujo de divisas que ingresan al país en concepto de remesas familiares. De esa cuenta, dicho flujo, en términos nominales (en dólares estadounidenses), continúa siendo importante.

Las Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de noviembre de 2018, alcanzaron un monto de US\$12,472.7 millones, mayor en US\$703.2 millones al observado a finales de 2017, resultado, fundamentalmente, de las compras netas efectuadas mediante la activación de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y del mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales², lo que compensó los pagos por deuda externa del sector público y la amortización de los vencimientos de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América. El referido nivel de RIN equivale a 7.5 meses de importaciones, lo que refleja la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre, una depreciación interanual de 4.90%, resultado asociado al cambio de comportamiento de sus fundamentos, que hasta agosto de 2017, habían propiciado una tendencia a la apreciación³. En efecto, en lo que va del presente año, aunque el flujo de remesas

familiares sigue siendo importante, éste muestra un crecimiento menor que el del año previo, lo que genera menos presión a la apreciación. Por su parte, como se indicó, se ha observado un aumento en el ritmo de crecimiento del valor de las importaciones, a lo que se adicionó una reducción en el valor de las exportaciones, lo que ha contribuido a que el tipo de cambio desde la segunda quincena de agosto de 2017, muestre una tendencia a la depreciación. En ese contexto, el Banco Central continuó participando en el mercado cambiario con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia. La participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la regla de participación generó compras netas de divisas por US\$725.5 millones y por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales compras de divisas por US\$455.9 millones, lo que sitúa la participación del Banco Central, en términos netos, en US\$1,181.4 millones.

El ritmo inflacionario a noviembre se ubicó en 3.15%, valor que se encuentra dentro de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria de la inflación responde a condiciones tanto de demanda como de oferta y estuvo explicada, principalmente, por el alza de los precios de los bienes de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, dado que el resto de divisiones de gasto no registraron incrementos significativos. Cabe destacar que, entre enero y julio del presente año, la evolución de precios mostró la reversión de los choques de oferta que incrementaron los precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas el año anterior, induciendo una reducción notable de la variación interanual de dicha división; en tanto que en agosto y septiembre dicha división de gasto volvió a mostrar un crecimiento importante, resultado del alza en los precios medios de varios gastos básicos, particularmente, el maíz blanco, los productos de tortillería y algunas hortalizas y frutas; no obstante, a partir de octubre, pero con mayor

² Dicho mecanismo, previsto en la política cambiaria vigente, se implementó entre enero y mayo y entre el 17 de agosto y el 31 de octubre del presente año, con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario.

³ Entre septiembre de 2014 y la primera quincena de agosto de 2017, se observó un incremento extraordinario en la remesas familiares, lo que, combinado con una reducción en la demanda de divisas para importaciones, propició un incremento notable en la oferta de divisas en el mercado cambiario y, consiguientemente, la apreciación del tipo de cambio nominal.

intensidad en noviembre, se revirtieron los aumentos en los precios medios del maíz blanco y de algunas hortalizas (especialmente la cebolla, el güisquil y el culantro). Adicionalmente a los choques de oferta a los que ha estado expuesta la inflación, ésta ha respondido a las condiciones de la demanda agregada, particularmente las de consumo privado, dada la posición cíclica de la economía. Lo anterior, ha permitido mantener una política monetaria acomodaticia, sin comprometer la meta de inflación, en un contexto en el que las expectativas de inflación han permanecido ancladas.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (reporto a 1 día), éstas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas de interés, activa y pasiva del sistema bancario, continuaron estables, lo que evidencia que los elevados niveles de liquidez en la economía responden a la menor demanda de créditos, la cual empieza a recuperarse gradualmente.

Los principales agregados monetarios y de crédito, al 29 de noviembre, evidenciaron un comportamiento congruente con lo esperado. El crecimiento interanual de la emisión monetaria se ha moderado, ubicándose en 10.5% (12.3% a finales del año anterior), comportamiento consistente con su estacionalidad y con el menor dinamismo que han registrado los flujos de remesas familiares; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 8.9%. El crédito bancario al sector privado mostró un mejor desempeño (aumento de 6.3% en términos interanuales) respecto al observado a finales del año anterior (3.8%), resultado del aumento del crédito al sector empresarial mayor, del crédito hipotecario para vivienda y, en menor medida, al consumo.

En lo relativo a las finanzas públicas, destaca que el Proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2018 no fue aprobado, por lo que, como lo establece la ley, en el presente año ha regido el presupuesto del ejercicio fiscal

2017. Según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal a finales de año se ubicaría en 1.6% del PIB, mayor al del año anterior (1.3% del PIB). Según cifras al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.1%; mientras que los gastos fueron superiores en 9.8%, respecto de similar periodo del año anterior. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q82,249.3 millones, mayor en Q9,513.4 millones respecto al 31 de diciembre de 2017 (Q72,735.9 millones); por su parte, el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,228.6 millones, mayor en US\$47.1 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). A noviembre, el Ministerio de Finanzas Públicas había realizado colocaciones de bonos del tesoro equivalentes al 90.2% del monto programado para el ejercicio fiscal 2018 (Q13,749.1 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la actividad económica mundial mantiene un desempeño positivo, pero con signos de moderación, una menor sincronización y la intensificación de los riesgos a la baja. Las condiciones financieras internacionales se han endurecido, en un contexto caracterizado por un menor apetito de riesgo entre los inversionistas y episodios de elevada volatilidad financiera. Los precios internacionales, promedio, de las materias primas que pueden afectar la inflación en Guatemala han registrado un incremento respecto del año anterior, aunque el precio *spot* del petróleo ha mantenido una trayectoria a la baja desde mediados de octubre. Por su parte, los pronósticos de precios medios para 2018 prevén precios superiores que los registrados el año anterior.

En el entorno interno, la economía crecería 3.0% en 2018, apoyada por el aumento de la demanda interna, especialmente del consumo privado; en tanto que, por el lado de la oferta, reflejaría la evolución positiva de casi todas las actividades económicas (excepto explotación de minas y canteras). Para 2019, se estima que la actividad económica crecería en un rango de entre 3.0% y 3.8%, resultado del mayor

dinamismo del consumo privado y de la inversión, así como de la recuperación de la demanda externa.

El manejo prudente de la política monetaria y cambiaria, apoyado por la disciplina de la política fiscal, ha contribuido a mantener la estabilidad de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés), lo cual ha sido resaltado en las distintas evaluaciones efectuadas al país por organismos internacionales, como el FMI, y las principales agencias calificadoras de riesgo soberano.

En el contexto descrito, y para mantener una mezcla apropiada de políticas macroeconómicas, la política monetaria mantuvo una postura acomodaticia, la cual se refleja en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria (2.75%). La autoridad monetaria ha reiterado su compromiso de continuar monitoreando el comportamiento de la inflación, sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, con el propósito de adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2018

A. ENTORNO EXTERNO

1. Panorama general

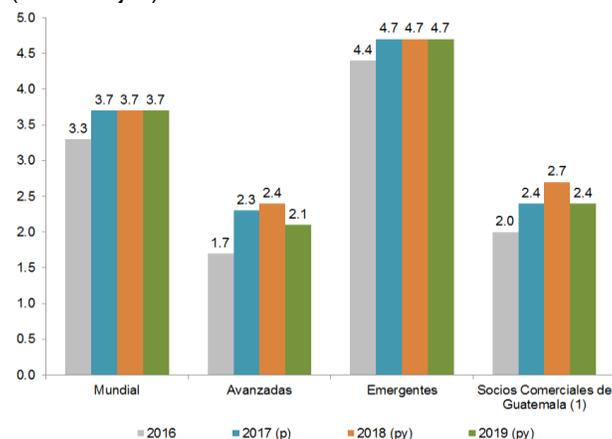
Durante 2018, la actividad económica a nivel mundial continuó expandiéndose, impulsada, entre otros factores, por el aumento del consumo y de la inversión privados, en un ambiente en el que las condiciones macroeconómicas siguen siendo favorables, ante los positivos niveles de confianza, la mejora en los precios de las materias primas (que incide favorablemente en los países exportadores netos), las condiciones financieras internacionales (aún benignas) y el apoyo de las políticas macroeconómicas; sin embargo, el volumen del comercio mundial y la producción manufacturera han comenzado a moderarse. Este panorama ha provocado que las perspectivas de crecimiento económico mundial para el presente año y para el próximo, continúen siendo positivas, aunque menores que las previstas a inicios de año.

En algunas economías, tanto avanzadas como de mercados emergentes y en desarrollo, se ha evidenciado una moderación en las tasas de crecimiento, además de que aún prevalecen niveles elevados de incertidumbre y riesgos a la baja, especialmente los derivados del ámbito político y geopolítico, algunos de los cuales se intensificaron recientemente. En los Estados Unidos de América destaca, por una parte, la implementación de medidas comerciales proteccionistas, las cuales generaron represalias por parte de otros países (particularmente la República Popular China) y que podrían continuar incrementándose y, por la otra, la probabilidad de que el ritmo de normalización de su política monetaria sea más rápido de lo esperado, debido a que la actividad económica continúa creciendo por encima de su nivel potencial; ambos factores han sido una fuente de incertidumbre y han generado volatilidad en los mercados financieros internacionales. En la Zona del Euro continúa la incertidumbre asociada a las

negociaciones en el marco del *Brexit*, al aumento del proteccionismo comercial y a la vulnerabilidad de algunos países de la región. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, prevalecen las tensiones políticas en algunos países, los efectos negativos que se derivan de un aumento del proteccionismo, la vulnerabilidad del sistema financiero chino y la mayor exposición ante el endurecimiento de las condiciones financieras, lo cual comenzó a evidenciarse en el desempeño económico de algunas de estas economías, particularmente en aquellas con fundamentos macroeconómicos menos sólidos. En cuanto a los factores geopolíticos, sobresale la posible intensificación de las tensiones existentes (principalmente en Rusia, Corea del Norte y Siria).

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (Porcentajes)



(p) Preliminar.

(py) Proyectado.

(1) Incluye: Los 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*.

Ante este panorama, se prevé que la economía mundial crezca 3.7% tanto en 2018 como en 2019, igual a la tasa registrada en 2017, resultado del desempeño positivo esperado tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo; no obstante, el impulso del crecimiento entre

las distintas economías sería menos generalizado que lo observado el año previo y de lo esperado a inicios del año. Las economías avanzadas crecerían por encima de su nivel potencial (2.4% en 2018 y 2.1% en 2019), ante el aumento de la demanda interna, el fortalecimiento de los mercados laborales y condiciones financieras que aún se consideran favorables, en un ambiente en el que las políticas monetarias y fiscales continúan apoyando el crecimiento económico. No obstante, se prevé que algunas de estas economías enfrenten limitaciones en su capacidad productiva y que el apoyo de dichas políticas se reduzca, por lo que el crecimiento tendería a moderarse hacia 2019.

En los Estados Unidos de América, el crecimiento continúa siendo apoyado por la mayor demanda interna, ante el aumento de la inversión y del consumo, los cuales han registrado un impulso adicional, resultado de los recortes de impuestos aprobados a finales del año anterior, en un entorno caracterizado por condiciones monetarias acomodaticias, el fortalecimiento patrimonial de los hogares, la mejora sustancial del mercado laboral y elevados niveles de confianza; no obstante, aún prevalece la incertidumbre en el ámbito político, la cual podría afectar la confianza y el desempeño de la actividad económica. Adicionalmente, se prevé que el mayor impacto de las medidas proteccionistas implementadas a lo largo del año comience a materializarse en 2019. En consecuencia, las proyecciones anticipan que la economía estadounidense crecería 2.9% en 2018 y 2.5% en 2019.

En la Zona del Euro, la recuperación económica continúa, pero el ritmo de la expansión se ha moderado en algunos países, en parte como consecuencia del menor impulso de la demanda externa, la cual se prevé que continúe desacelerándose. En general, el crecimiento sigue siendo apoyado por la demanda interna, la que se ha beneficiado de los elevados niveles de confianza de los consumidores y las mejoras en el mercado laboral; sin embargo, la confianza empresarial ha sido afectada por la incertidumbre asociada a las

tensiones comerciales, además de que el proceso de negociación del *Brexit* sigue siendo un riesgo relevante. El crecimiento previsto para la región es de 2.0% para 2018 y de 1.8% para 2019.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.7% en 2018 y en 2019 (similar al de 2017), resultado del impulso proveniente de algunas economías avanzadas (particularmente de los Estados Unidos de América), el aumento en los precios de las materias primas y el incremento sostenido de la inversión (especialmente en Asia Emergente y en algunos países de América Latina); sin embargo, el ritmo de crecimiento entre regiones y países continúa siendo heterogéneo, al tiempo que ha perdido impulso, en un contexto de mayores tensiones financieras y comerciales, que han tenido un impacto negativo, particularmente, en aquellas economías con desbalances macroeconómicos pronunciados (Argentina y Turquía, principalmente). En este grupo de economías destaca el dinamismo en el crecimiento económico esperado tanto en India como en la República Popular China y la recuperación gradual de Rusia y de Brasil; así como, un desempeño mejor de lo esperado en varios países de América Latina.

Los mercados financieros internacionales presentaron una dinámica caracterizada por episodios de elevada volatilidad, reflejo del aumento de la aversión global al riesgo, ante la preocupación de que el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense pudiera ser más rápido de lo anticipado, la intensificación de las tensiones comerciales y, en menor medida, geopolíticas, y el deterioro de la situación financiera de algunas economías tanto avanzadas como emergentes. La volatilidad se acentuó en febrero y recientemente en octubre en las economías avanzadas, mientras que ha sido más pronunciada y persistente en las economías de mercados emergentes, por lo que las condiciones financieras para este último grupo de economías se han tornado menos favorables, en

especial para aquellas con fundamentos macroeconómicos débiles y alta incertidumbre política.

En el presente año, los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación de Guatemala mostraron precios promedio superiores a los del año previo debido, por una parte, al dinamismo de la actividad económica mundial y, por la otra, a algunas restricciones en la oferta. Sin embargo, en el caso del precio internacional del petróleo, a partir de la segunda semana de octubre el precio *spot* empezó a registrar una significativa reducción que derivó en precios inferiores a los observados a finales del año anterior; en efecto, al 9 de noviembre éste registró una disminución de 0.94%. Por su parte, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo registraron aumentos en términos acumulados de 5.43% y 17.56%, respectivamente; dichos incrementos, se explican, en mayor medida, por condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores y, en menor medida, por un aumento en la demanda de ambos cereales. En el contexto descrito, los precios promedio de las referidas materias primas, son superiores a los observados el año anterior.

En cuanto a la inflación internacional, ésta se ha incrementado, debido a precios más altos de algunas materias primas, en particular del petróleo y sus derivados. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles superiores a los del año previo y por encima de las metas de sus respectivos bancos centrales en casi todos los países. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha tendido a incrementarse recientemente, aunque aún se mantiene relativamente moderada, reflejando, adicionalmente el efecto del traspaso de las depreciaciones monetarias. En los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se desaceleró y, con excepción de México, permanece en meta. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se aceleró moderadamente, por las presiones

provenientes del aumento en los precios de los combustibles, aunque continúan fluctuando en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico en el tercer trimestre de 2018 fue de 3.5%⁴, inferior al registrado en el trimestre previo (4.2%), pero continuó evidenciando la fortaleza del crecimiento económico estadounidense de corto plazo. El menor ritmo de crecimiento en el tercer trimestre respondió, por un lado, a la contracción de la inversión, principalmente residencial y en estructuras destinadas a la explotación de petróleo y gas natural, así como las relacionadas con energía eléctrica y, por el otro, a la reducción de las exportaciones netas, debido a la recuperación de las importaciones y a las menores exportaciones de bienes⁵. No obstante, como se indicó, la actividad económica mantuvo un sólido desempeño, apoyado en la aceleración del consumo de los hogares, el incremento en la variación de existencias y el crecimiento del gasto del gobierno, tanto a nivel estatal como federal.

En este contexto, la actividad económica registra una de sus fases de expansión más prolongadas, respaldada por los elevados niveles de confianza (reforzados por las mejores perspectivas con respecto al empleo y los ingresos), el fortalecimiento patrimonial de los hogares, como resultado de las ganancias acumuladas en el mercado de valores y el incremento de los precios de las viviendas; y la solidez del mercado laboral que se refleja en la persistente baja tasa de

⁴ Corresponde a la segunda estimación preliminar y se refiere a la tasa de variación trimestral anualizada.

⁵ La contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento en el trimestre anterior estuvo influenciada, en parte, por el efecto temporal asociado a la expectativa de que los Estados Unidos de América continuaría imponiendo restricciones arancelarias a las importaciones, lo cual provocaría represalias por parte de sus socios comerciales, como ocurrió con las medidas arancelarias anunciadas previamente.

desempleo, la cual se ubicó en 3.7% en octubre⁶, y en la reciente aceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios.

La Reserva Federal continuó avanzando con el proceso gradual de normalización de su política monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió en septiembre incrementar la tasa de interés de fondos federales por tercera ocasión en lo que va del año⁷, ubicándola en un rango entre 2.00% y 2.25%, conforme lo había anticipado el mercado; además, continúa con la reducción de su hoja de balance. Cabe destacar que las expectativas del mercado sugieren, con una alta probabilidad, que dicha tasa de interés podría registrar otro incremento adicional en diciembre de 2018.

En un horizonte de mediano plazo, el mercado espera que siga prevaleciendo el enfoque gradual y predecible en el proceso de normalización de la política monetaria. No obstante, el aumento de las expectativas de inflación, asociado a los potenciales efectos de la política fiscal expansiva, los cambios en la política comercial y la intensificación de las tensiones relacionadas con la misma, podrían afectar la evolución de los precios y el ritmo de la expansión económica, condicionando el ritmo de normalización; aunque, por el momento, la Reserva Federal prevé que la inflación evolucione alrededor de su objetivo de mediano plazo de 2.0%.

Por su parte, la política fiscal ha sido expansiva en lo que va del año y se prevé que continúe con esta orientación en 2019, como resultado de la aprobación de

la reforma tributaria, que entró en vigencia el 1 de enero del presente año, la ampliación de los límites de gasto público para los años fiscales 2018 y 2019 (por US\$143.0 millardos y US\$153.0 millardos, respectivamente). En consecuencia, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) estima que el déficit presupuestario para el año fiscal 2018 sería de 3.9% del PIB (3.5% en 2017) y anticipa que se ubicaría en 4.6% en 2019⁸. Cabe destacar que, además de las medidas antes indicadas, el congreso estadounidense suspendió el techo de la deuda en febrero del presente año, el cual deberá ser discutido nuevamente antes del 1 de marzo de 2019.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería 2.9% en 2018 y 2.5% en 2019, debido al incremento de la inversión y del consumo privado, que serían apoyados por un ambiente caracterizado por elevados niveles de confianza, condiciones financieras aún favorables, un impulso fiscal que comenzaría a moderarse en 2019 y un mercado laboral robusto. Sin embargo, el paso del huracán *Michael*, por algunos estados de la costa este de dicho país en octubre, podría tener algún impacto temporal sobre la producción durante el cuarto trimestre del año⁹; además, la incertidumbre política y los riesgos a la baja continuarían presentes, especialmente por la posibilidad de que se produzca un aumento en las represalias comerciales derivado de la política proteccionista implementada por el gobierno estadounidense.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 1.7%¹⁰ en el tercer trimestre de 2018, inferior al crecimiento registrado en el trimestre previo (2.2%). La

⁶ La tasa de desempleo continúa por debajo de su nivel de largo plazo, que según las estimaciones de los miembros del FOMC a septiembre 2018, sería de entre 4.0% y 4.6%. Adicionalmente, otros indicadores confirman el sólido desempeño del mercado laboral: el ritmo de creación de nuevas plazas vacantes continúa creciendo, mientras que las empresas reportan que es más difícil llenar dichas vacantes; las nuevas solicitudes para optar a prestaciones por desempleo siguen reduciéndose; el número de personas que renuncian a su trabajo se encuentra en niveles altos, lo cual refleja la confianza de los trabajadores en las condiciones del mercado laboral; y los indicadores más amplios de desempleo, como el que incluye a los trabajadores a tiempo parcial por motivos económicos, se situaron en niveles inferiores a los observados previo a la recesión de 2007-2009.

⁷ Los otros dos incrementos anteriores se realizaron en marzo y junio; en cada ocasión por 25 puntos básicos.

⁸ Aunque la incertidumbre alrededor del impacto del estímulo fiscal es elevada, el consenso de analistas es que las medidas aprobadas impulsarían el crecimiento económico en el corto plazo, pero que, a su vez, implicarían un aumento significativo de los niveles de déficit fiscal y de deuda pública en los próximos años (esta última, en ausencia de medidas compensatorias, pasaría de 76.5% del PIB en 2017 a 96.2% del PIB en 2028, según la CBO).

⁹ Por su parte, el paso del huracán *Florence*, a mediados de septiembre, afectó el turismo y la producción agrícola de Carolina del Norte y Carolina del Sur, durante el tercer trimestre del año.

¹⁰ Primera estimación preliminar.

desaceleración observada en la región a lo largo del año se debe, en buena medida, al moderado impulso de la demanda externa, ante el rezago del efecto de la apreciación del euro y el menor ritmo de crecimiento en otras economías avanzadas y, en menor medida, a la moderación de la demanda interna, debido, entre otros factores, a un consumo privado más débil y al efecto de las tensiones comerciales con los Estados Unidos de América sobre la confianza empresarial. No obstante, la expansión económica de la zona continúa siendo robusta, apoyada por la postura acomodaticia de la política monetaria y la política fiscal moderadamente expansiva en algunas economías de la región.

El panorama económico de la Zona del Euro se ha deteriorado levemente, debido a la desaceleración de la actividad económica durante los primeros tres trimestres del año y a que los indicadores de mayor frecuencia indican que el crecimiento de las exportaciones continuaría moderándose. Adicionalmente, prevalece la incertidumbre relacionada con la materialización del *Brexit* y los riesgos asociados al posible aumento del proteccionismo comercial y la normalización de la política monetaria¹¹, junto con otros riesgos de naturaleza geopolítica. Sin embargo, se prevé que el crecimiento continúe apoyándose en la demanda interna, debido a que se espera que el consumo privado siga siendo respaldado por la mejora en las condiciones del mercado laboral, el fortalecimiento patrimonial de los hogares y la elevada confianza del consumidor, aunque esta última ha comenzado a moderarse; mientras que la inversión empresarial se mantiene estable, dadas las expectativas positivas sobre las ganancias empresariales, los aún bajos costos de financiamiento y la necesidad de ampliar su capacidad productiva. En el escenario base, las proyecciones anticipan un crecimiento de la actividad económica de 2.0% en 2018 y de 1.8% en 2019.

¹¹ Por el momento el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin cambios las tasas de interés de referencia; sin embargo, tiene previsto finalizar su programa de compras de activos en diciembre del presente año.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del tercer trimestre de 2018 se situó en 1.5%¹², superior al registrado en el trimestre previo (1.2%). El desempeño de la actividad económica durante dicho trimestre obedeció al incremento del consumo privado, reflejo de la moderada mejora del ingreso real disponible y, en menor medida, de la reducción del ahorro de los hogares. Por su parte, la inversión empresarial continuó contrayéndose, en un contexto en que persiste la incertidumbre alrededor de las negociaciones en materia comercial y financiera con la Unión Europea en el marco del *Brexit*, y las exportaciones se desaceleraron levemente, a medida que el efecto de las depreciaciones pasadas de la libra esterlina continuó disipándose. En ese sentido, se espera que la economía mantenga un ritmo de crecimiento moderado, de 1.4% en 2018 y de 1.5% en 2019, respaldado por condiciones financieras acomodaticias y la mejora en el crecimiento del ingreso real de los hogares, asociada al incremento de los salarios y al menor ritmo de la inflación; en tanto que las perspectivas de inversión permanecerían influenciadas por la incertidumbre en torno al *Brexit*¹³, en particular de las empresas medianas y grandes con presencia internacional.

En Japón, la actividad económica registró una contracción de 1.2%¹⁴ en el tercer trimestre de 2018, después de haberse expandido 3.0% en el trimestre previo. Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de

¹² Primera estimación preliminar.

¹³ En noviembre, los equipos negociadores de la Unión Europea y del Reino Unido acordaron los términos del Acuerdo de Salida del Reino Unido de la Unión Europea, los cuales incluyen lo relativo al compromiso, por parte del Reino Unido, de pagar un importe después de su salida de entre €40.0 y €45.0 millardos, para la protección de los derechos de los ciudadanos del resto de países de la Unión Europea residentes en el Reino Unido, y a las medidas para evitar que se imponga una frontera "rígida" entre Irlanda e Irlanda del Norte. De ser ratificado por los parlamentos de ambas partes, se abriría el camino hacia el período de transición que, en principio, comprendería 21 meses a partir del 29 de marzo de 2019, durante el cual se negociarían las futuras relaciones en materia de comercio, migración y seguridad, así como otros aspectos pendientes por resolver. De momento, el acuerdo propuesto fue aprobado por el gabinete de gobierno británico el 14 de noviembre y por la Unión Europea el 25 de noviembre; no obstante, prevalece la incertidumbre sobre la posibilidad de que el parlamento británico apruebe el acuerdo, cuya votación tendrá lugar el 11 de diciembre del presente año.

¹⁴ Corresponde a primera estimación preliminar y se refiere a la variación trimestral anualizada.

Japón, el resultado refleja la caída del consumo privado y de la inversión empresarial, así como la contribución negativa de las exportaciones netas, influenciadas por las condiciones climáticas adversas y la ocurrencia de desastres naturales¹⁵, los cuales impactaron la producción industrial y agrícola y la actividad exportadora, que también se vio afectada por la moderación del comercio mundial. Aunque este es el segundo trimestre en el año en que la actividad económica se contrae, se proyecta que continuará creciendo por encima de su potencial, impulsada por la evolución positiva del consumo y de la inversión, especialmente la relacionada con la organización de los Juegos Olímpicos de 2020 y con la ampliación de la capacidad productiva del sector privado, la cual estaría respaldada por las sólidas ganancias corporativas y las mejoras en el empleo y los salarios, así como por las políticas de apoyo del gobierno, en particular el mantenimiento de una política monetaria ampliamente expansiva¹⁶ y las medidas de estímulo fiscal. Sin embargo, existen riesgos relevantes asociados, principalmente, a la baja inflación, la inminente consolidación fiscal (incluyendo el aumento del impuesto al consumo a partir de 2019), la transición demográfica y las tensiones comerciales. Derivado de lo anterior, se anticipan tasas de crecimiento económico modestas (1.1% tanto para 2018 como para 2019).

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado y con una clara diferenciación entre países, en el contexto de una menor demanda externa,

¹⁵ En julio se experimentaron fuertes lluvias, seguidas por una ola de calor, mientras que, en septiembre, un fuerte ciclón tropical afectó la costa este del país y un terremoto impactó la segunda isla más grande, situada en el norte.

¹⁶ En la reunión de julio, el Banco de Japón decidió flexibilizar los criterios de algunos de sus instrumentos de política monetaria. En concreto, anunció que permitirá que el rendimiento de bonos soberanos a 10 años fluctúe levemente alrededor de 0%, conforme las condiciones de la actividad económica y la evolución de los precios. Asimismo, decidió que podrían incrementarse o disminuirse los montos de su programa de compra de activos, según las condiciones del mercado.

endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y creciente incertidumbre por las disputas comerciales a nivel mundial. No obstante, este grupo de economías sigue contribuyendo de manera relevante al crecimiento económico mundial y presenta perspectivas que, a pesar de haber sido revisadas ligeramente a la baja, son favorables, resultado, en parte, del impulso proveniente del crecimiento robusto en algunas economías avanzadas (principalmente, los Estados Unidos de América) y del incremento de los precios de las materias primas, que ha beneficiado a los países exportadores de las mismas. Destaca el sostenido dinamismo en el crecimiento económico tanto de India como de la República Popular China; la recuperación gradual de Rusia y de Brasil. En América Latina, el desempeño económico es mejor que el esperado en Colombia y Perú, en tanto que Argentina se mantendría en recesión, debido a la crisis cambiaria y las políticas económicas más restrictivas.

Cabe indicar que las economías de mercados emergentes y en desarrollo aún enfrentan riesgos a la baja relevantes, asociados, principalmente, a la previsión de condiciones financieras más restrictivas, la introducción de barreras al comercio mundial y a la inversión internacional, las crecientes vulnerabilidades del sistema financiero chino y la intensificación de las tensiones de orden político y geopolítico.

En la República Popular China, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.5% durante el tercer trimestre de 2018, levemente inferior a la observada en el trimestre previo (6.7%) y a la expectativa de mercado (6.6%). Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), la desaceleración estuvo influenciada por la moderación en el crecimiento de la inversión y la contribución negativa de las exportaciones netas por tercer trimestre consecutivo, debido al fuerte incremento de las importaciones, asociado, en parte, al aumento en los precios de los energéticos; en tanto que el gasto de los hogares mantuvo un crecimiento estable, atribuido al

fortalecimiento del mercado laboral y los elevados niveles de confianza de los consumidores. Cabe destacar que las autoridades de gobierno han introducido medidas de estímulo fiscal (reducciones de impuestos tanto a trabajadores como a empresas y mayor gasto en infraestructura) y han revertido parte de la política de restricción crediticia (mejora de las condiciones de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas y un relajamiento en los requerimientos de capital en los bancos), con el fin de compensar el impacto potencial del aumento de los aranceles en respuesta a la política comercial proteccionista que implementó los Estados Unidos de América¹⁷ y el deterioro de las expectativas de crecimiento en el corto plazo; no obstante, de momento dichas medidas han tenido un tono moderado para evitar exacerbar las vulnerabilidades financieras, de tal forma que prevalecen los esfuerzos orientados a garantizar la estabilidad financiera, así como las reformas estructurales y el fortalecimiento de las políticas ambientales. En ese contexto, la economía china registraría una leve moderación en su ritmo de expansión en 2018 (6.6%) respecto de lo observado el año anterior (6.9%), resultado de las políticas impulsadas por el gobierno para procurar un crecimiento más sostenido, en particular las condiciones crediticias más restrictivas y los esfuerzos regulatorios para reducir el exceso de capacidad en algunos sectores y mejorar la conservación del medio ambiente; en tanto que el elevado nivel de endeudamiento y la inestabilidad asociada a la guerra comercial, representan riesgos

¹⁷ A principios de 2018, el gobierno de los Estados Unidos de América anunció un incremento de tarifas al acero y aluminio, entre otros productos. En junio, anunció un arancel del 25% sobre importaciones procedentes de la República Popular China por valor de US\$50.0 mil millones. Finalmente, en septiembre, se anunció un arancel de 10%, elevándose a 25% para finales de año, para US\$200.0 mil millones adicionales en importaciones. La República Popular China, en contraposición, anunció aranceles sobre US\$60.0 mil millones en importaciones desde los Estados Unidos de América. Recientemente, los Estados Unidos de América ha sugerido la posibilidad de imponer aranceles en el sector automotriz y sobre otros US\$267.0 mil millones de productos chinos, cubriendo prácticamente todas las importaciones.

importantes que podrían condicionar el desempeño económico futuro.

En Rusia, luego de cierta desaceleración a finales de 2017¹⁸, el crecimiento económico sigue consolidándose, registrando tasas cercanas a su potencial. Según el Servicio Federal de Estadísticas (*Rosstat*, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico se situó en 1.9% en el segundo trimestre de 2018, por encima del trimestre previo (1.3%). Dicho resultado refleja, fundamentalmente, el aumento del consumo de los hogares y la dinámica favorable de la inversión, impulsados por el incremento de los salarios reales, la mejora en los niveles de confianza, la flexibilidad gradual de las condiciones crediticias, el aumento en el precio internacional del petróleo y el efecto positivo en el corto plazo de la realización de la Copa Mundial de Fútbol, todo lo cual ha permitido compensar los efectos adversos de una política fiscal restrictiva y de las sanciones comerciales y financieras internacionales¹⁹. En los próximos trimestres, la recuperación económica continuaría respaldada por el aumento del gasto de los hogares, el cual es apoyado por un mercado laboral sólido (con una tasa de

¹⁸ Explicada, en buena medida, por factores transitorios, en particular la menor producción y distribución de energía, gas y agua, como resultado de las condiciones climáticas prevalecientes, y la ralentización del crecimiento tanto de la industria metalúrgica como de la manufacturera.

¹⁹ Los Estados Unidos de América, la Unión Europea (UE) y algunas organizaciones internacionales impusieron sanciones en respuesta a la anexión de Crimea por parte de Rusia en 2014, las cuales originalmente se centraron en prohibiciones para viajar y el congelamiento de activos, pero se han ampliado gradualmente hasta incluir restricciones financieras y comerciales. En 2018, los Estados Unidos de América ha impuesto sanciones adicionales por la supuesta intromisión en las elecciones estadounidenses de 2016 y ataques cibernéticos de gran magnitud, así como por el uso de armamento químico, lo cual representa una violación a la Ley de control de armas químicas y biológicas y eliminación de la guerra de 1991. Por su parte, la Unión Europea ha impuesto de manera progresiva diferentes tipos de medidas restrictivas: (i) diplomáticas; (ii) individuales (inmovilización de bienes y restricciones de viaje, prorrogadas hasta el 15 de marzo de 2019); (iii) restricciones de las relaciones económicas con Crimea y Sebastopol (prorrogadas hasta el 23 de junio de 2019); (iv) sanciones económicas aplicables a los intercambios con Rusia en determinados sectores económicos (en vigor hasta el 31 de enero de 2019); y (v) medidas relativas a la cooperación económica. Estas medidas y la imposición de posibles sanciones adicionales podrían afectar los niveles de inversión y, por lo tanto, comprometer la recuperación económica de mediano plazo. Rusia, en contraposición, extendió, hasta finales de 2018, la prohibición de importar productos alimenticios de los Estados Unidos de América, la Unión Europea, Australia, Canadá y Noruega y aprobó una amplia gama de restricciones para las empresas estadounidenses en Rusia.

desempleo próxima a su nivel de largo plazo) y una inflación moderada; así como por el crecimiento de las exportaciones, ante el aumento de la producción de petróleo y los precios más altos del mismo. Sin embargo, la materialización de riesgos relacionados con factores externos, la alta incertidumbre geopolítica y la posibilidad de nuevas sanciones económicas continúan siendo riesgos clave para las perspectivas de crecimiento económico; además, la economía rusa tiene limitaciones estructurales, particularmente la baja diversificación productiva, dado el predominio de las industrias extractivas y de procesamiento de recursos naturales, que la hace vulnerable a las fluctuaciones de precios en los mercados mundiales de materias primas, en especial del petróleo y del gas natural.

En América Latina, la recuperación económica continúa a un ritmo moderado, incluso a un ritmo más gradual a lo previsto, principalmente ante la fuerte contracción en Argentina y el modesto desempeño durante el primer semestre del año en Brasil y México; no obstante, sigue impulsada por una demanda mundial relativamente estable, mejora de los indicadores de confianza, una postura acomodaticia de las políticas monetarias en algunos países, incremento de la inversión pública y privada en infraestructura (Colombia y Perú, principalmente) y aumento del precio de algunas de las materias primas relevantes para la región. A nivel de países, el desempeño sigue siendo heterogéneo y con riesgos sesgados a la baja, determinados por factores tanto externos como internos. En el entorno externo, destacan la posibilidad de cambios en las políticas económicas estadounidenses (especialmente en materia comercial y migratoria), el endurecimiento gradual de las condiciones financieras internacionales y la moderación de los precios de las materias primas; mientras que en el entorno interno, sobresalen la

incertidumbre política²⁰ y la vulnerabilidad externa en Argentina²¹, pero también de escándalos de corrupción, los bajos niveles de confianza empresarial y los posibles retrasos de la inversión en infraestructura.

En Brasil, la actividad económica se expandió 1.0% en el segundo trimestre de 2018, levemente por debajo de lo observado en el trimestre previo (1.2%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al aumento del consumo privado, de la inversión y de las exportaciones, lo cual compensó la disminución del gasto de gobierno, especialmente de capital. A pesar de que el proceso de recuperación sigue siendo lento y el entorno económico ha evidenciado cierto deterioro, debido al aumento de la incertidumbre política, la mayor volatilidad financiera y los efectos de la huelga de transportistas a nivel nacional; el crecimiento económico continúa apoyado por la demanda externa relativamente sólida, el desempeño positivo del sector agrícola, la política monetaria expansiva (en contraste con la política fiscal contractiva) y la reducción del desempleo. No obstante, la economía brasileña todavía enfrenta importantes riesgos en el ámbito político y fiscal²² que, de materializarse, limitarían un proceso de recuperación más robusto.

²⁰ Aunque los riesgos políticos disminuyeron tras los procesos electorales en Colombia, México y Brasil, así como ante el cambio de gobierno en Chile y Perú, las tensiones políticas aumentaron recientemente en Colombia y Chile por la discusión de significativas reformas tributarias, en Perú por las disputas entre el poder ejecutivo y legislativo y en Argentina por las políticas de ajuste; en tanto en Brasil persiste la fragmentación en el poder legislativo.

²¹ En junio de 2018, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un crédito a favor de Argentina en el marco de un Acuerdo *Stand-By* de tres años por US\$50.0 millones, para el fortalecimiento del plan de política económica, el cual busca contener la vulnerabilidad financiera generada por la desconfianza de los mercados sobre su capacidad de repago. En septiembre de 2018, el FMI y el gobierno argentino acordaron renegociar el monto del crédito, ampliándolo en US\$7.0 millones. Además, bajo el nuevo mandato del presidente del Banco Central, Guido Sandleris, se anunció el abandono del régimen de metas de inflación y se instauró un nuevo esquema monetario-cambiarío que busca mantener la base monetaria constante en términos nominales hasta junio de 2019.

²² En especial, derivado de la incertidumbre en torno a las políticas fiscales que podría adoptar el nuevo gobierno, en un contexto en el que resulta preponderante la realización de ajustes que garanticen la consolidación fiscal y la estabilización de la deuda pública (en particular la aprobación de la reforma a la seguridad social), en tanto que los aumentos de impuestos y el control de los gastos (incluido el techo al gasto público) no han sido suficientes para revertir el deterioro de las cuentas fiscales.

En México, el entorno económico continúa siendo complejo, aunque el anuncio respecto al acuerdo comercial alcanzado con los Estados Unidos de América y Canadá²³ y la celebración de las elecciones presidenciales en julio han contribuido a reducir la incertidumbre que había venido enfrentando la economía mexicana. Según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), la actividad económica registró un crecimiento de 2.6% en el segundo trimestre de 2018, superior al del trimestre previo (1.4%). El consumo privado continuó siendo el principal motor de crecimiento, apoyado por la recuperación del salario real (en un entorno de moderada inflación y de leve depreciación cambiaria); el incremento de las remesas familiares; la mejora en la confianza del consumidor y la trayectoria positiva del crédito al consumo. En contraste, la inversión se mantuvo débil, influenciada por la incertidumbre que prevalecía alrededor de las relaciones comerciales con los Estados Unidos de América y que habría provocado retrasos en los planes de inversión, particularmente en el sector orientado a las

exportaciones (en especial el automotriz); así como por el desvanecimiento del repunte de la construcción, relacionado con el gasto de las actividades de reconstrucción tras los terremotos ocurridos el año anterior. Por su parte, las exportaciones perdieron impulso, debido tanto a la desaceleración de las exportaciones manufactureras, reflejo de la contracción de las exportaciones automotrices, como a la disminución de las exportaciones petroleras. En ese contexto, el desempeño positivo del consumo privado y el fortalecimiento de la demanda externa, asociado al crecimiento del sector manufacturero estadounidense, continuarían respaldando el crecimiento económico en lo que resta del presente año, aunque a un ritmo moderado; en tanto que el incremento de las tasas de interés externas y el cambio de la administración de gobierno del país se constituyen en los principales factores de riesgo para las perspectivas económicas.

En Centroamérica, la actividad económica, en promedio, continuaría mostrando un desempeño positivo (2.3% en 2018), aunque menor al del año anterior (3.3%), respaldado por un entorno externo favorable, asociado al aumento en el flujo de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), y al mayor dinamismo de la economía mundial, en especial en los Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región; lo cual contribuiría a compensar, en parte, el fuerte impacto económico que ha tenido el conflicto sociopolítico en Nicaragua. Las perspectivas económicas son positivas, sustentadas en el impulso de la mayor demanda externa y, en menor medida, en el aumento del consumo privado; no obstante, los niveles de inversión y productividad continúan siendo bajos, y algunas economías enfrentan importantes retos debido a su situación fiscal, especialmente Costa Rica y El Salvador, y a factores extraeconómicos, principalmente Nicaragua, que, luego de crecer en alrededor de 5.0% en los últimos cinco años, se prevé que registrará una caída de 4.0% en 2018 y 2019. Además, la región está

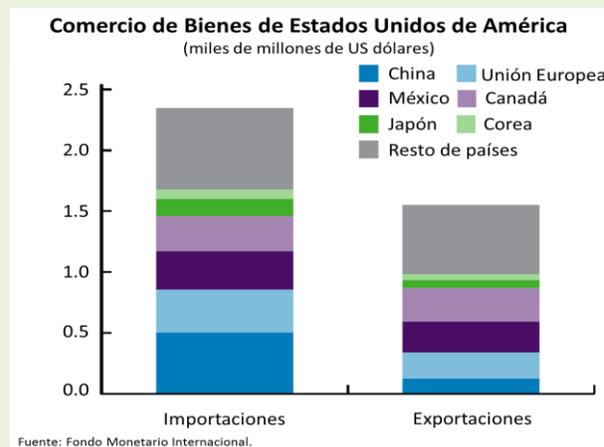
²³ El 30 de septiembre de 2018, las autoridades de gobierno de los Estados Unidos de América, México y Canadá anunciaron haber llegado a un acuerdo preliminar para renovar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), denominado Acuerdo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés), sobre la base del pacto bilateral que previamente había alcanzado los Estados Unidos de América con México (el 27 de agosto de 2018). Las modificaciones más relevantes con respecto al TLCAN son: nuevas reglas de origen (en particular en el sector automotriz, que pasará de 62.5% a 75.0% de contenido regional a partir de 2023); dos de los sistemas de solución de conflictos permanecerán básicamente intactos, pero cambiarán de nombre (la resolución de controversias Estado-Estado, anteriormente conocido como el Capítulo 20 y el mecanismo del Capítulo 19, que resuelve disputas entre dos países sobre casos de derechos *antidumping* y compensatorios), además, se limita el mecanismo de resolución de controversias inversionista-Estado, conocido anteriormente como el Capítulo 11, eliminándolo gradualmente entre los Estados Unidos de América y Canadá y dejándolo vigente en ciertos sectores clave como el petróleo y el gas, la infraestructura y las telecomunicaciones entre los Estados Unidos de América y México; cláusula salarial que requiere que de 40.0% a 45.0% de las piezas de un automóvil sean manufacturadas en países en donde la mano de obra obtenga salarios de al menos US\$16.00 la hora; el comercio agrícola permanece sin tarifas ni subsidios; cláusula de expiración automática (el acuerdo tendrá una vigencia de 16 años, puede ser revisado cada 6 años a partir de 2024 y posteriormente renovado por un nuevo periodo de 16 años); eliminación de algunas restricciones de acceso a las exportaciones de productos lácteos estadounidenses al mercado de Canadá; compromiso de mantener un régimen de tipo de cambio determinado por el mercado; y mayores protecciones para la propiedad intelectual. Sin embargo, el acuerdo aún debe ser ratificado por cada país, lo que, en el caso estadounidense, podría demorar hasta el segundo trimestre del próximo año.

expuesta a riesgos asociados a la coyuntura internacional, fundamentalmente, al aumento de las tasas de interés, a las restricciones al comercio y a la migración.

RECUADRO 1 EFECTOS DE LA IMPOSICIÓN DE ARANCELES POR PARTE DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y REPRESALIAS DE SUS SOCIOS COMERCIALES

Las actuales tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, aunadas a la incertidumbre relacionada con las políticas que las acompañan, plantean importantes riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial. En efecto, es probable que las medidas comerciales proteccionistas se intensifiquen más, ya que el gobierno estadounidense ha planteado la imposición de un conjunto más amplio de aranceles sobre las importaciones de bienes procedentes de sus principales socios comerciales. Asimismo, algunas economías emergentes, ante la alta exposición comercial frente a los Estados Unidos de América y la República Popular China, pueden verse seriamente afectadas por los cambios en la política comercial de estos países.

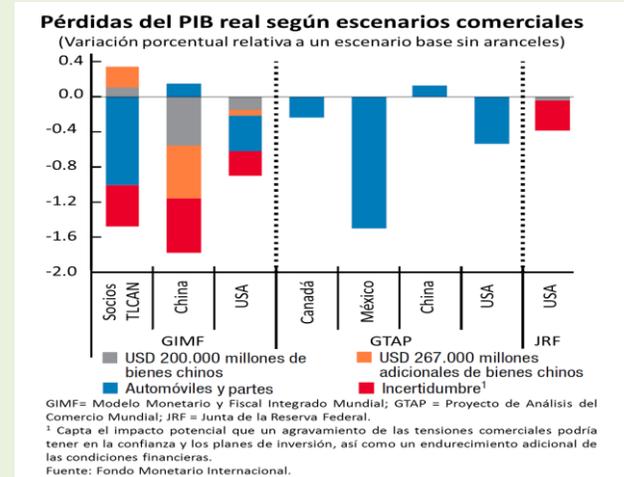
Un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) elaborado por Cáceres *et al.* (2018) cuantificó el impacto que las medidas arancelarias han tenido sobre la economía estadounidense y algunos de sus principales socios comerciales. Al respecto, los autores indican que durante 2018, el gobierno estadounidense implementó una serie de medidas de política comercial, incluyendo aranceles a las importaciones de acero y aluminio procedentes de Canadá, la Unión Europea, Rusia, México y la República Popular China; asimismo, impuso aranceles específicos a las importaciones chinas por un valor de US\$200,000 millones con una tasa de 10%, la cual podría incrementarse a 25% a inicios de 2019, si los dos países no llegan a un acuerdo en lo que resta del presente año. Dichas acciones han originado represalias por parte de sus principales socios comerciales, imponiendo medidas arancelarias sobre bienes de exportación estadounidenses. Cabe destacar que las tensiones comerciales podrían agravarse, dado que el gobierno estadounidense ha anunciado medidas comerciales adicionales, ampliando los aranceles de importación a bienes sensibles como automóviles y partes automotrices.



Asimismo, los autores destacan que el total de las importaciones de bienes y servicios de los Estados Unidos de América alcanzó una cifra de US\$2.9 billones en 2017, de los cuales aproximadamente el 80% fueron importaciones de bienes.

Fuente: Carlos Cáceres, Diego Cerdeiro, Troy Matheson y Peter Williams (2018). "Perspectivas Económicas: Las Américas. Una Recuperación Dispareja". Fondo Monetario Internacional. Octubre.

Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron una cifra US\$2.4 billones en 2017, de los cuales aproximadamente dos tercios fueron exportaciones de bienes. Vale destacar que la República Popular China, la Zona del Euro, así como Canadá y México (miembros del actual Tratado de Libre Comercio de América del Norte), representan alrededor del 60% del total del comercio de mercancías de los Estados Unidos de América.



En ese contexto, de acuerdo con los resultados obtenidos por los autores, los efectos directos de las medidas de política comercial aplicadas por el gobierno estadounidense y las represalias por parte de sus principales socios comerciales, siguen siendo moderados para el comercio mundial; sin embargo, los efectos indirectos de las actuales medidas proteccionistas podrían ser más perjudiciales, especialmente si las tensiones se agudizan. Dichos efectos podrían generar una mayor incertidumbre, provocando la postergación de los planes de inversión y de consumo por parte de las empresas y los hogares, así como una mayor volatilidad en los mercados financieros. Por otra parte, el resultado de los modelos demuestra que los efectos indirectos influyen significativamente en la actividad económica, tanto de los Estados Unidos de América como de otros países, incluyendo algunas economías emergentes (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, entre otras) los cuales continúan siendo vulnerables a la incertidumbre asociada a la volatilidad de los mercados financieros y al aumento de los diferenciales de riesgo a nivel mundial.

Los autores concluyen que un aumento de las tensiones comerciales incrementaría los efectos adversos en el crecimiento económico mundial, repercutiendo de forma heterogénea no solo entre países, sino también entre sectores, lo cual afectaría significativamente las cadenas de valor a nivel global, provocando también importantes distorsiones en los mercados laborales y financieros internacionales.

4. Mercados financieros internacionales

Los mercados financieros internacionales, en lo que va del año, han mostrado una dinámica condicionada por un entorno de mayor incertidumbre, que se tradujo en un incremento generalizado de la volatilidad, que en las economías avanzadas se acentuó en febrero y recientemente en octubre, mientras que en las economías de mercados emergentes ha tendido a ser más pronunciado y persistente desde mediados de año. En particular, el incremento de la volatilidad financiera refleja el aumento de la aversión global al riesgo, atribuido, en gran parte, a la expectativa de que el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense podría ser más acelerado de lo anticipado, ante el resurgimiento de las presiones inflacionarias en ese país, y debido a la intensificación de las tensiones comerciales provocadas por las medidas proteccionistas por parte de los Estados Unidos de América y las represalias de la República Popular China y otros socios comerciales²⁴; así como a las crecientes tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

En ese contexto, los mercados financieros han dejado atrás el escenario de baja volatilidad observado en los últimos años, como consecuencia de un desempeño más errático en los precios de las acciones y mayores primas de riesgo y tasas de interés, así como el fortalecimiento del dólar estadounidense frente a otras monedas (en especial de las economías de mercados emergentes con fundamentos macroeconómicos débiles). En consecuencia, prevalece la cautela por parte de los inversionistas, en un entorno en que si bien las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias y apoyan el crecimiento económico mundial a corto plazo, éstas podrían revertirse rápidamente, ante la materialización de los riesgos de carácter económico, político y geopolítico, lo cual provocaría nuevos

episodios de ajuste en los precios de los activos, así como de recomposición de carteras de inversión a nivel internacional, que se reflejarían en mayores reducciones de los flujos de capitales hacia las economías emergentes y variaciones cambiarias pronunciadas.

En las economías avanzadas, los índices accionarios registraron resultados divergentes respecto de los niveles observados a finales del año anterior, influenciados, fundamentalmente, por los resultados empresariales, la expectativa de una posible aceleración del proceso de normalización de la política monetaria estadounidense y las preocupaciones derivadas de las tensiones comerciales, financieras y geopolíticas, dadas sus implicaciones para el crecimiento económico a nivel mundial. En los Estados Unidos de América, la tendencia creciente observada desde abril en los precios de las acciones se revirtió en octubre, cuando se registraron caídas similares a las reportadas en febrero, como resultado del incremento de las tasas de interés de los bonos soberanos, ante las continuas mejoras en los indicadores económicos; las preocupaciones derivadas de la intensificación de las tensiones comerciales, que eventualmente podrían convertirse en una guerra comercial²⁵; y los temores de una materialización de los riesgos geopolíticos. Lo anterior provocó que los índices accionarios perdieran gran parte de las ganancias acumuladas a lo largo del año, atribuidas, principalmente, a la solidez de los resultados empresariales, ante el impulso derivado de la reforma tributaria aprobada en diciembre de 2017 y el rápido crecimiento de la actividad económica, entre otros factores. En la Zona del Euro, la reducción de los precios de las acciones, respecto del año anterior, continuó profundizándose, como consecuencia, de la

²⁴ Las represalias anunciadas por la República Popular China ante el incremento de los aranceles por parte de los Estados Unidos de América incluyen medidas tanto cuantitativas (aranceles) como cualitativas (no arancelarias).

²⁵ Según el FMI, la implementación de todas las medidas arancelarias anunciadas tendría implicaciones negativas sobre el crecimiento del comercio y de la economía mundial, particularmente en los Estados Unidos de América.

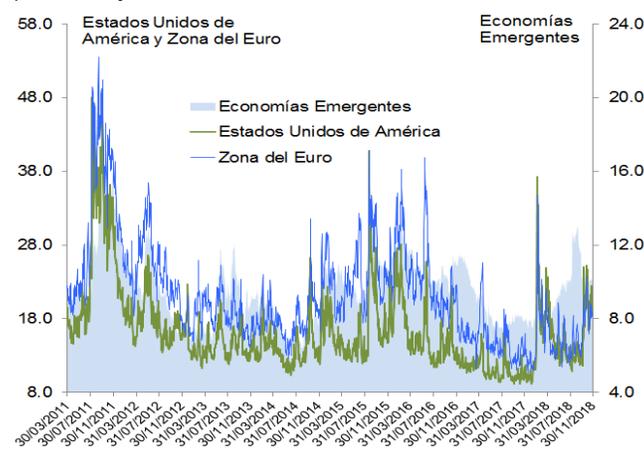
incertidumbre política, particularmente en Italia²⁶; de las turbulencias financieras registradas en algunas economías emergentes, especialmente en Turquía²⁷, dados los riesgos que éstos plantean para el sistema bancario de la región; así como de las tensiones comerciales, que podrían afectar negativamente el desempeño de la demanda externa de estas economías, y la moderación del crecimiento en algunas economías de la región.

Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las principales economías avanzadas han mostrado un incremento en los últimos meses, tras permanecer relativamente estables durante la primera parte del año, en parte, derivado de la recomposición de carteras de inversión a nivel internacional, a favor de activos más seguros (*flight to quality*), la cual puede atribuirse, en buena medida, al aumento de la aversión al riesgo y al fortalecimiento del dólar estadounidense. En los Estados Unidos de América, el incremento fue significativo a partir de septiembre, como consecuencia de la continua mejora de la situación económica en el país, reflejada en diversos indicadores de corto plazo. En algunas economías de la Zona del Euro, dichos

rendimientos permanecieron relativamente estables. En el caso de Alemania, éstos aumentaron ante las perspectivas positivas de crecimiento, mientras que disminuyeron en Italia, como consecuencia de la incertidumbre política en dicho país. En España y Portugal se observaron incrementos en los rendimientos, aunque éstos fueron temporales. En general, los rendimientos de la deuda soberana continúan en niveles superiores a los observados en 2017, como resultado, principalmente, del aumento en las expectativas de inflación, el desempeño económico positivo y el proceso gradual de normalización de la política monetaria estadounidense. En ese contexto, se espera que dichos rendimientos sigan aumentando, reflejando las expectativas de inflación y de crecimiento económico, la percepción de riesgo y la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo.

Gráfica 2

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
2011-2018
(Porcentajes)



(1) Al 30 de noviembre de 2018.

(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*.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, a pesar de la relativa resiliencia mostrada en los primeros meses del año, respaldada por la mejora en las perspectivas macroeconómicas mundiales y por el aumento de los precios de las materias primas, los mercados financieros han enfrentado crecientes niveles

²⁶ Luego de que se disiparan las preocupaciones alrededor del proceso de formación del gobierno italiano en el segundo trimestre del año, la incertidumbre política ha estado asociada a que el proyecto de presupuesto público para el ejercicio fiscal 2019 resultaría en un déficit fiscal (2.4% del PIB) que se desviaría significativamente de la trayectoria para las finanzas públicas pactada con la Comisión Europea, según la cual dicho déficit debería ser de 0.8% del PIB. Derivado de lo anterior, la Comisión estima que algunas de las medidas incluidas en el proyecto de presupuesto afectarían la trayectoria y sostenibilidad de la deuda pública, la cual se encuentra (131.2% del PIB) por encima del umbral establecido en dicho Tratado (60.0% del PIB), por lo que aplicará a Italia el procedimiento de déficit excesivo (EDP, por sus siglas en inglés) establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea. Si los planes de la Comisión son aprobados por el Consejo Europeo, el gobierno italiano tendrá que presentar un plan con medidas y políticas correctivas, así como sus plazos de implementación; de lo contrario, podría ser sancionado. La posibilidad de que la deuda del gobierno italiano tenga una trayectoria insostenible ha generado preocupaciones para el sistema bancario, las cuales se han reflejado en el desempeño de los precios de las acciones de este tipo de entidades, dadas sus elevadas tenencias de deuda soberana.

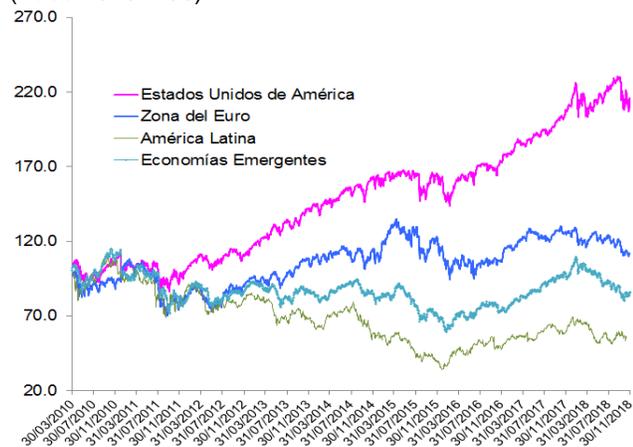
²⁷ La fuerte depreciación de la lira turca (39.9% acumulada al 5 de noviembre) generó preocupaciones en torno a la capacidad de repago de la deuda en moneda extranjera, tanto pública como privada, contraída con algunos bancos europeos. Esta turbulencia estuvo asociada tanto a factores externos como internos, especialmente el deterioro de los fundamentos de la economía nacional (amplio déficit en cuenta corriente, situación fiscal insostenible y elevados niveles de inflación) y al débil marco institucional.

de volatilidad desde entonces, debido a la apreciación del dólar estadounidense en el contexto de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América y de la expansión de su economía, lo que se reflejó en una moderación de los flujos de capitales hacia las economías emergentes y en reducciones en los precios de sus activos, principalmente en aquellas economías donde se observan desbalances macroeconómicos más pronunciados, entre las que destacan Argentina²⁸ y Turquía; adicionalmente, la intensificación de las tensiones comerciales a nivel internacional afectó particularmente la valoración de los activos de la República Popular China y Turquía. En América Latina, los índices bursátiles mostraron comportamientos disímiles, debido a que en algunos países continuó la tendencia negativa registrada a partir de mayo, la cual ha estado asociada al menor apetito por riesgo de los inversionistas, en parte derivado de la situación financiera de Argentina, la incertidumbre alrededor de los procesos electorales que tuvieron lugar este año en algunos países y el incremento de las tensiones comerciales a nivel mundial; mientras que en otros países, esta tendencia comenzó a revertirse recientemente. En particular, Chile, Colombia y México continuaron registrando pérdidas respecto del año anterior, a pesar del rápido crecimiento de la actividad económica en los trimestres previos, la recuperación de los precios de las materias primas y la finalización de los procesos electorales; en contraste, Brasil y Perú comenzaron a registrar ganancias respecto del cierre del año previo. En resumen, si bien las condiciones financieras, en general, continúan siendo benignas, prevalece la cautela en los mercados, dado que la dinámica de los precios de los activos de la región,

aunado al desempeño de sus monedas, permanece condicionada al posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial, a la evolución de los precios de las materias primas, a los riesgos derivados de cambios en las relaciones comerciales con los Estados Unidos de América y al entorno político interno, como se ha evidenciado en los meses recientes.

Gráfica 3

Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2018
(Base 2010=100)



(1) Al 30 de noviembre de 2018.

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

Fuente: *Bloomberg*.

²⁸ Las tensiones financieras en Argentina se originaron en un contexto caracterizado por un amplio déficit fiscal, una posición externa débil y la limitada disponibilidad de reservas monetarias internacionales para cubrir las obligaciones con el exterior. Esto motivó la suscripción de un acuerdo de derecho de giro (*Stand-By Arrangement*) con el FMI, así como la modificación, por parte del Banco Central de su esquema de política monetaria y de sus criterios para participar en el mercado cambiario.

RECUADRO 2 LAS DIVERGENCIAS ENTRE PAÍSES Y REGIONES SE AMPLÍAN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

El endurecimiento de las condiciones financieras ha provocado que, en los últimos meses, los mercados financieros a nivel mundial sigan trayectorias cada vez más divergentes tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes. De hecho, mientras que en los Estados Unidos de América las condiciones financieras continúan siendo más laxas que en el resto de las principales economías avanzadas, en las economías emergentes las condiciones de liquidez permanecen, en promedio, ligeramente restrictivas.

En efecto, el mercado financiero estadounidense evidencia un comportamiento muy distinto al del resto de mercados, mostrando bajos niveles de volatilidad y fuertes ganancias corporativas. De acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), este comportamiento se asocia tanto al buen desempeño macroeconómico como a la introducción de estímulos fiscales, factores que le permitieron al mercado asimilar sin mayores dificultades el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal.

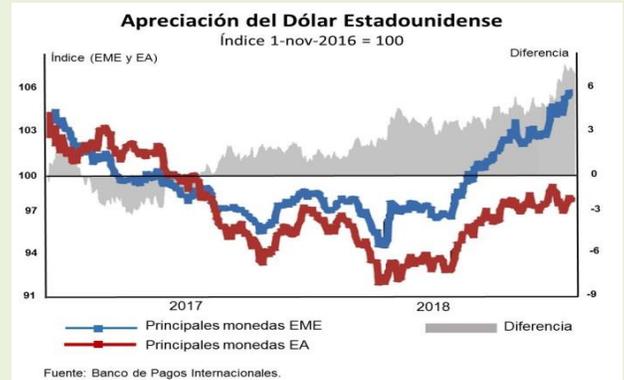
De acuerdo con el índice de condiciones financieras elaborado por *Bloomberg*, en los Estados Unidos de América las condiciones financieras continúan siendo acomodaticias, mientras que en otras economías avanzadas (EA) se observa un ligero endurecimiento de las mismas, particularmente en la Zona del Euro, explicado por el anuncio del Banco Central Europeo de dar por concluidos sus programas de compra de activos antes de que finalice el presente año. Asimismo, el BIS indica que los diferenciales de rendimiento también se habrían ampliado como consecuencia de las tensiones políticas en esta región y por la exposición de algunos bancos europeos a economías emergentes vulnerables (Turquía, Argentina, Brasil y Rusia).



Dada la débil posición fiscal de la región, existe la preocupación por parte del Banco Mundial de que en el corto plazo el espacio para implementar una política contracíclica es reducido, lo que generaría una presión adicional a la política monetaria para propósitos de estabilización macroeconómica. En particular, si se toma en cuenta que la efectividad de dicha política para afectar el crecimiento económico, en general, es limitada y los espacios para una postura contracíclica se han venido cerrando.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (2018). "Las Divergencias se amplían en los mercados". Informe Trimestral. Septiembre.

Por su parte, las economías de mercados emergentes (EME) enfrentan un endurecimiento de las condiciones de liquidez, principalmente, ante el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense y el consecuente fortalecimiento del dólar, lo cual, no sólo ha incrementado la presión sobre los prestatarios en dólares en estas economías, sino además ha reducido la rentabilidad de los activos en moneda local, lo que ha provocado una caída de la inversión de cartera.



Según el BIS, el desplazamiento de los inversionistas hacia activos más seguros (*flight to quality*) se debe tanto a factores externos como internos. En el ámbito externo, destaca el incremento de las tensiones comerciales; los indicios de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la República Popular China; y las crisis cambiarias simultáneas en Argentina y Turquía. En el ámbito interno, el BIS identifica algunas vulnerabilidades en cada país, como las elevadas tasas de inflación, los déficits gemelos (fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos) y la incertidumbre política. En este contexto, el BIS señala que, con el fin de evitar un endurecimiento excesivo de las condiciones financieras, el Banco Popular de China (BPC) optó por volver a relajar las condiciones monetarias, al mismo tiempo que el gobierno anunciara varios paquetes de estímulo fiscal. De acuerdo al BIS, ambas medidas contribuyeron a estabilizar los mercados financieros internacionales.

Finalmente, el BIS señala que la evolución de los mercados de divisas y de deuda durante el presente año, puso en relieve la persistente sensibilidad de las EME a la fortaleza del dólar estadounidense. En efecto, a pesar de que la capacidad de este grupo de países para emitir bonos en sus propias monedas ha mejorado notoriamente en los últimos años, la vulnerabilidad de la deuda pública en moneda local a fuertes oscilaciones del dólar parece indicar que la emisión en moneda local todavía no ha logrado aislar significativamente las condiciones financieras de los efectos de la evolución de los tipos de cambio en estos países.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante la mayor parte de 2018, los precios internacionales de las materias primas que pueden incidir en la inflación de Guatemala mostraron una tendencia al alza. Dicho comportamiento se asoció, por una parte, al dinamismo de la actividad económica mundial, que ha implicado un repunte de la demanda internacional de la mayoría de materias primas y, por la otra, a algunas restricciones en la oferta, asociados a factores climáticos adversos en algunas de las principales regiones productoras y tensiones geopolíticas. Cabe indicar que el precio del petróleo registró una significativa reducción a partir de la segunda semana de octubre, por factores tanto de oferta como de demanda. Respecto al 31 de diciembre de 2017, el precio internacional del petróleo mostró una disminución de 15.7%, en tanto que el del maíz amarillo y del trigo registraron aumentos de 4.47% y 20.8%, respectivamente. Cabe agregar que al comparar el precio promedio de las materias primas durante 2018 con el de 2017, se observa que éste es superior en todas las materias primas citadas.

a) Petróleo

El precio internacional del petróleo mostró una tendencia al alza durante la mayor parte del año, resultado del aumento de la demanda mundial, las restricciones a la oferta por parte de la OPEP y de otros importantes países productores, ante el cumplimiento superior al pactado en el acuerdo de noviembre de 2016 de las cuotas de producción²⁹, y de la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y África, lo cual contribuyó a la reducción gradual de los inventarios mundiales de crudo. Asimismo, en el tercer trimestre del

año, el precio del petróleo experimentó nuevas alzas, hasta alcanzar valores alrededor de US\$75.00 por barril, asociadas, en adición a los factores mencionados, a las menores exportaciones del crudo por parte de Irán (el tercer mayor productor de la OPEP), resultado de las sanciones comerciales que impondría los Estados Unidos de América, luego que dicho país se retirara del Acuerdo Nuclear Multinacional con Irán firmado en 2015³⁰; así como de la reducción de las exportaciones de Venezuela y Libia por conflictos políticos internos.

Sin embargo, a partir de la segunda semana de octubre, el precio del petróleo empezó a disminuir de manera significativa, lo que provocó que el aumento respecto a diciembre del año anterior que se venía observando se convirtiera en disminución, la cual se explica, por el lado de la demanda, por las perspectivas de una moderación en la misma, asociada a una menor previsión de crecimiento económico mundial respecto de inicios de año; en tanto que, por el lado de la oferta, por las excepciones hechas por el Departamento de Estado estadounidense a las sanciones comerciales contra Irán³¹; el significativo aumento de la producción estadounidense, especialmente de petróleo de esquisto (*shale oil*); el mayor nivel de inventarios en los países de la OCDE; y el repunte de la producción de petróleo en Arabia Saudita y Rusia, también influyeron.

A pesar de la moderación en el precio del petróleo de las últimas semanas, en promedio, como se indicó, éste continúa siendo mayor al registrado en 2017, manteniéndose en alrededor de US\$66.20 por barril (US\$60.42 por barril en 2017), aunque con alta volatilidad.

²⁹ El acuerdo para recortar la producción de crudo de la OPEP en alrededor 1.2 millones de barriles diarios (mbd), hasta una cuota de 32.5 mbd, y de otros once importantes productores no pertenecientes a la OPEP, incluidos Rusia y México, en aproximadamente 0.6 mbd, se acordó en noviembre de 2016 y se extendía hasta el primer semestre de 2017; sin embargo, el acuerdo se prorrogó en dos ocasiones (mayo y noviembre de 2017), en cada una por nueve meses más, abarcando hasta finales de 2018. En la última reunión, los miembros de la OPEP dispusieron revisar el acuerdo en diciembre del presente año.

³¹ El Departamento de Estado anunció que a pesar de las sanciones comerciales impuestas a Irán, ocho países podrían continuar sus relaciones comerciales con dicho país sin que implique las sanciones anunciadas, entre los que se encuentran: República Popular China, Japón, Corea del Sur, India, Taiwán, Turquía, Grecia e Italia.

Gráfica 4

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2018.
Fuente: Bloomberg.

Con relación a la producción de la OPEP, luego de registrar un cumplimiento pleno de la cuota de reducción de producción en 2017, hasta septiembre del presente año el nivel de cumplimiento había sido significativamente superior a lo pactado (110%), pero en octubre, este indicador se moderó y alcanzó un 98% de cumplimiento, resultado, principalmente, del importante repunte en la producción de Arabia Saudita, los Emiratos Árabes Unidos y Kuwait, lo cual compensó la considerable disminución en el nivel de extracción en Venezuela³², Libia³³ e Irán. Por su parte, Rusia que hasta agosto había mantenido una producción promedio menor en 0.19 mbd a la cuota establecida, aumentó su producción a partir de septiembre en 0.16 mbd en promedio, por encima de la cuota acordada. En ese contexto, la OPEP en su reunión del 11 de noviembre concluyó que existe una alta probabilidad de que el mercado registre una sobreoferta de petróleo en el

³² A diferencia de los recortes voluntarios en Arabia Saudita, la disminución de la producción de crudo en Venezuela, que en 2017 registró su nivel más bajo en las últimas tres décadas, se atribuye, fundamentalmente, a la falta de inversión en infraestructura extractiva y las sanciones comerciales y financieras impuestas por los Estados Unidos de América.

³³ En el caso de Libia, la producción petrolera se ha reducido en la medida en que las exportaciones permanecen bloqueadas por parte de funcionarios de dicho país, ante la intensificación del conflicto político interno.

mediano plazo, en tanto que las perspectivas para la demanda son menos optimistas, lo que podría implicar un recorte adicional de la cuota establecida por la OPEP y sus aliados en la reunión de diciembre del presente año, para ayudar a equilibrar las condiciones de oferta y demanda en el mercado.

Gráfica 5

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

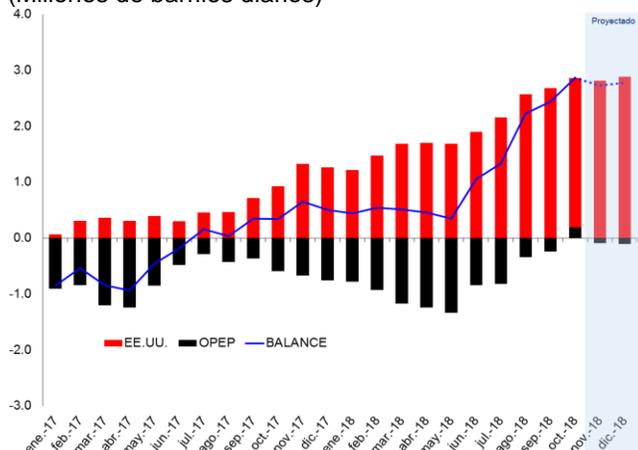


(1) Con información preliminar a octubre de 2018.
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la producción en los países no miembros de la OPEP, ha mostrado un aumento sostenido, principalmente, en los Estados Unidos de América y, en menor medida, en Canadá y en Kazajistán. El incremento en la producción de crudo estadounidense, particularmente de esquisto (*shale oil*), se asocia al aumento en el precio internacional del petróleo, que hace más rentable su producción; a las mejoras en la eficiencia en el proceso de extracción; y al estímulo fiscal implementado este año. Como resultado, el vigoroso aumento en la producción estadounidense ha compensado la menor oferta de la OPEP, ha suplido, parcialmente, la mayor demanda mundial de combustibles y ha contribuido al incremento de los niveles de inventarios del crudo, particularmente en las últimas cinco semanas.

Gráfica 6

Estados Unidos de América y Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)
Variación Acumulada de la Producción de Petróleo
(Millones de barriles diarios)



(1) Datos observados a octubre de 2018 y proyectados hasta diciembre de 2018.

Fuente: Cálculos propios con base en datos de la Secretaría de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Administración de Información Energética de los Estados Unidos de América y Bloomberg.

La firma IHS Energy, con cifras a noviembre, estima que en 2018 la producción mundial de petróleo se sitúe en 100.3 mbd, mayor en 2.6 mbd respecto a la registrada en 2017. Además, anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 100.3 mbd, mayor en 1.6 mbd a la de 2017. Lo anterior implicaría un equilibrio entre la oferta y la demanda mundial de crudo al finalizar el año, en contraste con el déficit (1.1 mbd) registrado en 2017.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2017-2018
(Millones de barriles diarios)

Descripción	2017 ^(a)	2018 ^(b)	Variación 2018/2017
Oferta	97.7	100.3	2.6
Demanda	98.8	100.3	1.6
Balance (oferta - demanda)	-1.1	0.0	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

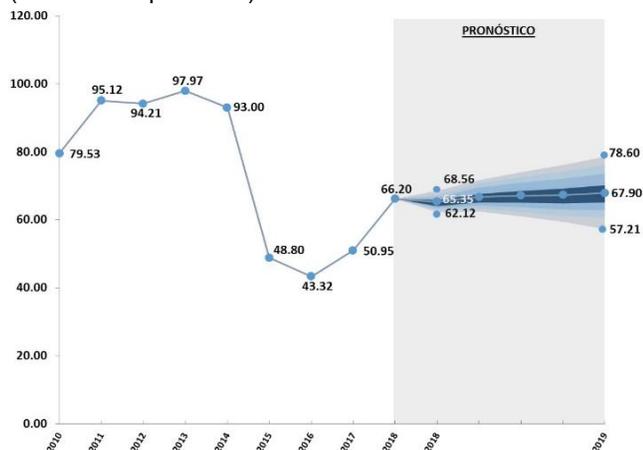
Fuente: IHS Energy, noviembre de 2018.

En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que en

promedio el barril se ubique en US\$65.35 en 2018 y en US\$67.90 en 2019, ambos superiores al precio promedio registrado en 2017 (US\$50.95 por barril).

Gráfica 7

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



(1) Con información al 30 de noviembre de 2018.

Fuente: Bloomberg.

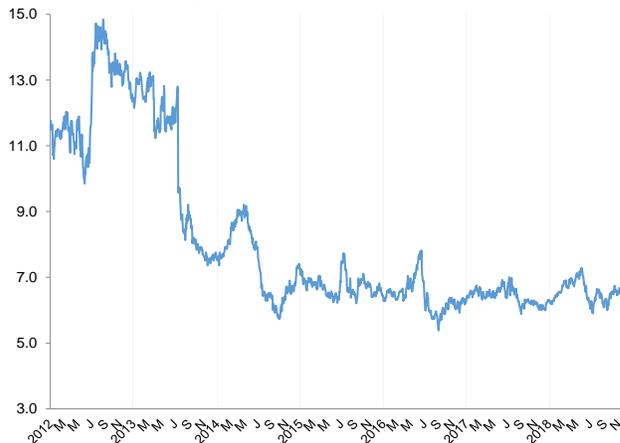
b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante el primer semestre, registró una tendencia al alza, debido a una mayor demanda, particularmente por parte de la República Popular China y de los Estados Unidos de América. Por el lado de la oferta, incidieron condiciones climáticas adversas en importantes regiones productoras en Brasil, Argentina y los Estados Unidos de América. Sin embargo, la tendencia se revirtió a partir del tercer trimestre, producto de perspectivas de mayores cosechas, derivado de una mejora en las condiciones climáticas, en algunas de las principales zonas productoras, destacando los Estados Unidos de América y en menor medida, Argentina, la Unión Europea, India y Ucrania. Asimismo, también incidió la incertidumbre sobre el consumo mundial de cereales, derivado de las tensiones comerciales generadas por la imposición de aranceles por parte del gobierno de la República Popular China sobre los productos estadounidenses de origen agrícola, como represalia a las medidas arancelarias implementadas por el gobierno

de dicho país a diversos productos de la República Popular China.

Gráfica 8

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

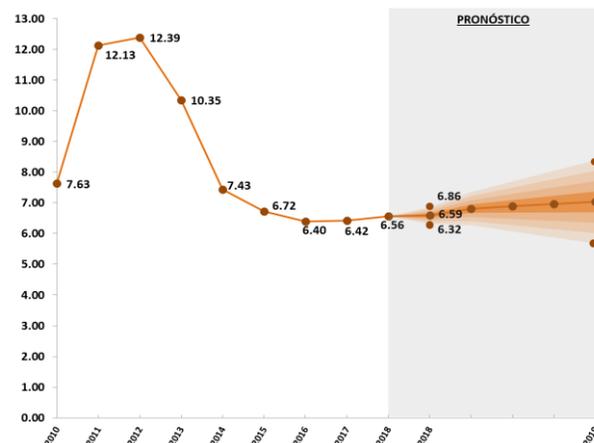


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2018.
Fuente: Bloomberg.

No obstante lo anterior, los pronósticos del precio promedio del grano evidencian un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2017 (US\$6.42 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$6.59 por quintal en 2018, comportamiento que se extendería a 2019 y alcanzaría un precio de US\$7.03 por quintal.

Gráfica 9

Precio Promedio Internacional del Maíz Amarillo Observado y Pronósticos (1)
(US dólares quintal)

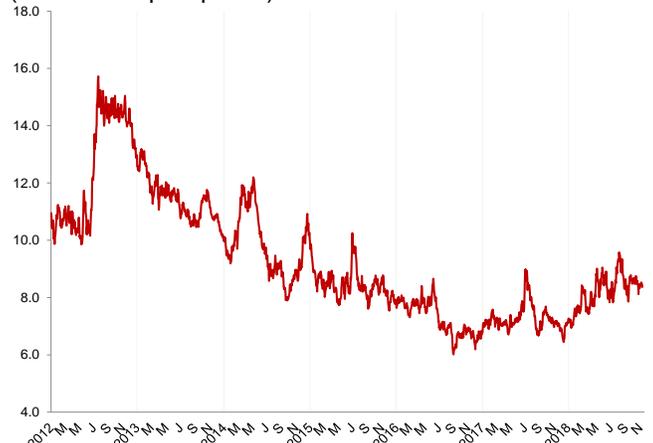


(1) Con información al 30 de noviembre de 2018.
Fuente: Bloomberg.

El precio internacional del trigo registró una pronunciada tendencia al alza desde finales de 2017, alcanzando niveles, en agosto del presente año, no observados desde julio de 2015, dicho comportamiento se asoció, fundamentalmente, a la expectativa de una menor oferta mundial, debido a los daños en los cultivos provocados por las altas temperaturas en las principales zonas productoras de Rusia, el Norte de Europa y Asia Central; aunque la expectativa de un crecimiento débil de la demanda, la menor incertidumbre por la producción en Europa y el aumento de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, han moderado los precios en los últimos meses.

Gráfica 10

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

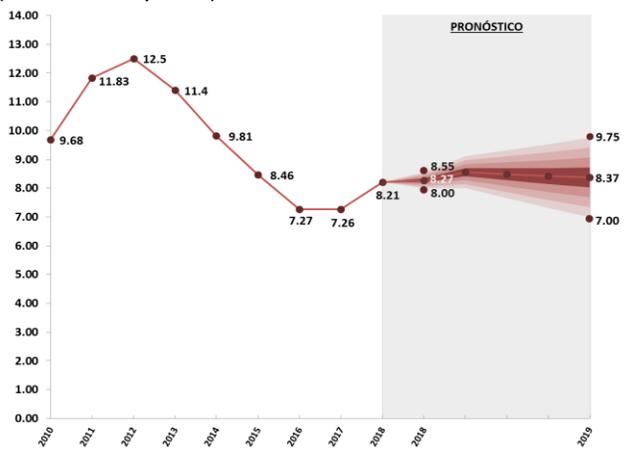


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2018.
Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los pronósticos del precio promedio, éstos son al alza respecto del precio promedio registrado en 2017 (US\$7.26 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$8.27 por quintal en 2018, tendencia que continuaría en 2019, al situarse en US\$8.37 por quintal, principalmente debido a factores de oferta.

Gráfica 11

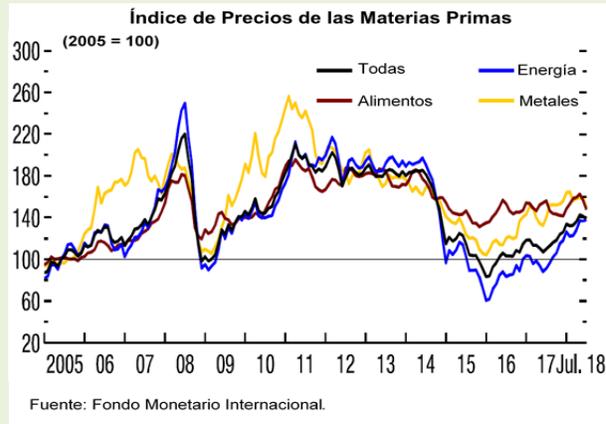
Precio Promedio Internacional del Trigo Observado y Pronósticos (1)
(US dólares quintal)



(1) Con información al 30 de noviembre de 2018.
Fuente: *Bloomberg*.

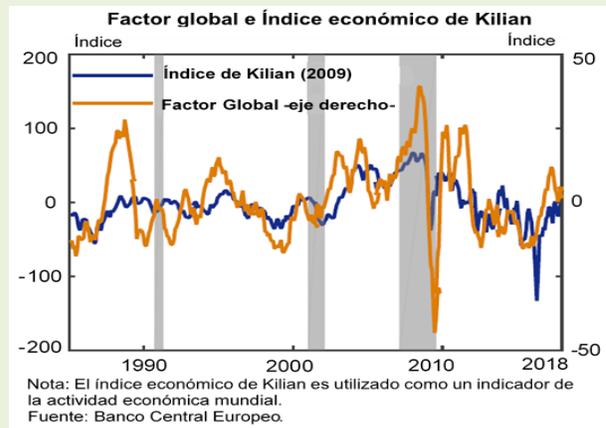
RECUADRO 3 FACTORES COMUNES EN EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LAS PRINCIPALES MATERIAS PRIMAS

Por su naturaleza estratégica, el mercado internacional de materias primas se mantiene permanentemente influenciado no sólo por factores fundamentales (oferta y demanda), sino también por factores geopolíticos y financieros. Esta combinación de fuerzas ha hecho que la dinámica reciente de sus precios sea cada vez más compleja.



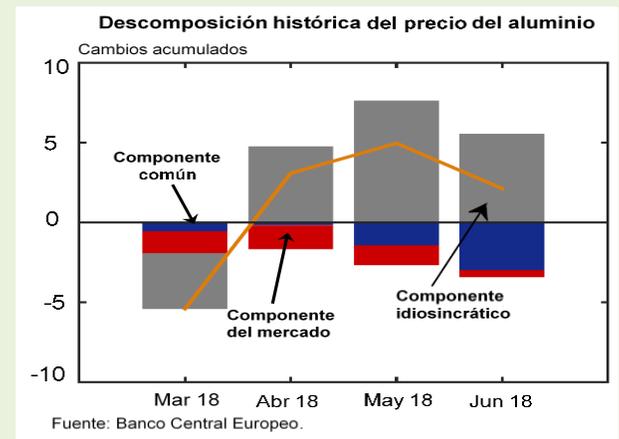
En ese contexto, con el propósito de analizar los movimientos de los precios internacionales de las materias primas, los economistas del Banco Central Europeo (BCE) Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017), elaboraron un modelo econométrico para descomponer los precios de las principales materias primas en tres componentes principales: i) un componente que es común a todas las materias primas (factor global); ii) un componente específico de cada mercado (metales, alimentos, o energía); y iii) un componente específico de cada materia prima (idiosincrático).

Los resultados obtenidos por los autores señalan que la mayor parte de las fluctuaciones de los precios de las materias primas están explicadas por un factor común, el cual es indicativo de presiones de demanda a nivel mundial y cuya relevancia ha aumentado desde la crisis financiera y económica global de 2008-2009, especialmente para los precios del petróleo y de los metales.



Fuente: Simona Delle Chiaie, Laurent Ferrara y Domenico Giannone (2018). "Common factors of commodity prices". Banco Central Europeo. Octubre.

Cabe indicar que los resultados obtenidos mediante el modelo del BCE, muestran algunos episodios en donde los precios de las materias primas se mueven en direcciones distintas, resultado, según los autores, del impacto de factores específicos de cada mercado sobre el precio de las materias primas. Por ejemplo, los autores indican que el incremento del precio del aluminio que se observó a finales del primer trimestre del presente año, se debió a factores idiosincráticos, específicamente a los efectos de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China.



Asimismo, los autores señalan que si bien el análisis del comportamiento de los movimientos de los precios internacionales de las materias primas no es un fenómeno reciente, éste ha cobrado particular interés por parte de los bancos centrales en los últimos años, dado que el estudio de las fuentes que provocan los cambios en los precios de las materias primas es clave para formular una respuesta adecuada de política monetaria.

En ese sentido, subrayan la importancia de conocer con exactitud la naturaleza de las fluctuaciones de los precios de las materias primas y, por lo tanto, sugieren que una estrategia que puede utilizarse para comprender mejor dichas fluctuaciones, es identificar, mediante un análisis de componentes principales como el del BCE, si los precios de las principales materias primas tienden a moverse en la misma dirección y en una magnitud similar, en cuyo caso, puede inferirse que dichos movimientos serían consecuencia de presiones de demanda agregada mundial; en contraste, cuando se presenten variaciones de los precios de forma aislada, es probable que el origen de dichos movimientos sean otros factores asociados a choques de oferta específicos de cada materia prima.

6. Inflación y política monetaria

Durante 2018, la inflación internacional, en términos generales, aumentó debido a precios más altos de algunas materias primas, como los combustibles. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles superiores a los del año previo y por encima de las metas de sus respectivos bancos centrales en casi todos los países (con excepción de Japón) resultado, principalmente, de los mayores precios observados en los rubros de energía y de algunos precios básicos. Dicha situación se observó también en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, donde la inflación, en general, se incrementó, reflejando, adicionalmente el efecto del traspaso de las depreciaciones monetarias.

En los Estados Unidos de América, la inflación se ubicó por arriba del objetivo de mediano plazo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, durante 2018. En octubre, el ritmo inflacionario se situó en 2.52%, como consecuencia de los mayores precios de los combustibles y del dinamismo de la demanda interna. De acuerdo con la FED, los aumentos de la tasa de interés de fondos federales se continuarán realizando de forma gradual y consistente con la expansión sostenida de la actividad económica, las condiciones favorables del mercado laboral y los niveles de inflación por arriba del objetivo. En efecto, durante 2018 la FED ha incrementado el rango objetivo de la tasa de interés de fondos federales en 25 puntos básicos en tres ocasiones, en marzo a un rango entre 1.50% y 1.75%, en junio a uno entre 1.75% y 2.00% y en septiembre a uno entre 2.00% y 2.25%, nivel que mantuvo en su reunión de noviembre, como lo anticipaba el mercado; sin embargo, las expectativas del mercado señalan una alta probabilidad de un incremento adicional en la tasa de fondos federales en la reunión de diciembre. Adicionalmente, la FED ha continuado con el proceso de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017; en ese contexto, al 28 de noviembre de 2018,

dicha hoja había disminuido aproximadamente US\$365.0 millardos.

En la Zona del Euro, la inflación mostró un repunte a partir de mayo, ubicándose levemente por encima del valor de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE), situándose en octubre en un nivel de 2.21%, debido a los mayores precios observados en el rubro de energéticos. Las estimaciones del BCE apuntan a que la inflación continuará ubicándose alrededor de su nivel actual en lo que resta del año, debido al incremento de los precios del petróleo, la expansión económica y el crecimiento de los salarios. En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 0.00% en 2018 y ha indicado que continuará con esa postura en 2019, con el propósito de asegurar la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles cercanos a la meta de 2.0%. En cuanto a las medidas de política monetaria no convencionales, confirmó que mantendrá el programa mensual de compras de activos hasta diciembre de 2018, a un ritmo de compras de €15.0 millardos, mes en el que, como se indicó, concluirá dicho programa.

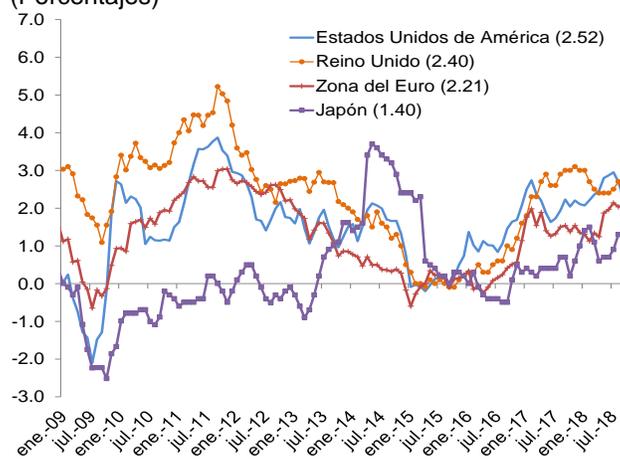
En el Reino Unido, a pesar de la desaceleración de los primeros meses de 2018, la inflación se situó por arriba de la meta (2.0%), alcanzando un nivel de 2.40% en octubre. Dicho comportamiento se asocia, principalmente, a la persistencia de los efectos de la depreciación de la libra esterlina y a los aumentos recientes en los precios internacionales de los combustibles. El Banco de Inglaterra señaló que la inflación continuaría ubicándose en niveles similares en los próximos meses, derivado del incremento de las presiones inflacionarias internas, asociado, particularmente, al aumento de los precios minoristas. En ese sentido, el Comité de Política Monetaria, luego de haber incrementado 25 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria en su reunión de agosto, situándola en 0.75%, en las reuniones de septiembre y octubre, decidió mantener el referido nivel y continuar con la compra de bonos corporativos con sus reservas

internacionales en £10.0 millardos y la de bonos del tesoro británico en £435.0 millardos. Además, el referido Comité previó que sería apropiado un ajuste continuo de la tasa de política monetaria para garantizar el retorno sostenido de la inflación al nivel objetivo, por lo que cualquier aumento futuro será realizado a un ritmo gradual.

En Japón, luego de la desaceleración en el nivel de precios observada en abril, la tasa de inflación mostró un repunte a partir de junio, ubicándose en 1.40% en octubre, aunque por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés). Dicho comportamiento se asoció al incremento de los precios internos de la energía y de los alimentos. En ese sentido, el Comité de Política del BOJ, en su reunión de octubre, indicó que la inflación podría aumentar gradualmente hasta converger a 2.0%, debido, principalmente, a que la brecha del producto continúa siendo positiva y a que las expectativas de inflación a mediano y largo plazos han aumentado. Además, descartó la posibilidad de iniciar el proceso de normalización de su política monetaria en el corto plazo, tomando en cuenta la incertidumbre derivada del desempeño de la actividad económica y los precios, así como de los efectos del aumento del impuesto al consumo que entrará en vigencia en octubre de 2019.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2009-2018
(Porcentajes)



(1) Datos a octubre de 2018.

Fuente: Bancos centrales.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación registró una aceleración en la mayor parte del año, debido, principalmente, a los mayores precios de los combustibles. Cabe destacar que algunas de estas economías han mostrado vulnerabilidades macroeconómicas que han propiciado importantes depreciaciones de sus monedas, ante la normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas, la reversión de los flujos de capital hacia las economías avanzadas y la incertidumbre relacionada con el comercio mundial.

No obstante, en las principales economías de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se moderó en lo que va del año, en un contexto de presiones inflacionarias acotadas, como resultado del desvanecimiento de algunas presiones de oferta, aunado a presiones de demanda incipientes en algunas de estas economías, lo que permitió a algunos bancos centrales mantener un sesgo acomodaticio de su política monetaria; sin embargo, como se indicó, el incremento reciente de las tasas de interés a nivel internacional, ha provocado salidas de capital en algunas de estas economías, lo que ha obligado a algunos bancos centrales a cambiar su postura de política monetaria.

En la República Popular China, la inflación registró una importante desaceleración en los primeros meses del año (desde 2.90% en febrero hasta 1.80% en mayo), al disiparse los efectos estacionales de las celebraciones del Año Nuevo Lunar; sin embargo, la inflación repuntó a partir de junio debido a factores temporales relacionados con los alimentos, ubicándose en 2.50% en octubre, aunque se mantiene por debajo de la meta de 3.0% del gobierno debido, entre otros factores, a la desaceleración de la demanda y al endurecimiento de la regulación financiera por parte del gobierno chino, en el marco del Plan de Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir las crecientes vulnerabilidades financieras. Cabe destacar que dentro de la reestructuración del marco regulatorio, el Banco Popular de China (BPC) asume un papel central en la implementación de la política macroprudencial y en el mantenimiento de la estabilidad financiera y una postura de política monetaria prudente.

En México, la inflación registró en los primeros meses de 2018 una tendencia decreciente y alcanzó su menor valor en mayo (4.51%), comportamiento asociado al desvanecimiento de los choques de oferta observados en 2017, relacionados entre otros, al efecto de la depreciación del peso mexicano y de las alzas de los precios de los energéticos derivada de la liberalización del mercado de los mismos. No obstante, a partir de junio, la inflación evidenció un leve repunte hasta situarse en 4.72% en noviembre, por arriba del límite superior de la meta establecida por el Banco de México (3.0% +/- 1 punto porcentual) a causa, principalmente, de choques temporales asociados a los mayores precios internacionales de los combustibles, lo cual ha retrasado la convergencia de la inflación a la referida meta. Además, la autoridad monetaria prevé riesgos inflacionarios relacionados con el efecto traspaso del incremento reciente del tipo de cambio a los precios internos y la posible adopción de políticas públicas que afecten el proceso de formación de precios en la

economía, por lo que en noviembre decidió incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia, ubicándola en 8.00%, luego de haberla incrementado en 25 puntos básicos en dos ocasiones anteriores (febrero y junio), con el propósito de coadyuvar al cumplimiento de la referida meta de inflación en el horizonte de mediano plazo.

En Brasil, el ritmo inflacionario se mantuvo en niveles inferiores a 3.0% durante los primeros cinco meses del año; sin embargo, mostró un importante repunte a partir de junio, resultado principalmente, del incremento en el precio de los alimentos, asociado a los efectos temporales de la huelga de transportistas a finales de mayo, la cual causó un fuerte desabastecimiento en los principales centros urbanos del país. En noviembre, la inflación se situó en 4.05%, inferior al valor central de la meta (4.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). El Banco Central de Brasil, con el propósito de apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, redujo en 50 puntos básicos el nivel de la tasa SELIC (tasa interés de política monetaria) en sus reuniones de febrero y marzo, y la mantuvo en 6.50% en mayo, junio, agosto, septiembre y octubre, su nivel mínimo histórico.

En Chile, la inflación ha mostrado una tendencia alcista en lo que va de 2018 y en noviembre se ubicó en 2.82%, nivel que se sitúa dentro de los límites de tolerancia de la meta establecida por el Banco Central (3.0% +/- 1 punto porcentual), comportamiento asociado, fundamentalmente, a alzas estacionales de la inflación de alimentos; mayores precios de los combustibles y al traspaso a los precios internos de la depreciación del peso. El Banco Central prevé que la inflación cierre alrededor de la meta en 2018, impulsada por la evolución favorable de las condiciones macroeconómicas y sus perspectivas. Además, estima que el crecimiento económico expansivo de los últimos trimestres ha generado el cierre de la brecha del producto, por lo que en octubre de 2018 decidió iniciar con el proceso de normalización de su política

monetaria, incrementado la tasa de interés en 25 puntos básicos ubicándola en 2.75%; su primer incremento desde mayo de 2017, nivel que mantuvo en su reunión de diciembre.

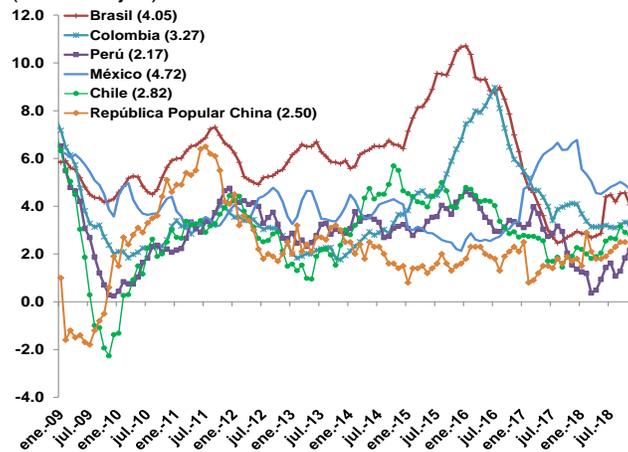
En Colombia, la inflación registró una importante disminución en los primeros tres meses del año, con la cual se acercó a la meta de inflación establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), comportamiento asociado, en parte, al desvanecimiento del efecto atribuido al aumento de los impuestos a principios de 2017 y por la amplia oferta de alimentos que ha reducido el precio de los mismos. Sin embargo, a partir del segundo trimestre del año, un moderado crecimiento de la demanda interna influyó en que la inflación se estabilizara, aunque levemente por encima del valor central de la meta, con lo cual en noviembre se ubicó en 3.27%. Este comportamiento permitió que la autoridad monetaria redujera, en sus reuniones de enero y abril, la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos (en cada oportunidad), situándola en 4.25%, reflejando una postura de política monetaria ligeramente acomodaticia. No obstante, dicha autoridad considera que persisten algunos riesgos al alza, entre los que destacan repuntes en los precios de los combustibles y de los alimentos, los cuales podrían generar algunas alzas transitorias, sin que ello implique un resultado fuera del rango de tolerancia de la meta para fin de año.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 2.17% en noviembre, dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%) en un contexto de ausencia de presiones inflacionarias generalizadas. La baja inflación, se asocia principalmente, a los menores precios de los alimentos y bebidas como reflejo de la regularización de la actividad agrícola tras el fenómeno climatológico de El Niño en 2017. Ante este escenario, el Banco Central redujo, en dos ocasiones durante el primer semestre del año, su tasa de interés de política monetaria, por un total de 50 puntos básicos, ubicándola en 2.75%, con el objeto de

facilitar la convergencia de la inflación y sus expectativas al valor central del rango meta (2.0%), además de propiciar un sesgo acomodaticio de la política monetaria.

Gráfica 13

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo (1)
2009-2018
(Porcentajes)



(1) Datos a noviembre de 2018. República Popular China a octubre.
Fuente: Bancos centrales.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación continuó fluctuando en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región. Al respecto, destaca la estabilidad de la mayoría de las divisiones de gasto, aunque recientemente se han evidenciado presiones al alza sobre los alimentos, los combustibles y el transporte. Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, el Banco Central de Costa Rica en sus reuniones de enero y octubre, la incrementó en 25 puntos básicos en cada reunión, ubicándola en 5.25%, para contener el efecto traspaso a los precios internos del aumento del tipo de cambio y los mayores precios de los energéticos. Por su parte, el Banco Central de la República Dominicana en su reunión de julio, incrementó su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos a 5.50%, anticipando el aumento en las expectativas de inflación influenciadas por los mayores precios del petróleo, además del incremento de la presiones de demanda interna.

RECUADRO 4

POLÍTICA MONETARIA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO:

EXPERIENCIA DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE AMÉRICA LATINA CON METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

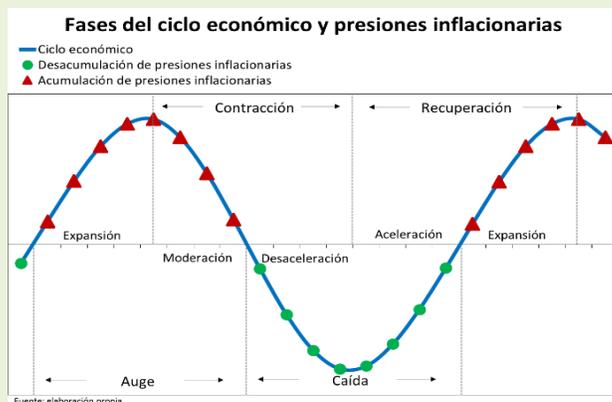
Durante las dos décadas precedentes a la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, hubo consenso que el principal mandato de la política monetaria debía ser el mantenimiento de una inflación baja y estable y que, una vez cumplido dicho objetivo, el producto se mantendría alrededor de su nivel potencial. Varios de los elementos de ese consenso siguen siendo válidos, entre ellos que el principal objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios en el largo plazo; sin embargo, en el contexto del esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), tanto las desviaciones de la inflación respecto de la meta como las del producto respecto de su nivel potencial, son importantes. En este contexto, a continuación se analiza la experiencia de los bancos centrales de la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú)¹, en términos de sus consideraciones sobre las fluctuaciones de la actividad económica en la toma de decisiones de política monetaria.

Es importante señalar que las desviaciones de la inflación respecto de la meta son importantes en este esquema, debido a que éstas influyen sobre las expectativas de inflación de corto plazo, las cuales pueden incidir negativamente en las expectativas a mediano plazo y de esta forma condicionar las decisiones de política monetaria. No obstante, la autoridad monetaria debe tener claridad con respecto al origen de dichas desviaciones, las cuales pueden provenir por el lado de la demanda o de la oferta. En consecuencia, también resultan relevantes las estimaciones y las proyecciones acerca de la posición cíclica de la economía, debido a que los desequilibrios entre la demanda agregada y la capacidad productiva de la economía generan presiones inflacionarias o desinflacionarias, dependiendo de si la demanda agregada es mayor (brecha positiva) o menor (brecha negativa), respectivamente, que dicha capacidad productiva. Por lo tanto, en ausencia de presiones inflacionarias; por ejemplo, cuando la brecha del producto es negativa, la política monetaria puede jugar un papel importante en apoyar la actividad económica en el corto plazo, en respuesta a choques exógenos que podrían estar afectando su evolución, sin perder de vista su objetivo primordial (estabilidad de precios).

En el caso de los países de América Latina, el objetivo fundamental de los bancos centrales es el mantenimiento de una inflación baja y estable, expresado en términos del mantenimiento de la estabilidad monetaria (Perú) o del poder adquisitivo de la moneda nacional (Brasil, Chile, Colombia y México). En congruencia con dicho mandato, los bancos centrales de estos países no han establecido objetivos explícitos de crecimiento económico; no obstante, todos realizan consideraciones sobre la posición cíclica de la economía, dadas las implicaciones de la misma para el comportamiento de la inflación. En efecto, los cinco países seleccionados analizan la posición cíclica de la economía en los reportes de inflación o informes trimestrales, en el contexto de los determinantes de la inflación²; además, presentan pronósticos con respecto a la evolución futura de la economía, con el fin de establecer si existen o se prevén presiones inflacionarias asociadas al comportamiento de la actividad económica. Lo anterior se refleja en las declaraciones oficiales de estos bancos centrales sobre las decisiones de política monetaria, las cuales mencionan la brecha del producto o las condiciones de la actividad económica entre los factores que los respectivos comités de política monetaria tomaron en cuenta para definir su postura de política monetaria en cada sesión.

Entre los cinco países considerados destacan los casos del Banco de la República de Colombia y del Banco Central de Chile, debido a que son los únicos que se refieren explícitamente a que su estrategia de política monetaria es “flexible”. Por una parte, el Banco de la República de Colombia menciona que, al decidir con respecto al nivel de la tasa de interés de referencia, la Junta Directiva de la institución debe considerar, entre otros criterios, que el fin de la misma es el mantenimiento de un “balance apropiado” entre el logro de la meta de inflación y la moderación de las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de su nivel potencial³. Por la otra, el Banco Central de Chile reconoce que, no obstante su objetivo primordial de estabilidad de precios, la política monetaria tiene un carácter contracíclico, lo cual está condicionado al cumplimiento de la meta de inflación en el mediano plazo⁴, por lo que típicamente se refiere a su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en torno a la meta en el horizonte de dos años.

En conclusión, definir el objetivo de la autoridad monetaria en términos de una meta de inflación no significa que al Banco Central le sea irrelevante la posición cíclica de la actividad económica, debido a que ésta es uno de los determinantes de la inflación. La experiencia internacional confirma que, para la toma de decisiones de política monetaria, es necesario comprender el origen de las presiones inflacionarias existentes y las previstas, por lo que las consideraciones sobre el comportamiento de la actividad económica con relación a la capacidad productiva de la economía tienen un rol importante.



¹ Según el FMI, a 2017, 10 países habían implementado el EMEI en la región. Los otros cinco países son: Argentina, Guatemala, Paraguay, República Dominicana y Uruguay.

² El Banco Central de México publica, desde finales de 2017, una serie de “Índices de holgura”, a partir de indicadores del consumo, la actividad económica, el mercado laboral y el mercado de fondos prestables, que le permiten tener una apreciación más integral acerca de la posición cíclica de la economía.

³ Banco de la República. El proceso de toma de decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia del Banco de la República.

⁴ Banco Central de Chile. La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación.

Fuente: Elaboración propia con base en comunicados de prensa y minutas de bancos centrales seleccionados.

B. ENTORNO INTERNO

1. Actividad económica

En 2018, el crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima que cierre en 3.0%, superior al observado el año previo (2.8%), pero por debajo del PIB potencial (3.5%). Dicho comportamiento se explica por la recuperación registrada en la demanda interna, la cual aumentaría a 4.7% (2.8% en 2017) debido, por una parte, a que el consumo privado estaría registrando una ligera aceleración (al pasar de 3.6% en 2017 a 4.2% en 2018) asociada al incremento en el ingreso de los hogares, debido, entre otros factores, al dinamismo en el flujo de remesas familiares, al incremento en el salario en el empleo formal (con base en datos del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social), al moderado desempeño del crédito al consumo y a la evolución estable en el nivel general de precios y, por la otra, a la recuperación del gasto de consumo del Gobierno Central, debido a un crecimiento más dinámico de las remuneraciones pagadas y de la compra de bienes y servicios de algunos renglones presupuestarios por parte de la Administración Central.

Con relación a la inversión (formación bruta de capital fijo) se prevé un crecimiento de 3.5% (3.1% el año anterior), asociado, principalmente, al mayor dinamismo en la ejecución de obras de ingeniería civil por parte de la administración pública y al desempeño favorable en la construcción de edificaciones residenciales.

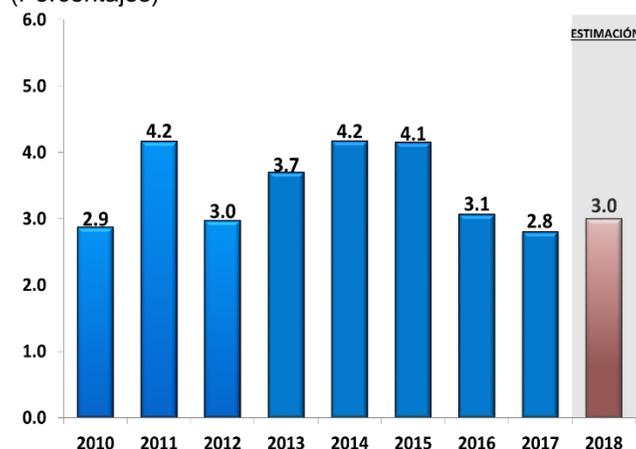
En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando una disminución, en términos reales, de 5.2%, en contraste al crecimiento observado en 2017 (2.1%), explicado, fundamentalmente, por la reducción del volumen exportado de níquel, azúcar, petróleo, banano, zinc, plomo, bebidas y líquidos alcohólicos y productos químicos, entre otros. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento real de 4.0%, superior al del año previo (2.3%), derivado del

mayor dinamismo en términos de volumen de las importaciones de materias primas y productos intermedios para la agricultura y la industria, bienes de consumo, materiales de construcción y combustibles y lubricantes.

Por el lado del origen de la producción, la mayoría de actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras) mostrarían crecimientos positivos, destacándose el dinamismo de las actividades de comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor del 81% de la tasa de crecimiento del PIB real estimado para 2018 (ver cuadro 4).

Gráfica 14

Producto Interno Bruto (1)
(Porcentajes)



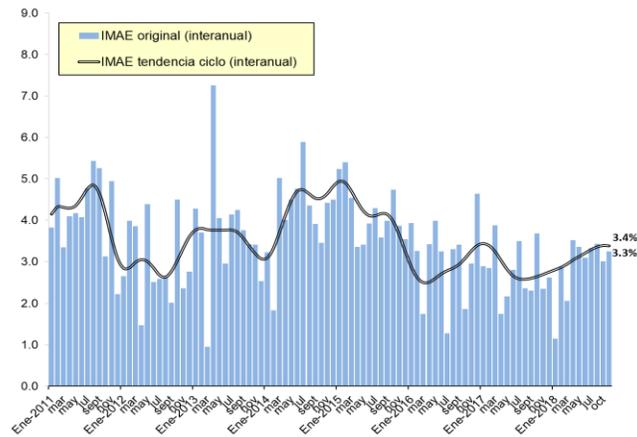
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, a octubre de 2018, el IMAE registró un crecimiento interanual de 3.3%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: servicios privados; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; mientras que la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.4%, congruente con el crecimiento del PIB anual previsto para 2018.

Gráfica 15

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



(1) Base 2001 = 100.

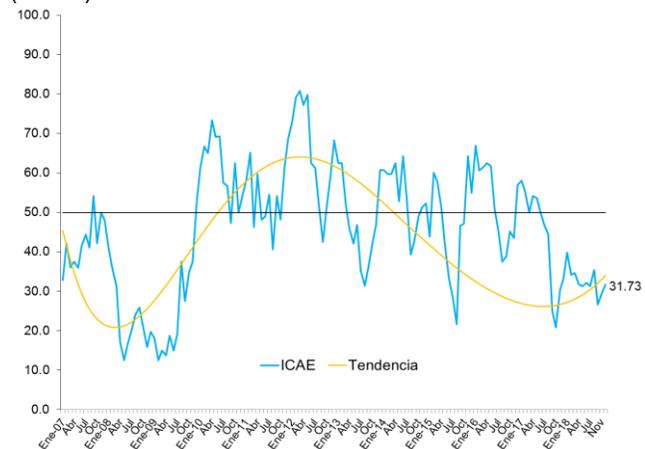
(2) Con información a octubre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al ICAE, éste se ubicó en 31.73 puntos en noviembre, superior al nivel observado el mismo mes del año anterior (30.15 puntos), situándose aún en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), reflejando la percepción del panel de analistas privados con respecto al clima de negocios y de inversión que prevalecería en los próximos seis meses. Aunque los resultados de noviembre reflejaron un nivel moderado de confianza económica, las expectativas del referido panel respecto del crecimiento económico, previstas para 2018 y para 2019, no registraron cambios significativos en comparación con las proyecciones efectuadas el mes previo, lo cual es indicativo de que la incertidumbre que afectó la percepción económica, es considerada transitoria.

Gráfica 16

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



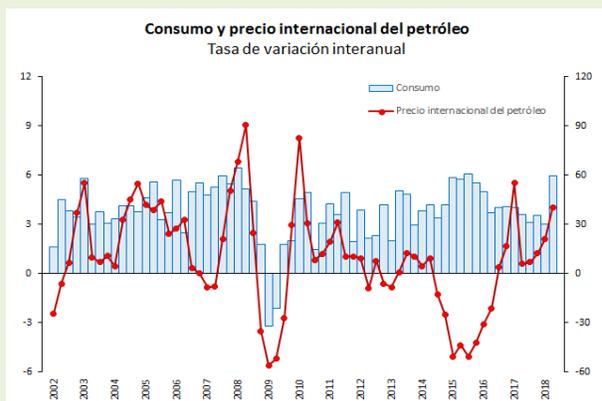
(1) Con información a noviembre de 2018.

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

RECUADRO 5 IMPACTO DE LA RECUPERACIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO SOBRE EL CONSUMO PRIVADO EN GUATEMALA

Si bien el aumento de los precios internacionales del petróleo puede generar importantes ganancias para los países exportadores, dicho incremento representa un reto importante para los países importadores netos de esta materia prima (como en el caso de Guatemala), por cuanto que el referido aumento, al elevar el precio de los combustibles, puede afectar el ingreso real disponible de las personas.

En este contexto, a continuación se evalúa el impacto que habría tenido (y podría seguir teniendo), una trayectoria creciente del precio internacional del petróleo y sus derivados (precio de los combustibles a nivel interno), sobre el consumo y, consecuentemente, en la actividad económica del país. Lo anterior reviste particular importancia, dado que el precio internacional del petróleo muestra una trayectoria creciente desde el segundo semestre de 2016, lo que representa un riesgo importante al elevar los costos de producción y acelerar la inflación de forma relevante.

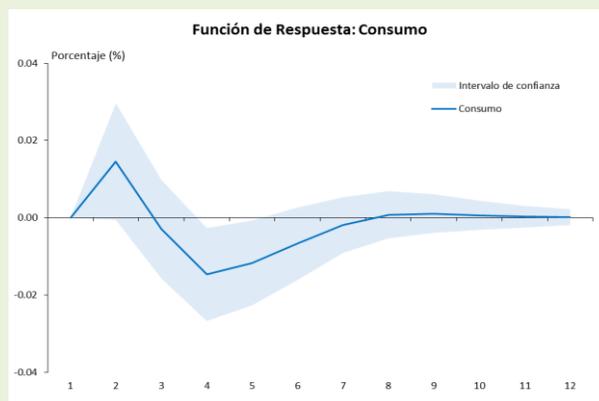


Por el lado de la oferta, los precios más altos del petróleo reducen la producción del sector no petrolero, al elevar los costos de producción; en contraste, incrementan la producción y la inversión en el sector petrolero, impulsando la actividad en los países productores de petróleo. Por el lado de la demanda, los precios más altos del petróleo transfieren riqueza de los países importadores de petróleo a los países exportadores de petróleo, desplazando de este modo también el consumo entre estos países (Iacoviello, 2016).

De esa cuenta, el consumo representa el principal canal de transmisión directo de los choques de los precios de petróleo a las variables reales, mediante tres efectos: el cambio en el ingreso disponible de los consumidores (efecto ingreso discrecional); el incremento del gasto en productos complementarios a los energéticos (efecto costos de operación); y el aumento del ahorro por motivo precaución (efecto ahorro precautorio) (Alexander y Poirier, 2017).

Para el caso de Guatemala, se adopta la estrategia de evaluar la función de respuesta que experimenta la tasa de crecimiento del consumo y de la producción agregada ante un incremento (impulso) inicial de 1 punto porcentual en la variación interanual del precio internacional del petróleo.

Para ello, se utiliza un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), estimado a partir de datos trimestrales correspondientes al periodo 2001-2018. Los resultados obtenidos muestran que un incremento en la variación del precio internacional del petróleo tendría un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre el crecimiento del consumo en el cuarto y quinto trimestre posterior al choque, aunque de magnitud moderada (elasticidad de -0.015 y de -0.012, respectivamente). Por su parte, un incremento en la variación del precio internacional del petróleo tendría un efecto negativo pero estadísticamente no significativo sobre el crecimiento de la producción agregada del país.



De acuerdo con el Banco Central Europeo (2018), la magnitud del impacto en ambas variables puede explicarse por diversas razones. Primero, los consumidores no están expuestos directamente a los cambios en el precio del petróleo, es así que su efecto puede disiparse a lo largo de la cadena de suministro de los distintos bienes y servicios que consumen. Segundo, el grupo de gasto afectado más directamente (por ejemplo, los combustibles) representa una proporción limitada de la canasta de consumo de los hogares. Tercero, puede haber otros factores que tengan un efecto compensatorio (en particular, los determinantes fundamentales del consumo).

Asimismo, si bien la caída en los precios del petróleo en 2014-2015 apoyó la expansión del consumo privado en Guatemala, dada la significativa reducción que registró en esos años (al pasar de US\$100.00 a cerca de US\$30.00 por barril), el crecimiento del ingreso real disponible desde 2013 ha sido impulsado en gran medida por los salarios, por lo que, si los precios se mantienen en su nivel actual (en torno a US\$60.00 por barril), es poco probable que el aumento afecte significativamente el crecimiento del ingreso disponible real y el consumo privado. Además, los precios del petróleo aún están muy por debajo de los niveles observados durante el período 2011-2014, por lo que, a medida que las condiciones del mercado laboral continúen mejorando, se espera que el crecimiento del consumo privado siga siendo sólido y no se vea afectado significativamente por el incremento en el precio de los combustibles.

Fuente: Elaboración propia con base en Banco Central Europeo (2018). "Oil prices, the terms of trade and private consumption". Boletín Económico Número 6; Alexander y Poirier (2017). "How Consumers Responded to the 2014-2015 Oil Price Shock? Evidence from the Consumer Expenditure Survey". Banco Central de Canadá; e Iacoviello, Matteo (2016). "Oil Prices and Consumption across Countries and U.S. States". Federal Reserve Board of Governors.

2. Inflación

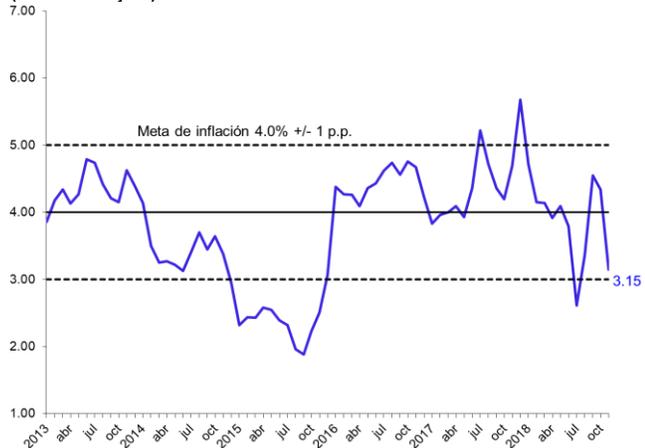
A noviembre de 2018, el ritmo inflacionario se situó en 3.15%, valor que se encuentra dentro de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual). Entre enero y julio del presente año, la evolución de precios mostró la reversión de los choques de oferta que incrementaron los precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas el año anterior, induciendo una reducción notable de la variación interanual de dicha división; en tanto que en agosto y septiembre dicha división de gasto volvió a mostrar un crecimiento importante, resultado del alza en los precios medios de varios gastos básicos, particularmente, el maíz blanco, los productos de tortillería y algunas hortalizas y frutas; no obstante, a partir de octubre, pero con mayor intensidad en noviembre, se revirtieron los aumentos en los precios medios del maíz blanco y de algunas hortalizas (especialmente la cebolla, el güisquil y el culantro). Por su parte, la división de transporte había mostrado una tendencia al alza hasta octubre, debido al incremento en el precio medio de las gasolineras y del diésel, resultado del aumento observado en el precio internacional del petróleo; sin embargo, la expectativa de una sobre-oferta de petróleo a nivel mundial, por los altos niveles de producción que están registrando países como los Estados Unidos de América y Arabia Saudita, en combinación con una perspectiva de moderación en la demanda mundial de crudo, provocó una significativa caída en el precio internacional del petróleo que se trasladó a los precios internos de los combustibles, lo que provocó una marcada moderación en la tasa de crecimiento de esta división de transporte en noviembre.

Con relación a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, ésta continuó mostrando una tendencia al alza, asociada al incremento en los pliegos tarifarios trimestrales del servicio de electricidad, así como por el aumento en el precio medio del gas propano. Dichos incrementos también estuvieron

explicados, en buena medida, por el alza en el precio internacional del petróleo durante la mayor parte del año.

Gráfica 17

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)



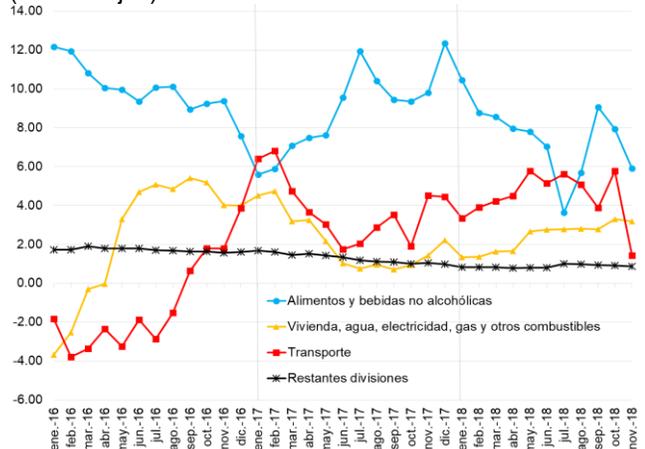
(1) Con información a noviembre de 2018.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En ese contexto, la trayectoria de la inflación se explicó, principalmente, por el comportamiento que mostraron los precios de las divisiones de alimentos y bebidas no alcohólicas, de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, dado que el resto de divisiones de gasto presentaron un comportamiento estable, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 18

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



(1) Con información a noviembre de 2018.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

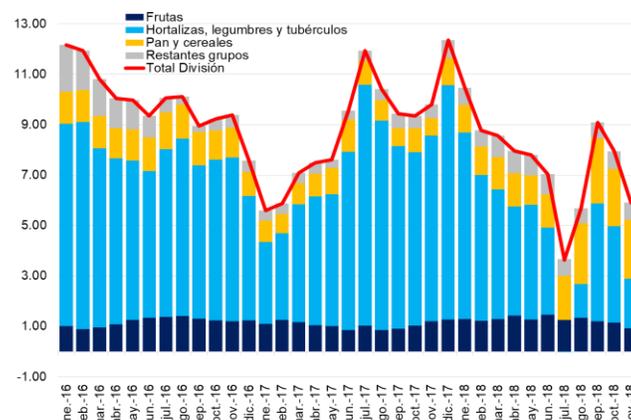
Con relación a la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, durante 2017 registró una tendencia al alza, explicada por choques de oferta que provocaron que la variación interanual de dicha división de gasto pasara de 5.60% en enero a 12.35% en diciembre, siendo éste el máximo valor registrado en ese año; sin embargo, como se indicó, la reversión del choque de oferta provocó que entre enero y julio de 2018, la variación interanual de dicha división se situara en 3.63%, (inferior en 8.72 puntos porcentuales respecto del valor registrado en diciembre de 2017), su valor mínimo desde junio de 2010; posteriormente, entre agosto y noviembre, esta división de gasto ha mostrado cierta volatilidad, registrando al último mes una variación interanual de 5.90%. Dicha división está compuesta por diez grupos de gasto³⁴, dentro de los cuales, los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos; y el de frutas son los que más han influido en el comportamiento en la inflación de alimentos, debido, principalmente, a la estacionalidad de la producción; el clima, que se reflejó en un invierno moderado³⁵. Por su parte, desde julio de 2018 el rubro de pan y cereales (principalmente, maíz y productos de tortillería) también registró una participación importante dentro del incremento en la división de alimentos; no obstante, en los últimos meses se ha observado una moderación en los precios de estos productos, asociado fundamentalmente, a que las expectativas de daños en las cosechas de maíz, finalmente no se materializaron.

³⁴ Pan y cereales; carnes; pescados y mariscos; productos lácteos, quesos y huevos; aceites y grasas; frutas; hortalizas, legumbres y tubérculos; azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar; otros productos alimenticios; y aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta.

³⁵ Entre julio y agosto se registró un periodo de ausencia de lluvias denominado canícula prolongada que afectó, principalmente, al Corredor Seco, en el oriente del país afectando la producción agrícola de autoconsumo.

Gráfica 19

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



(1) Con información a noviembre de 2018.

Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

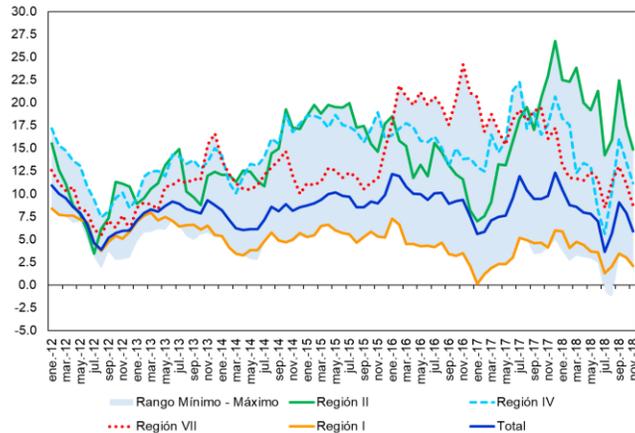
Adicionalmente, la inflación de la división de alimentos, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan presiones en los precios finales de los productos, como: la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos; la intensificación del comercio internacional de la mayoría de productos agrícolas, que incrementó la exposición a choques de demanda externa y propició la homogenización de precios entre países; así como la heterogeneidad en cuanto a los hábitos de consumo, factores culturales e ingresos de las familias en las diversas regiones del país, entre otros factores.

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

a moderar la inflación de alimentos a nivel de la República.

Gráfica 20

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



(1) Con información a noviembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

En lo referente a la división de transporte, ésta mostró una significativa moderación en noviembre revirtiendo la tendencia al alza que venía registrando desde el año anterior, debido a la expectativa de una sobre-oferta de petróleo a nivel mundial, por los altos niveles de producción de algunos de los principales países productores, en combinación con una perspectiva de moderación en la demanda mundial de crudo, lo cual generó una pronunciada disminución en los precios medios de las gasolinas y del diésel en el mercado local.

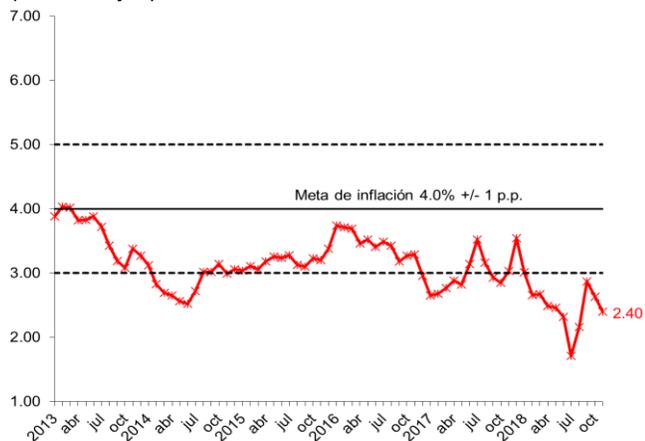
En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, a noviembre presenta un incremento, el cual está asociado, por una parte, al aumento observado en el precio del gas propano vigente a partir de octubre como resultado del alza que se venía observando, hasta octubre, en el precio internacional del petróleo y, por la otra, a los tres incrementos en los pliegos tarifarios trimestrales del

servicio de electricidad durante el presente año³⁶, tanto para la tarifa social como para la tarifa no social, autorizado por la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE).

En cuanto a la inflación subyacente³⁷, medida de inflación cuya finalidad es evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a noviembre registró una variación interanual de 2.40%, sugiriendo que al aislar los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos, así como de los incrementos en el precio de los energéticos, el nivel de inflación es congruente con la posición cíclica de la economía; es decir, con presiones de demanda moderadas que se mantendrían durante la mayor parte del presente año.

Gráfica 21

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2018.

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

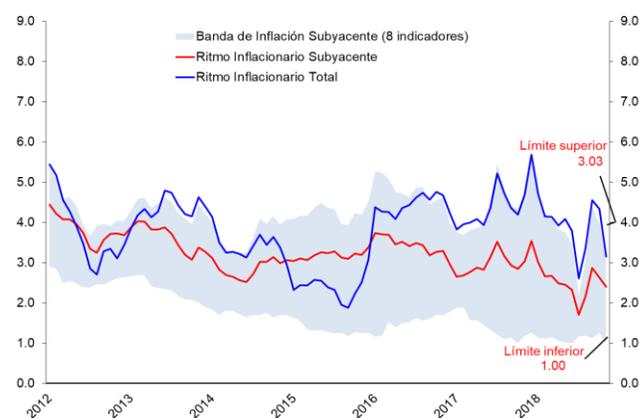
Cabe indicar que el Banco de Guatemala elabora ocho diferentes medidas de inflación subyacente,

³⁶ Trimestres de febrero a abril y de mayo a julio de 2018; mientras que para el trimestre de agosto a octubre de 2018 se registró una reducción en el costo del servicio. Vale indicar que para el trimestre de noviembre de 2018 a enero de 2019, nuevamente se registró un incremento en las tarifas, asociado al incremento en los costos de generación de acuerdo a la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE).

³⁷ En el apartado "Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia" de este documento, se presenta una revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente.

mediante metodologías tanto de exclusión fija como de exclusión variable. La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 22). Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a noviembre de 2018, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.00% y 3.03%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación han tenido una incidencia limitada.

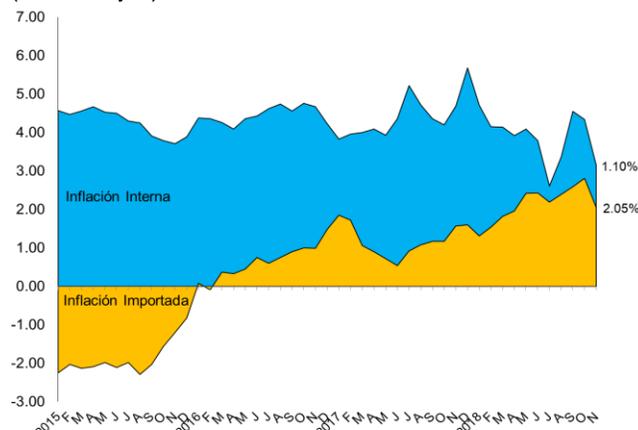
Gráfica 22
Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2018.
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 que desde junio de 2017 registra un moderado crecimiento, explicado, en buena medida, por la evolución del precio del petróleo y sus derivados, la inflación de los principales países socios comerciales y el comportamiento al alza del tipo de cambio nominal. A noviembre de 2018, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 1.10% y la importada de 2.05%.

Gráfica 23
Composición de la Inflación Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

El efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues la postura de dicha política ha sido acomodaticia, derivado de que la coyuntura ha favorecido una inflación total dentro de la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, para luego disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre y mantenerla en ese nivel durante las sesiones de Junta Monetaria para decisión de tasa de interés líder de política monetaria realizadas durante el presente año, al mismo tiempo que aumentaron los niveles de liquidez en la economía como resultado de la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Cabe señalar que dichos excedentes de liquidez fueron compensados parcialmente con aumentos de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala y por incrementos en los niveles de encaje, que ocurrieron en un contexto de desaceleración del crédito bancario al sector privado. Como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda; es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia del

anterior esquema de política monetaria de agregados monetarios en el que se establecen metas operativas para dichos agregados.

3. Tipo de cambio

a) Nominal

Con relación al tipo de cambio nominal, cabe resaltar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio nominal es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente, evitando que los ajustes se trasladen directamente al empleo y a la producción, pues resulta en un amortiguador de los choques externos, como por ejemplo el derivado de las variaciones en los términos de intercambio. En ese sentido, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas exclusivamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia; en adición, durante los primeros cinco meses del año y entre el 17 de agosto y el 31 de octubre³⁸, mantuvo vigente la medida de acumulación de reservas monetarias internacionales, cuyo objetivo fue reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario, fortaleciendo la

³⁸ El Comité de Ejecución, a petición de la Junta monetaria, realizó un análisis sobre comportamiento del tipo de cambio nominal. En ese sentido, el Comité consideró que la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario ha sido efectiva para moderar volatilidad cambiaria, sin alterar su tendencia, pero que ésta no soluciona el problema del exceso acumulado (stock); en tanto que, el mecanismo de acumulación de reservas internacionales que estuvo vigente entre enero y mayo del presente año, sí mostró efectividad para dicho propósito, moderando, aunque parcialmente, el referido exceso acumulado de divisas. Por lo que, con base en dicho análisis, el Comité acordó recomendar volver a utilizar el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales hasta por un monto de US\$150.0 millones (para completar los US\$500.0 millones aprobados originalmente), entre el 17 de agosto y el 31 de octubre 2018. Por otra parte, manifestó que, en su opinión, la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, en las circunstancias de ese momento, parecían no ser atractivas para los participantes del mercado y que, por consiguiente, era recomendable que se finalizara con la referida captación de depósitos a plazo.

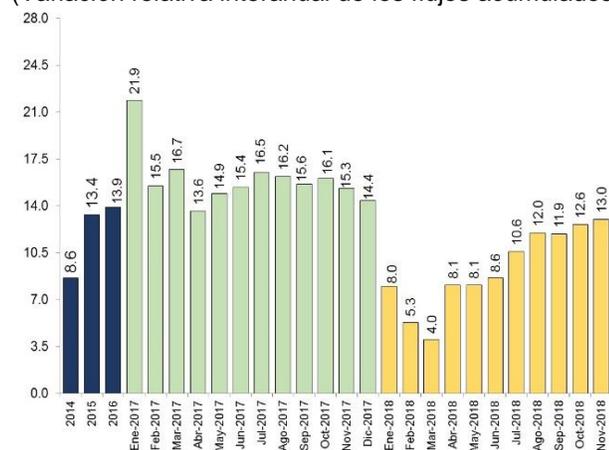
posición externa del país en momentos que es factible, en particular para enfrentar retos que eventualmente pudieran surgir de una coyuntura internacional adversa en la que el Banco Central tuviera que utilizar sus reservas internacionales para moderar una excesiva volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladen a la actividad económica y a los precios.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre, una depreciación interanual de 4.90% (depreciación acumulada de 4.85%), comportamiento asociado al cambio en el comportamiento de sus fundamentos, que hasta agosto de 2017, habían propiciado una tendencia a la apreciación.

En términos generales, la modificación observada en el comportamiento del tipo de cambio del quetzal frente al dólar estadounidense se explica, principalmente, por tres factores. El primero, se asocia al comportamiento del flujo de divisas por remesas familiares, que a diferencia de los tres años previos, y como se había anticipado, muestra una desaceleración en el ritmo de crecimiento durante el presente año.

Gráfica 24

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



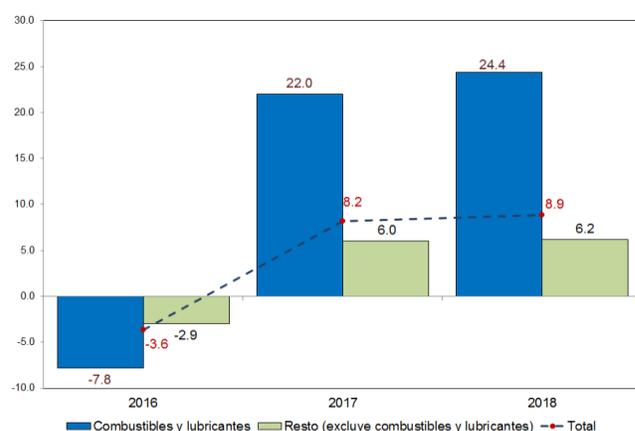
Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye el aumento en el valor de las importaciones desde el año anterior, asociado, tanto al crecimiento del rubro de combustibles

y lubricantes como del resto de importaciones, como consecuencia de la recuperación de los precios internacionales del petróleo, que han reducido el ahorro por pago de factura petrolera registrado en 2015 y 2016; así como del incremento del valor de las importaciones de materias primas y productos intermedios, de los materiales de construcción, y, en menor medida, de los bienes de consumo.

Gráfica 25

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



(1) Con información a diciembre de cada año. 2018 a octubre.
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

El tercer factor se refiere a la disminución del valor de las exportaciones en lo que va del presente año, que como se indicó, obedece a la disminución de los precios internacionales de algunos productos de exportación, pero también al menor volumen exportado de algunos productos de las industrias extractivas.

En ese contexto, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, mediante una regla transparente y conocida por el mercado, siguió centrándose en el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin modificar su tendencia. En 2018, en adición a la referida regla, durante los primeros cinco meses de año y entre agosto y octubre, como se indicó, se utilizó el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, previsto en la

política cambiaria desde 2014, que coadyuvó a reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario³⁹.

b) Real de equilibrio

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

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2018, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2⁴⁰ estiman una leve sobredepreciación de

³⁹ Un detalle más amplio sobre la participación del Banco Central en el mercado cambiario, se presenta más adelante en el apartado de respuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia durante 2018.

⁴⁰ El modelo 1 se basa en la metodología determinada para Guatemala por 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 sostenibilidad externa y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

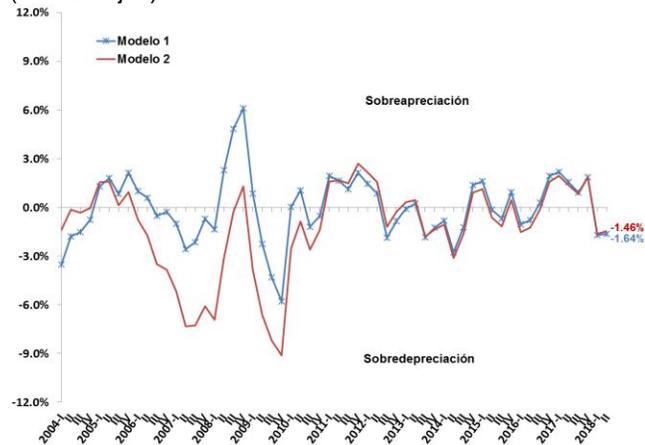
1.64% y 1.46%, respectivamente (gráfica 26), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 también registra una sobredepreciación de 8.89% (gráfica 27), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos⁴¹. 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 umbral, sería indicativo de un ITCER ligeramente sobreapreciado o 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 (para el caso de la presente estimación, el ITCER estaría ligeramente sobredepreciado)⁴².

⁴¹ 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 de 2015 al 2018, 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, aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

⁴² En el apartado “Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia” de este documento, se presenta una revisión de las metodologías de cálculo del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE).

Gráfica 26

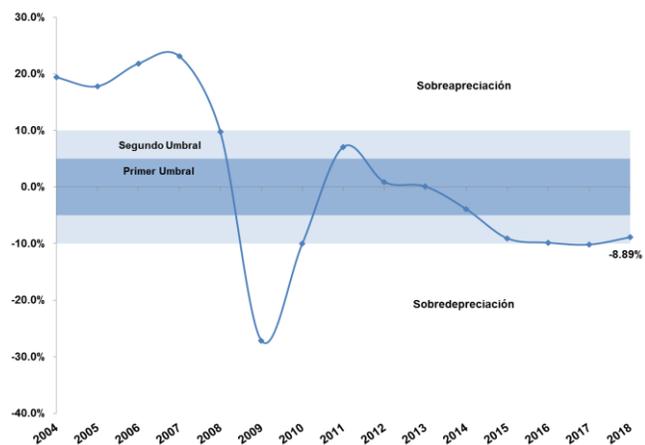
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 27

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

4. Tasa de interés real neutral

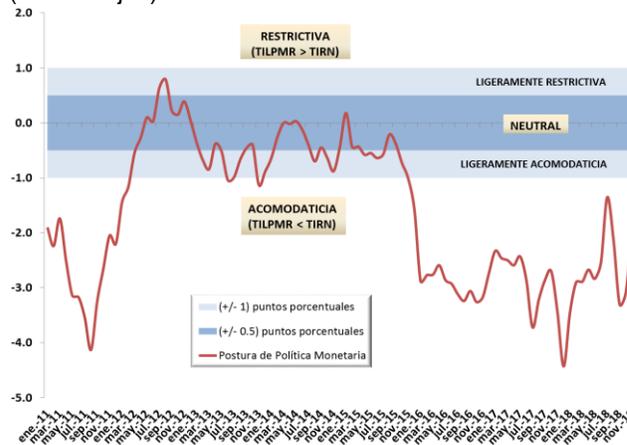
La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias (deflacionarias)⁴³. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria, definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) y la TIRN,

⁴³ 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%.

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 noviembre de 2018, este indicador sugiere que la postura de la política monetaria es acomodaticia.

Gráfica 28

Postura de la Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2018.

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

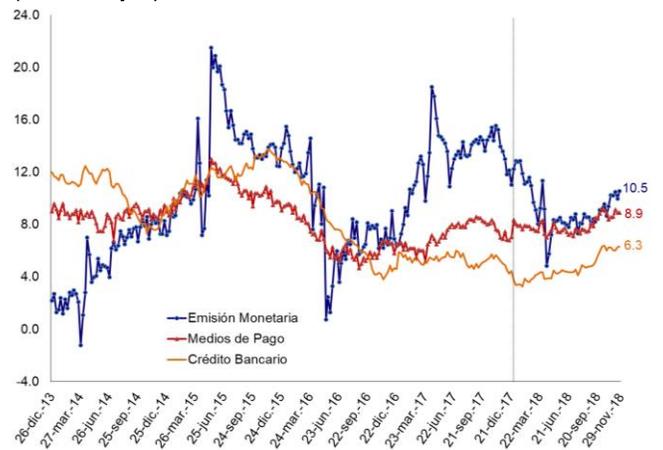
Fuente: Banco de Guatemala.

5. Agregados monetarios y crédito bancario al sector privado

En el transcurso de 2018, los principales agregados monetarios, en general, evidenciaron un comportamiento congruente con lo esperado.

Gráfica 29

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



(1) Variación interanual observada al 29 de noviembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

a) Emisión monetaria

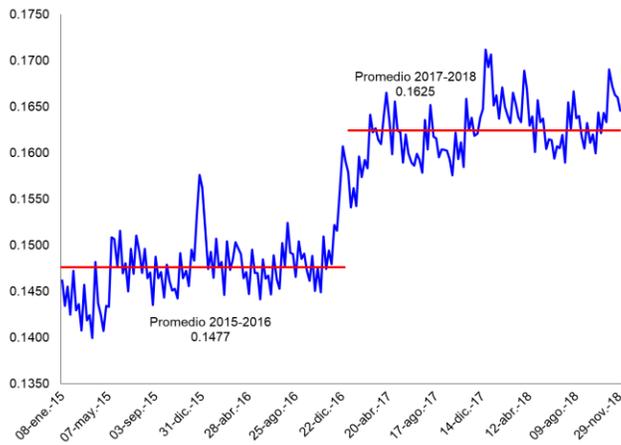
Durante el año, el ritmo de la emisión monetaria mostró una moderación respecto del año previo. Este comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial que obedece, principalmente, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico asociado, en parte, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio que refleja eventos no esperados. Con relación al componente tendencial, el comportamiento de la emisión monetaria, aunque se ha moderado en comparación con el crecimiento que mostró en la mayor parte de 2017, es congruente con la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y con el desempeño de la actividad económica previsto para 2018. En cuanto al componente cíclico, a pesar que desde finales de enero éste ha mostrado niveles levemente inferiores a los estimados, se ha comportado de manera congruente con su estacionalidad.

Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria está relacionado a un incremento temporal e inusual (componente aleatorio) en la preferencia del público por billetes y monedas, medido

por el coeficiente de preferencia de liquidez⁴⁴. El aumento en el referido coeficiente se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos derivado del ingreso de divisas por remesas familiares observado a lo largo de 2017 y desde mediados del presente año. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez, en promedio, durante 2017-2018 se ubicó en 0.1625, superior al valor promedio observado en los años previos (0.1477).

Gráfica 30

Coeficiente de Preferencia de Liquidez (1) (2)
(Porcentajes)



(1) Numerario en circulación/captaciones totales.
(2) Al 29 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 29 de noviembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 10.3%, incidiendo en 8.9 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria a esa fecha (11.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2017); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 12.0% con una

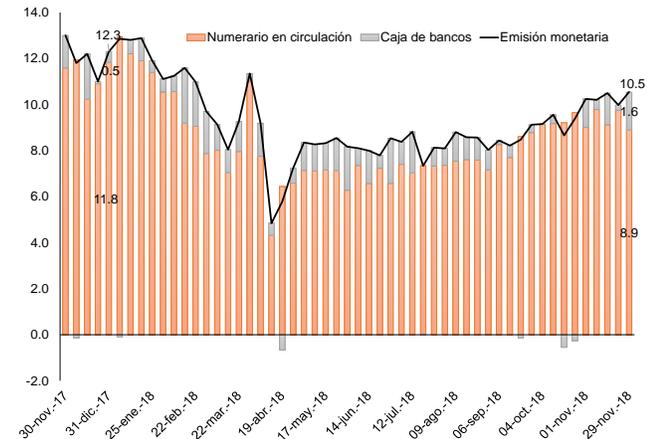
⁴⁴ El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Este es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

incidencia que pasó de 0.5 puntos porcentuales a finales del año anterior a 1.6 puntos porcentuales (gráfica 31).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario⁴⁵ no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala y las operaciones de estabilización monetaria.

Gráfica 31

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



(1) Al 29 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

b) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 29 de noviembre de 2018, registraron un crecimiento interanual de 8.9% (8.4% en diciembre de 2017). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año se explica, principalmente, por el dinamismo mostrado por el cuasidinerero.

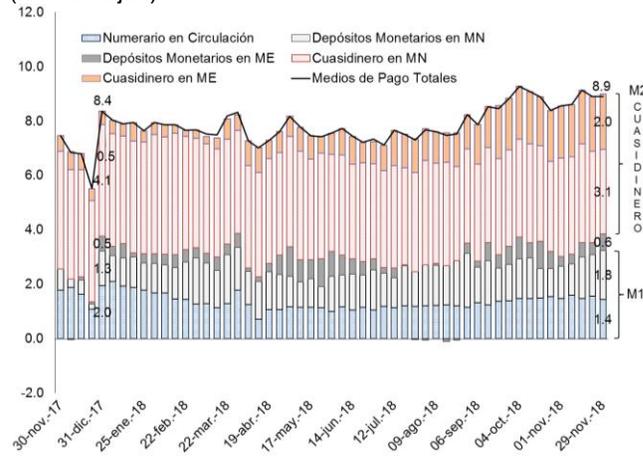
Al analizar por moneda el crecimiento de los medios de pago, éste se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 82.1% de dicho agregado y, en lo que va de 2018, éstos muestran un crecimiento interanual de

⁴⁵ Al 29 de noviembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$1,187.4 millones equivalente a Q8,850.5 millones.

7.7%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera al 29 de noviembre registraron una variación interanual de 15.0% (6.0% en diciembre de 2017).

Gráfica 32

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



(1) Con información al 29 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Con relación a los componentes de los medios de pago se observa que, en términos agregados, el medio circulante (M1)⁴⁶ ha reflejado un crecimiento estable (9.1% al 29 de noviembre), asociado, principalmente, a un proceso moderado de recomposición entre el numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional, estos últimos, al 29 de noviembre de 2018, mostraron una incidencia de 1.8 puntos porcentuales levemente superior a la de 2017. En tanto que el numerario en circulación pasó de una incidencia de 2.0 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2017 a 1.4 puntos porcentuales al 29 de noviembre. Por su parte, el cuasidinero⁴⁷, en moneda nacional y extranjera, ha mostrado una tasa de variación interanual de 6.6% y 21.3%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y

⁴⁶ Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

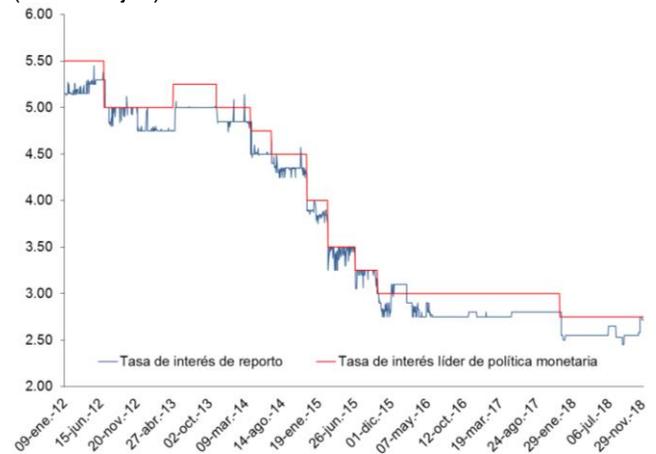
⁴⁷ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

posición neta de encaje), han permanecido elevados al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2017 al 29 de noviembre de 2018 en Q4,554.7 millones.

Los amplios niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, la cual en lo que va del año, se ubica aproximadamente 18 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, alrededor de 2.57%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 33

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



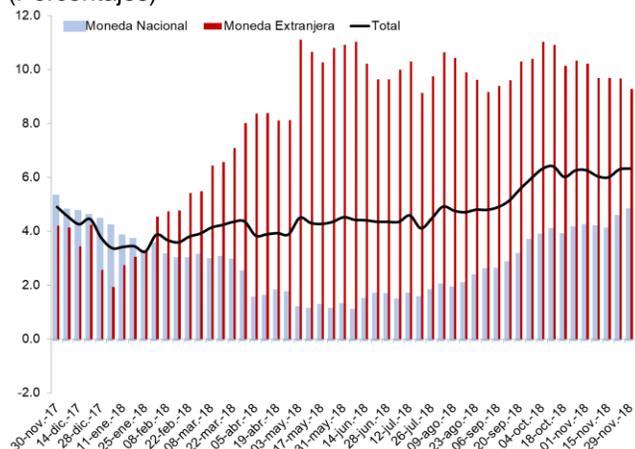
(1) Con información al 29 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

c) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 29 de noviembre registró un crecimiento interanual de 6.3%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (9.3%), y en menor medida, al crédito en moneda nacional que creció 4.8%.

Gráfica 34

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



(1) Con información al 29 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un ritmo de crecimiento moderado (2.6% en promedio en lo que va del presente año), explicado principalmente por el menor dinamismo del crédito destinado al consumo y una recuperación del otorgado al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 69.5% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 29 de noviembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 3.9%, en tanto que al sector empresarial mayor aumentó 7.3%.

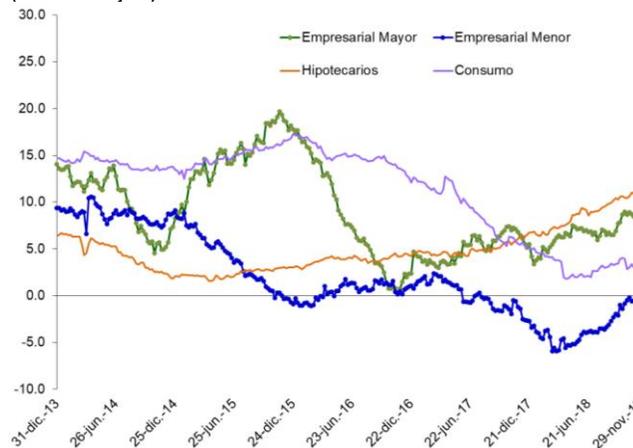
Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 29 de noviembre, creció a un ritmo de 9.3%, asociado, principalmente, a una recuperación de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor del 88.4% del financiamiento concedido en dicha moneda), asociado entre otros factores, al desempeño del crédito para el sector de industrias manufactureras y establecimientos financieros, los cuales, a octubre, mostraron tasas de crecimiento de 17.1% y 7.7%, respectivamente.

Al analizar el crédito al sector privado total por tipo de deudor, destaca en lo que va del año, la recuperación del crédito al sector empresarial mayor y, en menor medida, la del consumo, la prevalencia de una tendencia al alza en el crédito hipotecario y la

recuperación del crédito al sector empresarial menor, aunque éste aún registra tasas de crecimiento negativas.

Gráfica 35

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

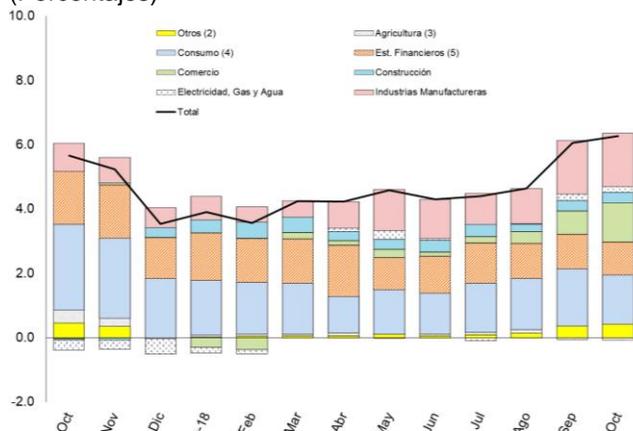


(1) Con información al 29 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia: industrias manufactureras (con una variación interanual de 14.2%), consumo (4.0%), y comercio (8.7%).

Gráfica 36

Cartera de Créditos Total
Incidencias por Actividad Económica (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a octubre de 2018.
(2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
(3) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
(4) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.
(5) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
Fuente: Banco de Guatemala.

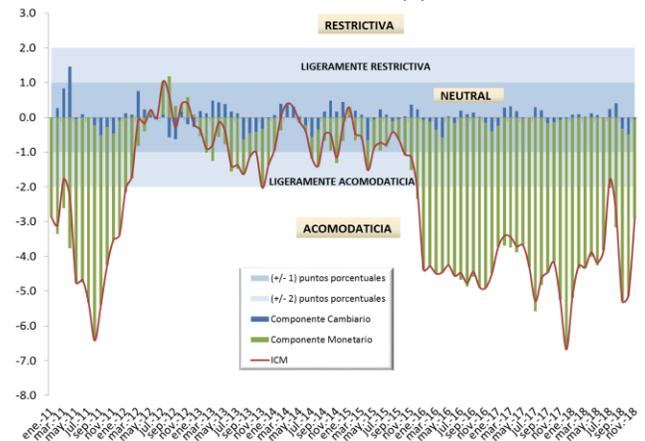
Con relación a las fuentes de recursos que impulsan la actividad crediticia total, se observa que la misma ha sido financiada, principalmente, con las captaciones bancarias con el sector privado.

6. Índice de condiciones monetarias

El índice de condiciones monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción entre los mercados de bienes y de dinero. En ese sentido, el ICM mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por los cambios en los fundamentos de la economía o choques externos y no exclusivamente a decisiones del banco central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información noviembre de 2018, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 37

Índice de Condiciones Monetarias (1)



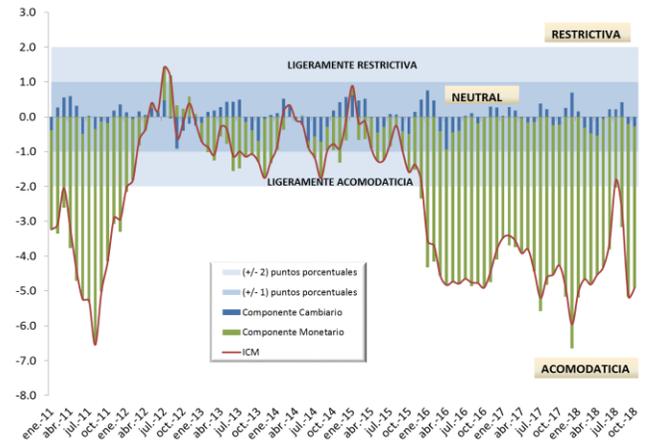
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a noviembre de 2018.

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 38

Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a octubre de 2018.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

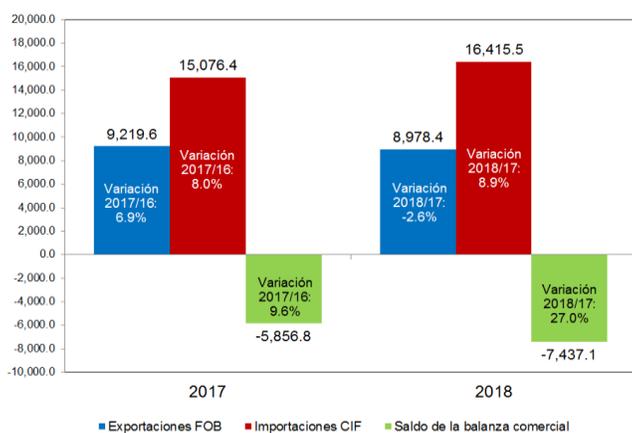
7. Variables del sector externo

El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró una disminución de 2.6% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a octubre de 2018, respecto de similar periodo de 2017, explicado por la disminución en el volumen exportado (11.2%), compensado, en parte, por el aumento en el precio medio (9.6%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 8.9%, reflejo del incremento tanto del precio medio de importación (3.6%) como del volumen importado (5.1%). El referido aumento en el precio medio, se explica, fundamentalmente, por el alza registrada en el precio del petróleo y sus derivados en los mercados internacionales respecto al mismo periodo del año anterior.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$7,437.1 millones, superior en US\$1,580.3 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$5,856.8 millones).

Gráfica 39

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



(1) Con información a octubre de cada año.

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

Los términos de intercambio, que habían sido favorables para Guatemala en los últimos años, aunados a los importantes flujos de remesas familiares, generó un cambio en el saldo de cuenta corriente de la balanza de

pagos, el cual pasó de un déficit, en promedio, de alrededor de 2.0% del PIB a superávits de 1.5% en 2016 y de 1.6% en 2017, debido, en parte, a que en 2016 la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones; en tanto que en 2017 el repunte de los precios de las importaciones fue levemente superior al de las exportaciones. Asimismo, el superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido influenciado por el dinamismo observado en las remesas familiares en los últimos cuatro años. Cabe resaltar que dicho resultado se ha venido revirtiendo conforme los precios internacionales de algunas materias primas, en especial del petróleo y sus derivados, han empezado a subir y las remesas familiares han desacelerado su crecimiento.

La disminución del valor FOB de las exportaciones en dólares estadounidenses, fue resultado de las caídas en los rubros de azúcar; plomo; piedras y metales preciosos y semipreciosos; café y caucho natural (hule). Por su parte, destacan los aumentos en las exportaciones de artículos de vestuario; hierro y acero; cardamomo; legumbres y hortalizas; y frutas frescas, secas o congeladas.

El valor exportado de azúcar disminuyó US\$182.2 millones (25.0%), derivado de la caída tanto del volumen (14.2%) como del precio medio (12.6%), que pasó de US\$20.00 en octubre de 2017 a US\$17.48 por quintal en octubre de 2018. Según *The Public Ledger*⁴⁸ y *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del azúcar se asocia al aumento de la producción de caña en Brasil, India⁴⁹ y Tailandia, por condiciones climáticas favorables.

Las ventas al exterior de plomo registraron una caída de US\$148.2 millones (97.1%), y las de piedras y metales preciosos y semipreciosos de US\$84.6 millones (89.7%); las cuales se explican por la suspensión de operaciones de la Minera San Rafael (desde mediados

⁴⁸ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

⁴⁹ En el caso de India, el aumento en la producción también fue influencia por subsidios del gobierno a los exportadores.

de 2017) y del cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora⁵⁰.

La disminución en el valor de las exportaciones de café de US\$62.8 millones (8.8%), se asocia a la caída en el precio medio (10.2%), al pasar de US\$168.44 a US\$151.33 por quintal entre octubre de 2017 y octubre del presente año, dicha caída fue compensada, parcialmente, por un incremento en el volumen (1.5%). De acuerdo con *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del café se explica, principalmente, por el incremento en la producción tanto en Brasil como en Vietnam debido a condiciones climáticas favorables. En los últimos años, el volumen exportado del grano se ha venido recuperando, luego del impacto de la plaga de roya que afectó las plantaciones nacionales entre 2012 y 2013⁵¹.

Las exportaciones de caucho natural (hule) registraron una disminución de US\$24.4 millones (16.4%), debido a la reducción en el precio medio (18.6%); el cual fue compensado, parcialmente, por un aumento en el volumen exportado (2.7%). El comportamiento a la baja en el precio internacional, se asocia, principalmente, a la disminución en la demanda por parte de la República Popular China, principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial.

El valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario se incrementó US\$73.1 millones (6.4%), debido, principalmente, al aumento en el volumen exportado (11.3%), dado que el precio medio de exportación disminuyó (4.4%). El aumento en las exportaciones se asocia, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores (AGEXPORT), fundamentalmente a la mayor demanda de los Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor del 93% de las exportaciones.

⁵⁰ El valor total exportado a octubre de 2017 por Minera San Rafael y Montana Exploradora ascendió a US\$254.8 millones, mientras que a octubre de 2018 no exportó nada debido a la citada suspensión de operaciones.

⁵¹ Las plantaciones de café incrementan la productividad entre 4 y 5 años después de la siembra.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$51.2 millones (25.8%), explicado por un incremento en el precio medio (25.8%) y en el volumen (3.3%). Este comportamiento obedece principalmente a dos factores; el primero, a un cambio en la composición del volumen exportado, privilegiando las exportaciones de ferroníquel cuyo precio medio es mayor que el del resto de exportaciones en este rubro y, el segundo, a la moderada recuperación de los precios internacionales de algunos de estos metales.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$36.2 millones (13.5%), explicado por el alza en el precio medio por quintal (10.9%), al pasar de US\$472.58 en octubre de 2017 a US\$524.02 en similar mes de 2018, así como por el incremento en el volumen exportado (2.3%). De acuerdo con el Comité de Cardamomo de la AGEXPORT, en el comportamiento del precio internacional continúa influyendo la disminución del volumen de producción de India, como consecuencia de condiciones climáticas adversas.

Las exportaciones de legumbres y hortalizas registraron un alza de US\$33.9 millones (23.7%), como consecuencia del aumento tanto en el precio medio (18.5%) como en el volumen (4.3%). En el comportamiento del volumen destacan las mayores ventas de arvejas y hortalizas cocidas o congeladas, asociadas a una mayor demanda, especialmente, de los Estados Unidos de América, Reino Unido, Países Bajos y El Salvador; países a los que se destinó alrededor del 92% del total exportado.

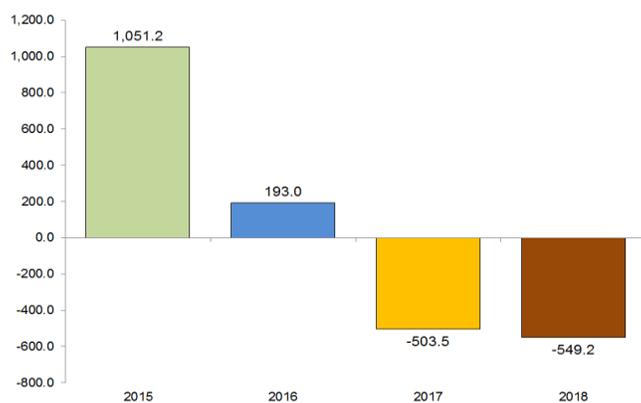
Las ventas al exterior de frutas frescas, secas o congeladas registraron un aumento de US\$21.4 millones (9.1%), que se explica, por el incremento tanto en el precio medio (6.7%) como en el volumen (2.3%). En el comportamiento del volumen destacan las mayores ventas de melón, sandía, papaya y piña ante una mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América; país al que se destinó alrededor del 78% del total exportado bajo este rubro.

Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de éstas (8.9%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza del precio medio de importación (3.6%) y del volumen (5.1%). El alza que se observó en el precio medio de los combustibles y lubricantes fue contrarrestada, parcialmente, por la disminución que registró el precio medio de las importaciones de bienes de capital; mientras que el aumento en el volumen importado, se explica, fundamentalmente, por el incremento en la mayoría de bienes importados. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de combustibles y lubricantes (24.4%), de materias primas y productos intermedios (10.8%), de materiales de construcción (10.5%) y de bienes de consumo (4.6%).

El aumento del precio internacional del crudo desde finales de 2016 ha provocado, al igual que lo observado en 2017, que el ahorro en la factura petrolera (rubro de combustibles y lubricantes) que se acumuló entre 2015 y 2016, tienda a reducirse (desahorro de US\$503.5 millones en 2017). A octubre de 2018, la factura petrolera registró un aumento de US\$549.2 millones respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual refleja la disolución gradual del ahorro obtenido en dicha factura en años previos.

Gráfica 40

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



(1) Con información a octubre de 2018.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de noviembre, se situó en US\$8,444.4 millones, superior en US\$972.5 millones (13.0%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo. Durante el presente año el flujo de remesas familiares ha continuado mostrando un crecimiento importante, dado que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos.

Al 30 de noviembre de 2018, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$12,472.7 millones, mayor en US\$703.2 millones al del 31 de diciembre de 2017, como resultado, principalmente, de las compras efectuadas mediante el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales previsto en la política cambiaria vigente⁵² (US\$455.9 millones) y por las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$725.5 millones), lo cual fue contrarrestado, parcialmente, por los pagos netos por deuda externa del sector público y por la amortización neta de los depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América emitidos por el Banco de Guatemala. El referido nivel de RIN equivale a 7.5 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

8. Finanzas públicas

Durante la mayor parte del primer semestre, las finanzas públicas se caracterizaron por la persistente dificultad para elevar el gasto público, a pesar de la significativa disponibilidad de recursos en la caja fiscal del gobierno central. Algunos de los principales factores que limitaron su ejecución fueron la no aprobación del plan de gastos propuesto y la entrada en vigencia del presupuesto del año anterior⁵³, así como la baja ejecución del financiamiento externo.

⁵² Cabe indicar que dicho mecanismo ha sido utilizado entre enero y mayo y entre el 17 de agosto y el 31 de octubre del presente año.

⁵³ La distribución analítica fue aprobada mediante Acuerdo Gubernativo Número 300-2017 por un monto de Q76,989.5 millones. Al 30 de noviembre, el presupuesto fue ampliado en varias ocasiones por un monto total de Q1,402.0 millones, como resultado, el presupuesto vigente al 30 de noviembre alcanzó Q78,391.5 millones.

Los ajustes para viabilizar la ejecución presupuestaria y la aprobación de dos préstamos con organismos financieros internacionales⁵⁴ mejoraron la ejecución del gasto público a partir de junio, aunque todavía insuficiente para lograr un aumento en términos reales⁵⁵; no obstante, hacia el cuarto trimestre, los gastos asociados a atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de Fuego y los destinados a la recuperación de la red vial del país habrían elevado el ritmo de crecimiento del gasto público.

En el contexto anterior, según el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), el déficit fiscal a finales de año se ubicaría en 1.6% del PIB, mayor al del año anterior (1.3% del PIB).

Por otra parte, el presupuesto vigente para este año incluye una asignación presupuestaria de Q646.0 millones para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2016, en virtud de que rigió el presupuesto del año anterior. Cabe resaltar que en 2017, luego de varios años de no haberse cumplido con el pago para la restitución de las deficiencias netas del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas emitió bonos del tesoro por un monto de Q646.0 millones, para cubrir parcialmente las deficiencias netas correspondientes al ejercicio contable de 2015. Como se ha mencionado en informes anteriores, la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por lo tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, la cual se considera un activo para el país, valorado no solo por la sociedad guatemalteca, sino también por los

organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo, de lo que deviene importante el que las deficiencias netas sean cubiertas también en el presente año, por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas⁵⁶.

a) Ingresos

Al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.1% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 4.1% que registraron los ingresos tributarios (94.7% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 4.2%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2017. Cabe destacar que la desaceleración en la recaudación tributaria durante el presente año, entre otros factores, se debió a los ingresos extraordinarios recibidos el año anterior, derivados de la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017 (exoneración de multas), entre mayo y septiembre de 2017. Según estimaciones del MFP, la carga tributaria a finales de año se ubicaría en 9.9%, la más baja en los últimos veinte años (ver gráfica 41).

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos aumentaron 1.0%, afectados por el bajo desempeño del Impuesto Sobre la Renta, el cual cayó 0.5%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 6.9%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 5.9%, destacando el desempeño del IVA importaciones, derechos arancelarios y sobre derivados del petróleo los cuales crecieron 10.4%, 5.2% y 5.1%, respectivamente, mientras que el IVA doméstico creció 2.3%. Cabe agregar que las medidas implementadas el año anterior

⁵⁴ El Congreso de la República aprobó la contratación de dos préstamos con el BID y el BIRF por US\$150.0 millones y US\$250.0 millones, respectivamente. De este último, el 31.5% implicaría una ampliación presupuestaria para atender los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego, lo cual contribuiría a dinamizar la ejecución del gasto público en el segundo semestre; mientras que el restante 68.5% sustituiría fuente de financiamiento por bonos del tesoro.

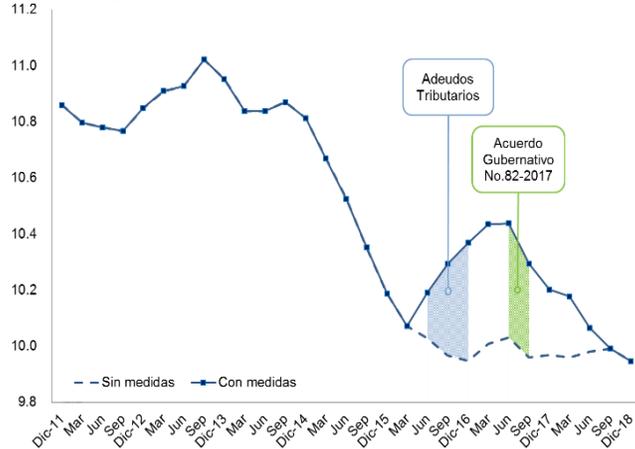
⁵⁵ El gasto público como porcentaje del PIB, en los últimos dos años, se ha ubicado en su mínimo histórico desde hace dos décadas.

⁵⁶ A la fecha el Estado tiene pendiente de restituir al Banco de Guatemala el costo acumulado de la política monetaria, cambiaria y crediticia al 31 de diciembre de 2001, el cual asciende a Q16,834.2 millones; y las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2002, 2011, 2012, 2013, 2014 y 2015, las cuales ascienden a Q7,361.6 millones; ello sin incluir las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2016 por Q1,369.9 millones, la cual debería de ser restituida durante el presente año; y de 2017 por Q1,479.3 millones, que debería ser incluida en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal de 2019.

se reflejaría en bajas tasas de crecimiento este año en el ISR y el IVA doméstico, principalmente; mientras que, el aumento en el valor de las importaciones durante este año, en particular, las de combustibles y lubricantes, se reflejó en el buen desempeño del IVA importaciones.

Gráfica 41

Recaudación Tributaria Trimestral Anualizada (1)
Años: 2012-2018
(Porcentaje del PIB)



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

b) Gastos

La falta de aprobación del plan de gastos propuesto para 2018 y la entrada en vigencia del presupuesto del año anterior moderaron el ritmo de ejecución de gasto en los primeros meses del año. En efecto, al 31 de mayo de 2018, el gasto público había aumentado 3.6%, en términos interanuales; no obstante, en la medida en que las entidades gubernamentales ajustaron sus planes de trabajo a los techos presupuestarios del año anterior y se realizaron las modificaciones presupuestarias correspondientes, conjugado con mayores ingresos provenientes del endeudamiento público (ver gráfica 43), el ritmo de gasto mejoró su dinámica a partir de junio, alcanzando, al 30 de noviembre, una variación interanual acumulada de 9.8% (ver gráfica 42). Adicionalmente, los gastos asociados a atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de Fuego, los destinados a la recuperación de la red vial del país y los desembolsos del financiamiento externo contribuyeron a elevar la

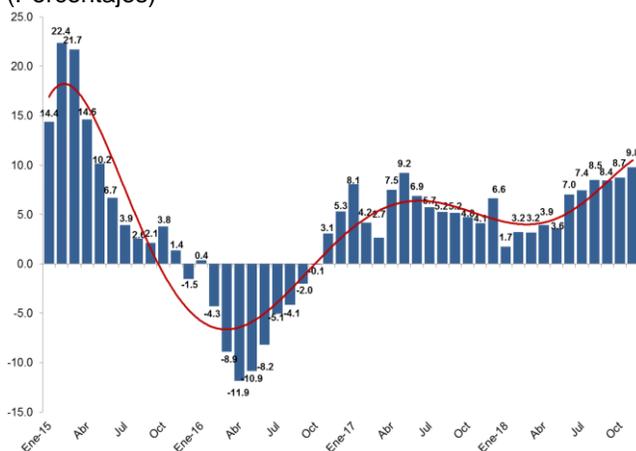
ejecución presupuestaria en el segundo semestre, aunque el debilitamiento de la carga tributaria y la incertidumbre en la continuidad del financiamiento externo (ver gráfica 43) representan riesgos al crecimiento del gasto público sostenible, en particular, para el financiamiento de la inversión en infraestructura productiva y en capital humano; en ese sentido, recuperar el gasto público como porcentaje del PIB a un nivel cercano a 14.0% de años previos constituye otro reto importante de la política fiscal.

Al 30 de noviembre, los gastos de funcionamiento aumentaron 8.5% y los de capital 16.2%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, el aumento fue resultado de los mayores gastos en bienes y servicios, transferencias al sector privado e intereses de la deuda pública. Por su parte, el incremento en los gastos de capital fue resultado de mayores gastos en inversión directa.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 83.5%, mayor a la registrada a noviembre de 2017 (77.4%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (86.0%) y el Ministerio de la Defensa Nacional (85.8%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen, el Ministerio de Desarrollo Social (64.8%) y el Ministerio Agricultura, Ganadería y Alimentación (59.5%).

Gráfica 42

Gasto Público y Tendencia (1) (2)
Años: 2015-2018
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a noviembre de 2018.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de noviembre, resultó en un déficit fiscal de Q5,319.0 millones (0.9% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q1,969.9 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue positivo en Q347.9 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q2,767.8 millones⁵⁷ y amortizaciones por Q2,419.9 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste ascendió a Q10,060.5 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q12,398.6 millones, vencimientos por Q2,885.1 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q547.0 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q5,089.4 millones.

Para el ejercicio fiscal 2018 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q13,749.1 millones, de los cuales Q10,863.5 millones corresponden a la nueva

⁵⁷ En agosto se recibieron \$250.0 millones provenientes del BIRF, correspondientes al “Primer Préstamo de Políticas de Desarrollo para la Mejora de la Gobernanza de los Recursos Públicos y Nutrición”. Según Decreto Número 15-2018, de los recursos del préstamo del BIRF, se aprobó una ampliación presupuestaria hasta por Q582.5 millones destinados a financiar los gastos por los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego.

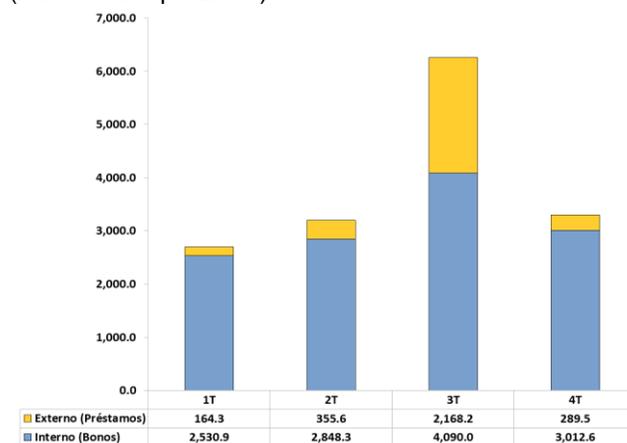
emisión y Q2,885.6 millones al *roll-over*; sin embargo, de conformidad con el artículo 5, Decreto Número 15-2018, hasta Q1,267.5 millones se sustituyen por préstamos externos (9.2% del total a colocar).

Al 30 de noviembre, se había colocado el 90.2% monto previsto. Las colocaciones en moneda nacional se realizaron a las fechas de vencimiento 03/07/2019, 07/08/2021, 07/08/2023, 21/07/2025, 02/10/2025, 02/08/2029, 23/09/2030, 15/03/2033 y 18/04/2033 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.0%, 6.13%, 6.38%, 6.07%, 6.34%, 6.69%, 6.31%, 6.65% y 6.45%, respectivamente. A partir de agosto iniciaron las colocaciones de bonos del tesoro expresados en dólares estadounidenses con fecha de vencimiento 15/08/2023 y tasa de rendimiento promedio de 4.25%.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q82,249.3 millones, mayor en Q9,513.4 millones respecto al 31 de diciembre de 2017 (Q72,735.9 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,228.6 millones, mayor en US\$47.1 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). Según el MFP, la deuda pública total como porcentaje del PIB al final de 2018 se ubicaría en 24.3% (23.9% en 2017).

Gráfica 43

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)
Año: 2018
(Millones de quetzales)



(1) Cifras preliminares a noviembre.

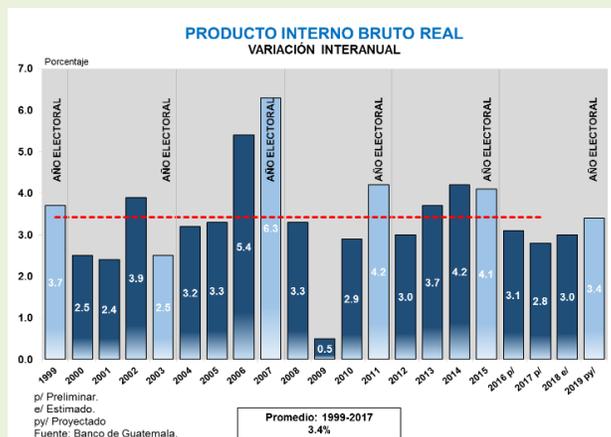
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

RECUADRO 6 GUATEMALA: CICLO POLÍTICO Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

En los últimos años, y cada vez con mayor intensidad, ha crecido el interés en conocer el probable efecto de los procesos electorales en las principales variables macroeconómicas de un país. La atención se ha dirigido, particularmente, hacia los posibles incentivos políticos que tienen los gobiernos para incrementar sus posibilidades de reelección mediante la generación de Ciclos Político-Económicos (CPE). Así, de acuerdo a Drazen (2008), los CPE se materializarían mediante fluctuaciones en las variables macroeconómicas (PIB, desempleo, gasto público, tipo de cambio, inflación, tasa de interés e inversión, entre otros) inducidas por eventos electorales.

En este contexto, la literatura económica clasifica dos tipos de modelos de CPE: los oportunistas y los partidarios. Al respecto, los CPE oportunistas están definidos como aquellas expansiones en la actividad económica que se realizan antes de una elección y que son inducidas por las autoridades de turno con el fin de aumentar sus posibilidades de reelección. Aunque estos modelos capturan en gran parte el incentivo de los encargados de política para inducir el ciclo macroeconómico, también han recibido un número significativo de críticas conceptuales y empíricas (Drazen, 2008). Primero, las autoridades de turno que van por la reelección no controlan la política monetaria en países con bancos centrales independientes. Segundo, uno podría cuestionar si los votantes realmente son poco sofisticados, como el modelo lo asume, tanto en la forma como construyen sus expectativas, como en la manera en que evalúan el desempeño del gobierno. Por su parte, los CPE partidarios son fluctuaciones en las variables macroeconómicas durante o entre los ciclos electorales y son motivados por las diferencias entre los partidos políticos respecto a sus ideologías y a sus objetivos económicos.

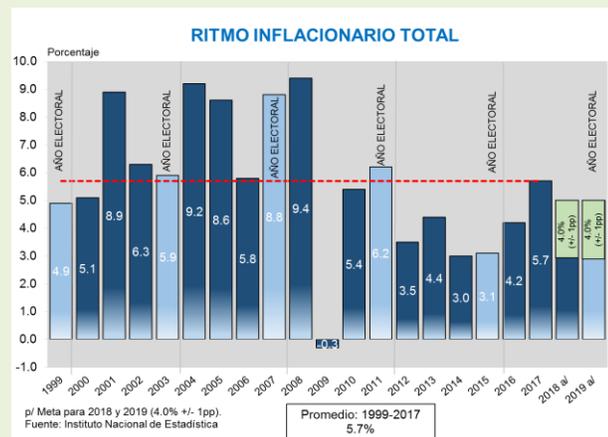
Es importante señalar que, en el caso de Guatemala, los períodos electorales no cumplen con los postulados de la teoría del CPE. Esto se debe, en parte, a que en el caso de Guatemala se prohíbe la reelección al cargo de presidente de la República; no obstante, según Assael y Larraín (1994) y Setzer (2006), las autoridades salientes de un país podrían tener el incentivo de dejar una buena imagen ante la eventualidad de ser candidatos para otros cargos públicos en futuras elecciones.



En el contexto descrito, cabe mencionar que en Guatemala, las reformas que se han realizado tanto en el marco institucional y jurídico como en los ámbitos monetario, fiscal, financiero, cambiario y comercial han limitado la probabilidad de que exista un CPE. De hecho, estimaciones econométricas sugieren que la tasa de crecimiento del producto en un año electoral es levemente mayor al promedio, mientras que la inflación total no muestra ninguna correlación con el año electoral. Dichos resultados son reflejo del sólido marco institucional de la política monetaria, así como de su independencia y autonomía.

Cabe indicar que los modelos de CPE tienen la dificultad de aislar el efecto de choques no anticipados (internos y externos) sobre la economía, por lo que resulta incorrecto atribuir a los eventos electorales todo el impacto sobre las variables macroeconómicas de interés. De hecho, al examinar dos variables macroeconómicas relevantes en el país (crecimiento económico e inflación) se aprecia que, independiente del año electoral, la actividad económica ha crecido positivamente (aproximadamente 3.4% en el período 1999-2017) y la inflación, en promedio, ha sido de un dígito, lo que denota lo planteado por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo, en el sentido de que Guatemala ha tenido un sólido récord de estabilidad macroeconómica.

En resumen, aunque los procesos electorales pueden tener cierta incidencia en las decisiones de ahorro, consumo, producción y empleo, éstos no han modificado de manera significativa la trayectoria de las principales variables macroeconómicas del país, ya que el desempeño de las mismas depende, no solo de la coherencia de la política macroeconómica, sino del acontecer del entorno externo como interno, razón por la cual se puede inferir que la gestión macroeconómica en Guatemala se ha venido desacoplando de las consideraciones partidarias-electorales.



Fuente: Elaboración propia con base en Allan Drazen (2008). "Political business cycles. The New Palgrave Dictionary of Economics". Segunda Edición; Paola Assael y Felipe Larraín (1994). El ciclo político económico: Teoría, evidencia y extensión para una economía abierta. Cuadernos de Economía No. 92; y Ralph Setzer (2006). "The politics of exchange rates in developing countries". Physica-Verlag. Springer. Heidelberg, New York.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2018

1. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de política monetaria

Conforme el calendario previsto para 2018, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta monetaria decidió mantener la tasa de interés líder en 2.75%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura tanto externa como interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial, tanto para el presente año como para el próximo, siguen previendo un desempeño favorable, aunque la incertidumbre y los riesgos a la baja se han acrecentado. Asimismo, tomó en cuenta que aunque el precio internacional del petróleo en las últimas semanas ha tendido a reducirse, las proyecciones anticipan precios medios superiores a los registrados en 2017, tanto para este año como para el próximo. En el ámbito interno, manifestó que varios indicadores de corto plazo de la actividad económica (el Índice Mensual de la Actividad Económica, las importaciones y las remesas familiares, entre otros), son consistentes con el crecimiento económico anual previsto para el presente año (entre 2.8% y 3.2%). En materia de inflación, subrayó que los pronósticos y las expectativas, tanto para 2018 como para 2019, permiten prever que ésta se ubicaría dentro de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual).

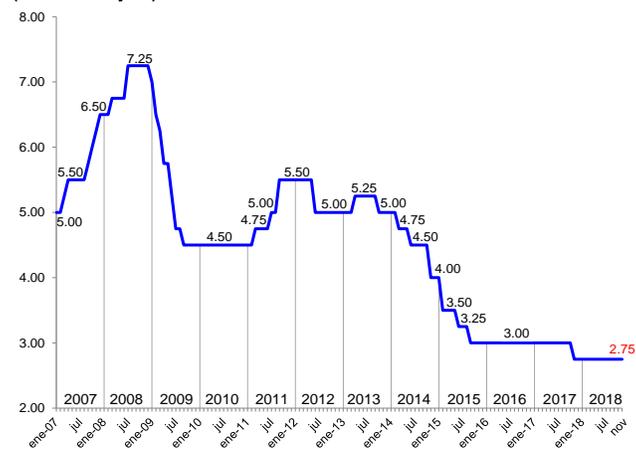
Vale destacar que, ante el avance del proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América (aumento en la tasa de interés de fondos federales de 200 puntos básicos desde diciembre de 2015), se ha estado registrando una reducción del diferencial entre la tasa de interés líder de la política monetaria y la tasa de interés objetivo de fondos federales, lo cual implica el riesgo de que se

incentive una salida de capitales y, consecuentemente, se generen fluctuaciones no deseadas en el comportamiento del tipo de cambio nominal. Lo anterior implicaría que la política monetaria deberá, eventualmente, transitar de una postura acomodaticia a otra neutral.

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

Gráfica 44

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



(1) Con información a noviembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

b) Tasas de interés en el mercado

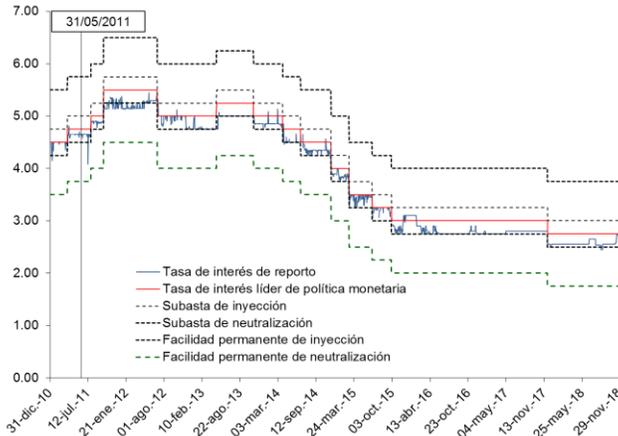
i) De corto plazo

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, se ha ubicado en lo que va del año, en promedio, 18 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria y dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejando la liquidez existente 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 45

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



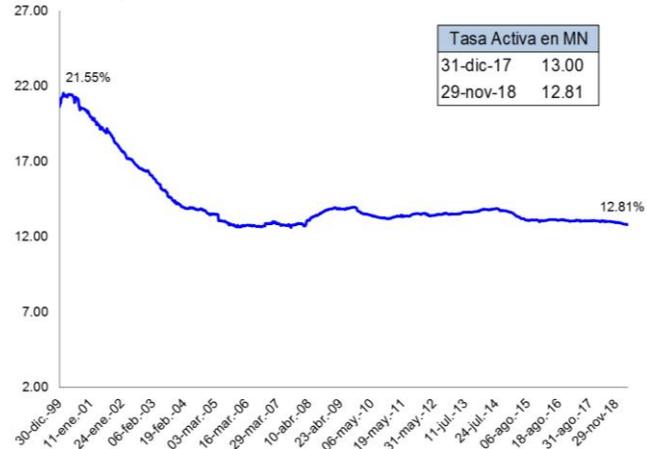
(1) Con información al 29 de noviembre de 2018. Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

La tasa de interés de largo plazo, representativa de las operaciones crediticias del sistema bancario en moneda nacional, es la tasa de interés activa promedio ponderado, la cual se ha mantenido prácticamente sin cambios en los últimos años, ubicándose, en alrededor de 13.0%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior. Durante 2018, dicha tasa de interés ha registrado una reducción de 19 puntos básicos, al pasar de 13.00% en diciembre de 2017 a 12.81% al 29 de noviembre de 2018 (gráfica 46).

Gráfica 46

Tasa de Interés Activa (1) (Porcentajes)

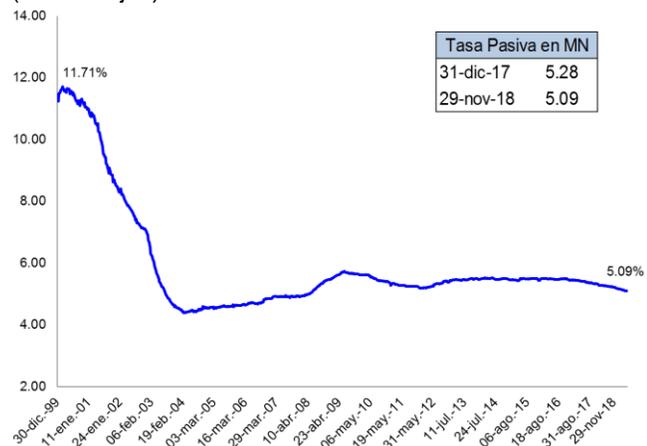


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 29 de noviembre de 2018. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Por su parte, la tasa de interés de largo plazo que representa las operaciones de captación del sistema bancario en moneda nacional, es la tasa de interés pasiva promedio ponderado, la cual se situó, al 29 de noviembre de 2018 en 5.09% (gráfica 47), menor en 19 puntos básicos al nivel observado a diciembre de 2017 (5.28%).

Gráfica 47

Tasa de Interés Pasiva (1) (Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 29 de noviembre de 2018. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Operaciones de estabilización monetaria (OEM)

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. A lo largo del año se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado; al 30 de noviembre, las referidas operaciones crecieron Q3,962.2 millones, monto que en su totalidad corresponde al sector público. Cabe indicar que al finalizar 2017, el 13.1% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de noviembre de 2018 la referida proporción se redujo a 8.0%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 47.7% en diciembre de 2017 a 64.6% a noviembre de 2018, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 11.8 puntos porcentuales (de 39.2% en 2017 a 27.4% en 2018). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).

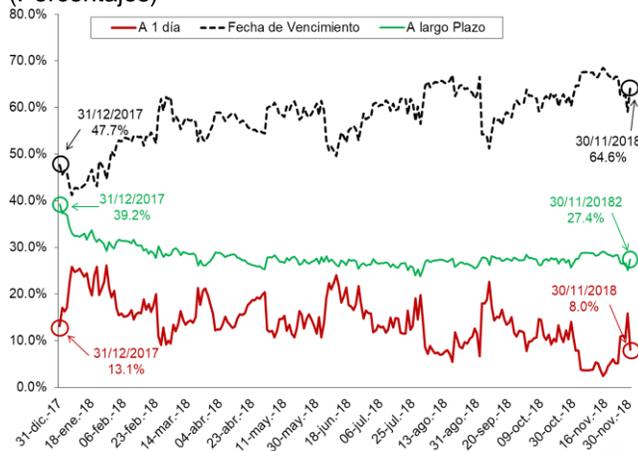
2. Política cambiaria

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

En ese sentido, el tipo de cambio nominal registró a lo largo del año un comportamiento acorde con el cambio de los fundamentos que lo mantuvo apreciado entre el tercer trimestre de 2014 y la segunda quincena de agosto de 2017; en efecto, en lo que va del presente año, aunque el flujo de remesas familiares sigue siendo importante, éste muestra un crecimiento menor que el del año previo; asimismo, se ha observado un aumento en el ritmo de crecimiento del valor de las importaciones, a lo que se adicionó una reducción en el valor de las exportaciones, todo ello ha contribuido a que el tipo de cambio muestre una tendencia a la depreciación, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 48

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

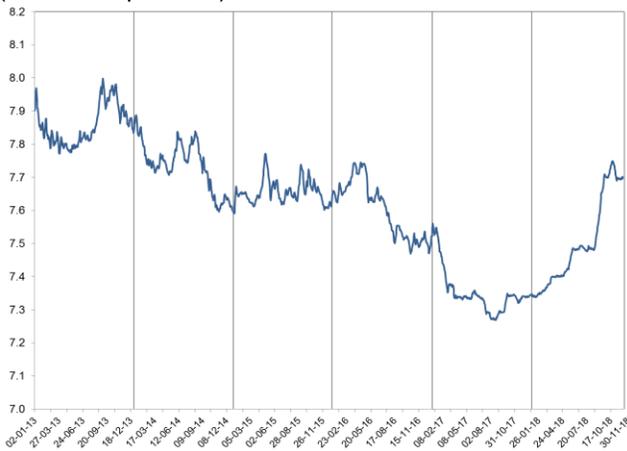


(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de noviembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 49

Tipo de Cambio de Referencia (1)
(Quetzales por US\$)

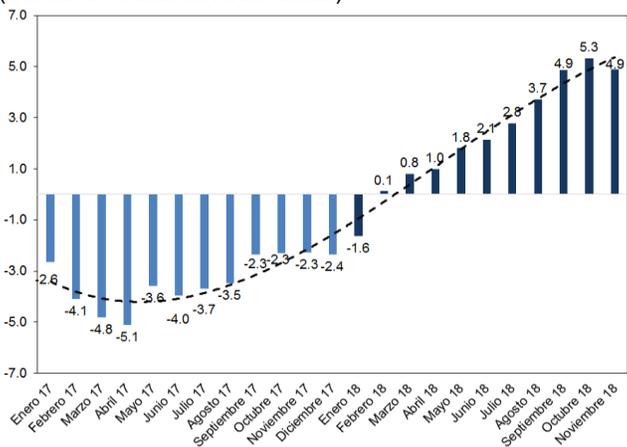


(1) Al 30 de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Cabe indicar que la apreciación interanual del tipo de cambio nominal en 2017, alcanzó un máximo de 5.3% el 17 de abril de ese año y se revirtió gradualmente hasta alcanzar una apreciación de 2.4% al finalizar 2017, la cual, al 30 de noviembre de 2018, se tornó en una depreciación interanual de 4.9%, como se muestra en la gráfica siguiente.

Gráfica 50

Tipo de Cambio Nominal
Años 2017- 2018 (1)
(Tasas de variación interanual)



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

El Banco de Guatemala, conforme a la política cambiaria vigente, utilizó la regla de participación en el mercado institucional de divisas, que es transparente,

simétrica y ampliamente conocida por todos los participantes en dicho mercado, cuyo objetivo primordial es el de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En adición, con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario, para fortalecer la posición externa del país en momentos que es factible, en particular para enfrentar retos que eventualmente pudieran surgir de una coyuntura internacional adversa en la que el Banco Central tuviera que utilizar sus reservas internacionales para moderar una excesiva volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladan a la actividad económica y a los precios, durante los primeros cinco meses del año y entre el 17 de agosto y el 31 de octubre, utilizó el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, que se encuentra incluido en la política cambiaria desde 2014.

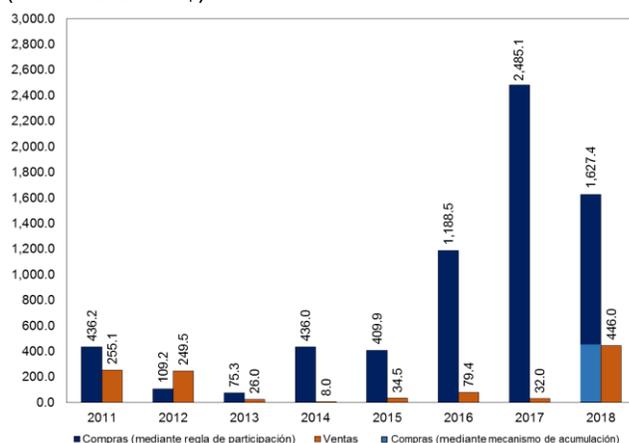
En el contexto descrito, la modificación observada en el comportamiento de los fundamentos del tipo de cambio nominal, antes citado, provocó que la participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas (MID) fuera gradualmente menor para la compra de divisas y que las ventas de divisas empezaran a ser más relevantes en respuesta de la regla a la volatilidad que generó la tendencia a la depreciación que se empezó a registrar, con mayor intensidad, a partir de mayo del presente año. En efecto, al 30 de noviembre de 2018, el Banco de Guatemala había comprado US\$1,171.5 millones mediante la regla de participación (US\$2,485.1 millones en 2017) y US\$455.9 millones mediante el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales; en tanto que, a esa misma fecha, había efectuado ventas por US\$446.0 millones mediante la regla de participación (el mayor monto en los últimos años), las cuales se efectuaron principalmente entre mayo y noviembre, cuando se empezó a registrar, como se mencionó, una depreciación mayor del tipo de cambio nominal y, consecuentemente, mayor volatilidad en el mercado (ver

gráfica 51). En ese sentido, la participación neta (compras menos ventas) del Banco Central en lo que va del presente año se sitúa en US\$1,181.4 millones, equivalente a 2.70% del total negociado en el MID. Cabe indicar que en 2017 se efectuaron compras netas por US\$2,453.1 millones, equivalente a 5.59% del total negociado.

Sobre la base anterior, se puede afirmar que la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin modificar la tendencia de dicha variable.

Gráfica 51

Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario Mediante Subastas de Compra y Venta de Divisas (1) (2)
(Millones de US\$)



(1) Con información a diciembre de cada año. Para el caso de 2018, al 30 de noviembre.

(2) En 2018 se incluyen US\$1,171.5 millones por la activación de la regla de participación y US\$455.9 por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.

Fuente: Banco de Guatemala.

IV. ESTIMACIONES DE CIERRE 2018 Y PERSPECTIVAS PARA 2019

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

En el documento relativo a las perspectivas de la economía mundial, publicado en octubre del presente año, el FMI estimó que el crecimiento económico mundial continuaría siendo sólido, al registrar una tasa de 3.7% tanto en 2018 como en 2019 (igual a la observada en 2017) explicado, principalmente, por el aumento del consumo privado y del comercio mundial; no obstante, sería ligeramente más bajo y menos sincronizado que lo previsto a principios de año, debido, principalmente, a la moderación en la actividad económica de algunas economías avanzadas durante el segundo semestre de 2018 (particularmente, la Zona del Euro y el Reino Unido); al impacto negativo que tendrían las medidas de política comercial restrictivas a nivel mundial; y al menor dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo en su conjunto, producto del endurecimiento de las condiciones financieras, la intensificación de las tensiones geopolíticas, el incremento de los precios del petróleo y factores específicos de cada país.

Según el FMI, los riesgos para el crecimiento mundial continúan sesgados a la baja, e incluso señala que algunos de éstos se han intensificado, tanto en el corto como en el mediano plazos, en un contexto de elevada incertidumbre con respecto a las decisiones de política económica. Estos riesgos están relacionados, fundamentalmente, con la intensificación de las tensiones comerciales, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales derivadas de la normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas, la acumulación de vulnerabilidades financieras en las economías emergentes (incluyendo la República Popular China), la desigualdad del ingreso y la intensificación de las tensiones geopolíticas.

En lo que respecta a las economías avanzadas, éstas crecerían 2.4% en 2018 y 2.1% en 2019, ante el

aumento de la demanda interna, debido al fortalecimiento de los mercados laborales y a que la orientación de las políticas monetaria y fiscal continuarían siendo favorables al crecimiento. En los Estados Unidos de América, el crecimiento sería de 2.9% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y del aumento del consumo privado, que estarían apoyados por condiciones financieras aún favorables, un mercado laboral sólido, elevada confianza empresarial y de los consumidores y una política fiscal expansiva, como consecuencia de las medidas aprobadas a finales de 2017 y a lo largo de 2018. El crecimiento se desaceleraría a 2.5% en 2019, ante el agotamiento de la fase expansiva del ciclo económico y los efectos negativos de las medidas arancelarias impuestas recientemente, además de que el apoyo proveniente de la política económica se moderaría, tanto por la continuidad de la normalización de la política monetaria como por la reversión del efecto del estímulo fiscal indicado.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 2.0% en 2018 y 1.8% en 2019. Dicho comportamiento se atribuiría, fundamentalmente, a la recuperación del consumo privado, que seguiría respaldado por un mercado laboral más robusto y políticas fiscales moderadamente expansivas en algunas de las principales economías de la Zona; así como al comportamiento de la inversión, que seguiría beneficiándose por la continuidad de una política monetaria ampliamente expansiva y las perspectivas positivas para los resultados empresariales, a pesar de que prevalece un entorno de incertidumbre en el ámbito político. No obstante, se prevé que el impulso proveniente de la demanda externa continúe moderándose, ante la desaceleración del crecimiento en algunas economías avanzadas y la reducción prevista del comercio mundial, dada la apertura de la economía de la región y su integración en las cadenas internacionales de valor.

En el Reino Unido, la actividad económica crecería 1.4% en 2018 y 1.5% en 2019, apoyado, principalmente, por el consumo privado, dado que el mercado laboral continuaría fortaleciéndose y las condiciones financieras seguirían siendo acomodaticias, a pesar de los incrementos en la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, las perspectivas continúan siendo inciertas y dependen, en buena medida, de las nuevas condiciones económicas, financieras y comerciales que el gobierno británico logre negociar con la Unión Europea, en el marco del *Brexit*.

En Japón, el crecimiento económico continuaría siendo positivo, pero aún moderado, de 1.1% tanto en 2018 como en 2019, respaldado por el mantenimiento de condiciones monetarias expansivas y medidas de estímulo fiscal, aunque se prevé que el apoyo de dichas políticas económicas se reduciría el próximo año, en particular por el incremento al impuesto al consumo que está previsto para octubre de 2019, el cual impactaría, principalmente, en el consumo.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.7% tanto en 2018 como en 2019, por lo que, en su conjunto, continuarían contribuyendo de manera relevante al crecimiento de la actividad económica mundial y en una proporción mayor que las economías avanzadas; no obstante, existe una considerable heterogeneidad entre países. En la República Popular China, el crecimiento económico sería de 6.6% en 2018 y 6.2% en 2019, de tal forma que continuaría desacelerándose de forma gradual, en el marco de la agenda económica de mediano plazo orientada a reequilibrar el modelo de crecimiento, haciéndolo menos dependiente de la inversión y de las exportaciones, y a gestionar de manera más eficiente los riesgos financieros y los retos en materia ambiental; sin embargo, ante el potencial impacto sobre el crecimiento de las medidas proteccionistas implementadas por los Estados Unidos de América, es probable que las autoridades de gobierno continúen impulsando algunas medidas de

estímulo fiscal y monetario, lo cual representa un riesgo significativo en la medida en que frena los esfuerzos para reducir el apalancamiento financiero y las reformas estructurales.

En América Latina, el crecimiento económico se ralentizaría levemente a 1.2% en 2018, reflejo, principalmente, de la contracción en Argentina, pero se aceleraría a 2.2% en 2019, apoyado por un mejor desempeño del sector externo, ante una demanda externa fuerte y precios favorables de algunas materias primas, así como por una demanda interna relativamente más robusta; no obstante, al igual que en años anteriores, se observaría un alto grado de heterogeneidad entre los países de la región, al tiempo que prevalecen los riesgos a la baja, asociados al proteccionismo, al endurecimiento de las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales, la desaceleración de la economía china y a tensiones políticas en algunos países.

En Brasil, la economía continuaría recuperándose gradualmente, al crecer 1.4% en 2018 y 2.4% en 2019, resultado del incremento de las exportaciones y de la demanda privada, especialmente de la inversión, ante la mejora en la confianza y el fortalecimiento del mercado laboral; en tanto que la continuidad de la consolidación fiscal y de la estabilización de la deuda pública representan factores relevantes que podrían condicionar las perspectivas de crecimiento a mediano y largo plazos, en especial, con las políticas económicas que impulse el nuevo gobierno, recién electo.

En México, la actividad económica mantendría un crecimiento moderado pero estable, de 2.1% en 2018 y 2.2% en 2019, reflejo, principalmente, del desempeño favorable del sector exportador, asociado al mayor dinamismo de la economía estadounidense, en el marco del nuevo acuerdo comercial alcanzado con los Estados Unidos y Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés). No obstante, todavía existe un elevado grado de incertidumbre y la economía mexicana afronta importantes retos, relacionados con la implementación

de la política pública que enfrentará la nueva administración de gobierno, la debilidad de los componentes de la demanda agregada, en particular la atonía de la inversión, y la baja producción petrolera.

En Chile, Colombia y Perú, el crecimiento económico se aceleraría en 2018, al expandirse en 4.0%, 2.8% y 4.1%, respectivamente, resultado de una demanda interna más robusta, principalmente del incremento de la inversión, pero también del consumo privado en el caso de Perú. En 2019, la actividad económica continuaría expandiéndose a un mayor ritmo en Colombia (3.6%) y se mantendría positivo en Chile y Perú (3.4% y 4.1%, en su orden), en un entorno en el que el mercado laboral y los ingresos reales mostrarían una dinámica positiva y los precios de las materias primas serían favorables. Los riesgos para las perspectivas provienen, principalmente, del entorno externo, sobre todo del aumento del proteccionismo, que podría afectar las exportaciones, aunque los riesgos por posibles retrasos en los proyectos de inversión también son relevantes.

En Centroamérica, el crecimiento económico continuaría siendo positivo, de 2.3% en 2018 y 2.8% en 2019, respaldado por un entorno externo favorable, asociado, en buena medida, a las mejores expectativas respecto al desempeño de la actividad económica en los Estados Unidos de América, lo que impulsaría el flujo de remesas familiares, las exportaciones y el turismo, lo cual compensaría, parcialmente, la desaceleración de la demanda interna en algunos países y la recesión en Nicaragua. No obstante, en el orden externo, prevalecen los riesgos relativos al alcance que tendrían las reformas migratorias y proteccionistas en los Estados Unidos de América; asimismo, a nivel interno, existen riesgos relacionados con un mayor deterioro de la situación política en Nicaragua, el fracaso en la implementación de la reforma fiscal en Costa Rica y la incertidumbre que pueda generar el proceso electoral en Guatemala.

2. Inflación internacional

La inflación internacional está siendo influenciada, en buena medida, por los recientes aumentos de los precios de los productos básicos y de la energía, por lo que se estima que la misma registre un incremento tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. No obstante, existe un comportamiento heterogéneo entre ellas, producto de sus distintas posiciones cíclicas y de la volatilidad cambiaria que se registra en algunos países.

De acuerdo con las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 4.2% en 2018 y 3.6% en 2019. En las economías avanzadas se ubicaría en 1.9% y 2.0%, respectivamente; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo en 5.7% y 4.7%, en su orden.

En los Estados Unidos de América, el entorno de un fuerte mercado laboral y un sólido crecimiento de la actividad económica, provocaría que la inflación se sitúe en 2.1% en 2018, cercana al objetivo de la Reserva Federal (2.0%), apoyada por el aumento en los precios de los energéticos; en tanto que para 2019, la inflación se ubicaría en 2.3%. La expansión de la actividad económica por encima de su potencial seguiría ejerciendo presiones al alza sobre la inflación, induciendo a que la Reserva Federal continúe retirando los estímulos monetarios a la economía y permitiría que la tasa de interés de fondos federales se acerque a su nivel neutral en el transcurso de 2019.

En la Zona del Euro, en el corto plazo la inflación se mantendría cerca de la meta establecida por el Banco Central Europeo (2.0%), influenciada por los mayores precios de la energía y, en menor medida, por los precios de los alimentos; además, la depreciación del euro con relación al dólar estadounidense ha agregado presiones al alza sobre la inflación. Al respecto, en 2018 la inflación se ubicaría en 1.9%, en tanto que para 2019 se reduciría a 1.7%, por lo que el BCE podría seguir manteniendo una postura expansiva de su política

monetaria para asegurar la convergencia sostenida de la inflación a la meta.

En el Reino Unido, el desvanecimiento de los efectos de transferencia de la depreciación de la libra esterlina, provocaría que la inflación se desacelere y se ubique en 2.3% en 2018 y 2.1% en 2019, ligeramente por encima de la meta establecida por el Banco de Inglaterra (2.0%). Se prevé que la orientación de la política monetaria responderá a la naturaleza de los acuerdos finales del *Brexit* y de las respuestas de los hogares, las empresas y los mercados financieros, ante lo cual, la autoridad monetaria considera que el rumbo que tome la política monetaria aún es incierto.

En Japón, la inflación se aceleraría moderadamente, ubicándose en 1.4% en 2018, en tanto que para 2019, se situaría en 1.7%, en un contexto de una significativa relajación monetaria e incertidumbre en torno a la actividad económica, incluidos los efectos del aumento del impuesto al consumo programado para octubre de 2019.

En la República Popular China, la inflación se ubicaría de 2.5% en 2018, asociado a precios más elevados de la energía y de los alimentos, en tanto que para 2019 se moderaría al ubicarse en 2.3%. No obstante, el efecto negativo en la actividad económica asociada a las tensiones comerciales con los Estados Unidos de América, podría contener las presiones inflacionarias, permitiendo a las autoridades chinas mantener una postura de política monetaria más relajada enfocada en apoyar el crecimiento económico.

En América Latina, la inflación se ubicaría en 6.8% en 2018 y en 4.9% en 2019. En Brasil, la inflación se ubicaría en 4.2% en 2018 y en 2019, aunque los riesgos se encuentran inclinados hacia el alza, especialmente, si se interrumpe la continuidad de las reformas que han permitido moderar la inflación, riesgo que podría intensificarse aún más si la perspectiva para las economías emergentes se deteriora. En México, la inflación se moderaría en 2018 a 4.3%, aunque aún por arriba del rango establecido por el Banco de México,

como consecuencia de la disipación de las presiones cambiarias registradas en 2017 y de los choques de oferta de algunos productos; en tanto que en 2019 se ubicaría en 3.1%, acorde con la trayectoria convergente de la inflación hacia la meta. En Chile y Colombia, la inflación se ubicaría en 2018 en 2.9% y 3.1%, respectivamente, en tanto que en 2019 se estima que la misma se situaría en 3.0% en ambos países. En Perú, la inflación se ubicaría en 2.4% en 2018 y 2.0% en 2019, a causa de la rápida normalización de los choques de oferta que permitiría la convergencia de la inflación hacia el punto medio del rango meta (1.0% - 3.0%). Finalmente, en Centroamérica, la inflación se mantendría relativamente baja en 2018, situándose, en promedio, en 3.7%, a pesar de las presiones al alza ejercidas por los precios del petróleo y los alimentos; mientras que para 2019 se ubicaría en 4.1%.

En el cuadro siguiente, se presentan las proyecciones de crecimiento económico e inflación en los países y regiones antes citados.

Cuadro 2

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Principales socios comerciales de Guatemala						
Estados Unidos	2.2	2.9	2.5	2.2	2.1	2.3
El Salvador	2.3	2.5	2.3	2.0	1.4	2.0
Honduras	4.8	3.5	3.6	4.7	4.7	4.5
Zona del Euro	2.4	2.0	1.8	1.4	1.9	1.7
México	2.0	2.1	2.2	6.8	4.3	3.1
Otros socios comerciales						
Colombia	1.8	2.8	3.6	4.1	3.1	3.0
Japón	1.7	1.1	1.1	0.6	1.4	1.7
Brasil	1.0	1.4	2.4	2.9	4.2	4.2
Chile	1.5	4.0	3.4	2.3	2.9	3.0
Perú	2.5	4.1	4.1	1.4	2.4	2.0
Reino Unido	1.7	1.4	1.5	3.0	2.3	2.1
República Popular China	6.9	6.6	6.2	1.8	2.5	2.3
Mundial	3.7	3.7	3.7	3.3	4.2	3.6
-Economías avanzadas	2.3	2.4	2.1	1.7	1.9	2.0
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.7	4.7	4.5	5.7	4.7
-América Latina y el Caribe (1)	1.3	1.2	2.2	5.9	6.8	4.9
-Centroamérica	3.3	2.3	2.8	4.1	3.7	4.1
Principales socios (2)	2.4	2.7	2.4	2.9	2.5	2.5

(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.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2018 y consultas del artículo IV, Fondo Monetario Internacional. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a noviembre de 2018.

B. DEL ENTORNO INTERNO

1. Actividad económica

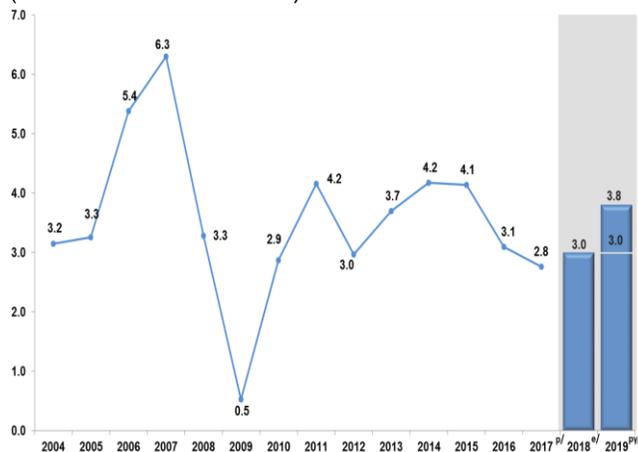
En el transcurso de 2018, se observó un desempeño positivo en la mayoría de indicadores relacionados con la medición de la actividad económica en Guatemala. El dinamismo en la demanda interna fue resultado del comportamiento positivo del gasto de consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, aspecto que también se refleja en el incremento registrado en el volumen de bienes importados. Por su parte, se observó una reducción de la demanda externa de productos nacionales por parte de los socios comerciales del país. En ese contexto, para 2018 se estima un crecimiento del PIB anual de 3.0%. En cuanto a las perspectivas para 2019, con base en las

proyecciones sobre la evolución de la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), así como las condiciones económicas internas, anticipan un crecimiento del PIB que podría ubicarse en un rango de entre 3.0% y 3.8%. Dicho comportamiento se asocia al incremento esperado de la demanda interna, la cual aumentaría 3.6%, debido, principalmente, al crecimiento previsto en el gasto de consumo privado, como resultado del incremento en el ingreso real de los hogares, que seguiría apoyado, entre otros factores, por el aumento del ingreso de divisas por remesas familiares y de las remuneraciones de los hogares; así como por el mantenimiento de condiciones crediticias favorables y de la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, se estima un incremento

en el gasto de consumo del gobierno general y en la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la demanda externa real podría aumentar dada la mayor demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país (ver Cuadro 3).

Gráfica 52

Producto Interno Bruto
(Variaciones interanuales)



^{pl} Cifras preliminares.

^{el} Cifras estimadas.

^{pv} Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación, se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para 2019.

a) Demanda interna

Para 2019 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.6%, impulsada, como se indicó, por la evolución positiva del consumo privado, asociada al crecimiento de las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares, el mantenimiento de condiciones crediticias favorables y la estabilidad en el nivel general de precios.

Por su parte, se estima un incremento en el gasto en consumo del gobierno general, asociado al aumento previsto en los rubros de remuneraciones y compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central, de acuerdo con el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019, dictaminado por la Comisión de Finanzas Públicas del Congreso de la República.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se prevé un crecimiento de 3.7%, asociado al incremento esperado en la importación de bienes de capital; así como al aumento previsto de la inversión en construcción, como resultado de mayores niveles de ejecución esperados en las obras de ingeniería civil por parte de la Administración Central y de la mayor inversión estimada en construcción de edificaciones privadas.

b) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 3.4%, ante la recuperación esperada de la demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país, así como a expectativas de precios internacionales favorables para la mayoría de los principales productos exportables.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 4.0%, resultado de mejores perspectivas en la demanda de bienes para consumo final, así como para consumo intermedio e inversión.

Cuadro 3

Producto Interno Bruto Medido por el Destino del Gasto

Años: 2017-2019

(Estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual			Tasas de variación		
	2017 (p)	2018 (e)	2019 (py)	2017 (p)	2018 (e)	2019 (py)
1. DEMANDA INTERNA				2.8	4.7	3.6
GASTO DE CONSUMO FINAL	97.6	98.7	99.1	3.4	4.2	3.9
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	87.3	88.3	88.6	3.6	4.2	3.7
Gastos en consumo del gobierno general	10.4	10.4	10.6	1.5	3.5	5.2
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	14.8	14.9	14.9	3.1	3.5	3.7
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	-0.2	0.3	0.1			
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	26.6	24.5	24.4	2.1	-5.2	3.4
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	39.7	40.1	40.4	2.3	4.0	4.0
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)				2.8	3.0	3.0 - 3.8

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

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

c) Actividad sectorial

La actividad de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 13.4% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.29 puntos porcentuales) se estima aumente 2.9%, debido al crecimiento previsto de los cultivos tradicionales, particularmente, por la recuperación en la producción de banano y por mayores niveles de producción en los cultivos de café y cardamomo, resultado de perspectivas positivas para la cosecha 2018/2019. Por su parte, se estima un incremento en la demanda interna de hortalizas, frutas y otras nueces, específicamente, de palma africana utilizada para la elaboración de aceites.

Se estima que la actividad de explotación de minas y canteras (con una participación de 0.4% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.03 puntos porcentuales) crezca 4.4%, ante el posible reinicio de operaciones de Minera San Rafael, que se estima podría

ocurrir en el último trimestre de 2019. Asimismo, se espera un incremento en la demanda de piedra, arena y arcilla por parte de la actividad de construcción, la cual se estima muestre una evolución positiva.

Las industrias manufactureras (con una participación de 17.5% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.53 puntos porcentuales) crecerían 3.0%, influenciadas, principalmente, por mejores expectativas en las actividades de elaboración de alimentos y bebidas, y de fabricación de textiles y prendas de vestir, como consecuencia del crecimiento esperado en la demanda interna y externa de dichos bienes. Asimismo, se prevé un incremento para las actividades de otros productos manufacturados, resultado de una mayor demanda esperada en las actividades relacionadas con la elaboración de productos químicos, materiales de construcción y productos metálicos, maquinaria y equipo.

El suministro de electricidad y captación de agua (con una participación de 3.1% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales) se estima que crezca 4.8%, en virtud del dinamismo esperado en la demanda intermedia y final de energía eléctrica, así como del crecimiento estimado de las exportaciones de energía.

El sector de construcción (con una participación de 2.8% en el PIB y una contribución de 0.11 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 2.9%, influenciado por la evolución favorable prevista en la construcción de edificaciones privadas para uso residencial y no residencial y por el aumento esperado en la ejecución de obras de ingeniería civil por parte de la Administración Central.

El comercio al por mayor y al por menor (con un peso relativo de 12.0% en el PIB y una contribución de 0.92 puntos porcentuales) aumentaría a un ritmo de 3.7%, asociado al crecimiento esperado en la producción de bienes agropecuarios e industriales de consumo interno y del crecimiento, en términos de volumen, de las importaciones de bienes.

El transporte, almacenamiento y comunicaciones (con un peso relativo de 10.6% en el PIB contribuiría con 0.28 puntos porcentuales) crecería a un ritmo de 3.7%, explicado por el incremento esperado en la demanda intermedia de transporte de carga por parte de las actividades agrícolas, industriales y comerciales, así como del mayor volumen de carga embarcada y desembarcada en los puertos nacionales, debido al crecimiento previsto en el volumen de bienes exportados e importados. Por su parte, se estima que la actividad de telecomunicaciones muestre un comportamiento positivo, asociado al aumento de la demanda de este tipo de servicios generada por los procesos electorales.

La intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares (con un peso relativo de 6.6% en el PIB y una contribución de 0.24 puntos porcentuales) crecería 7.2%, influenciado, principalmente, por la

evolución prevista para el crédito al sector privado y por el aumento esperado en las actividades de seguros y emisores de tarjetas de crédito.

El alquiler de vivienda (con un peso relativo de 9.8% en el PIB y una contribución de 0.21 puntos porcentuales) aumentaría 3.1%, ante el dinamismo previsto en la cantidad de viviendas terminadas en 2019, consecuencia de la evolución positiva esperada en el rubro de edificaciones residenciales en la actividad de construcción.

Los servicios privados (con una participación de 15.9% en el PIB y una contribución de 0.45 puntos porcentuales) podría registrar un crecimiento de 3.6%, resultado de las perspectivas favorables en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, cuya demanda se vería favorecida, principalmente, por el incremento esperado en las actividades de comercio, telecomunicaciones, administración pública e intermediación financiera. Asimismo, se espera un mayor crecimiento en la actividad de hoteles y restaurantes, resultado del aumento previsto en el consumo final de los hogares y de las instituciones políticas, asociado al proceso electoral a desarrollarse en 2019.

La actividad administración pública y defensa (con un peso relativo de 7.5% en el PIB y una contribución de 0.21 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 2.8%, considerando el comportamiento previsto en el pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte del Gobierno Central, de acuerdo con el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019, dictaminado por la Comisión de Finanzas Públicas del Congreso de la República.

Cuadro 4

Producto Interno Bruto Medido por el Origen de la Producción

Años: 2017-2019

(Estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual			Tasas de variación			Contribución al PIB		
	2017 (p)	2018 (e)	2019 (py)	2017 (p)	2018 (e)	2019 (py)	2017 (p)	2018 (e)	2019 (py)
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	13.5	13.4	13.4	2.9	2.6	2.9	0.31	0.26	0.29
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.4	0.4	-22.1	-36.4	4.4	-0.34	-0.40	0.03
3. Industrias manufactureras	17.6	17.6	17.5	2.1	3.1	3.0	0.39	0.57	0.53
4. Suministro de electricidad y captación de agua	3.0	3.1	3.1	5.4	7.6	4.8	0.13	0.19	0.12
5. Construcción	2.8	2.8	2.8	2.7	3.6	2.9	0.11	0.14	0.11
6. Comercio al por mayor y al por menor	11.9	12.0	12.0	3.6	3.8	3.7	0.78	0.88	0.92
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10.4	10.5	10.6	4.3	4.0	3.7	0.32	0.31	0.28
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6.2	6.3	6.6	3.1	5.3	7.2	0.11	0.18	0.24
9. Alquiler de vivienda	9.9	9.9	9.8	3.0	3.1	3.1	0.22	0.22	0.21
10. Servicios privados	15.8	15.9	15.9	3.4	3.3	3.6	0.44	0.43	0.45
11. Administración pública y defensa	7.6	7.6	7.5	2.2	2.4	2.8	0.16	0.18	0.21
PRODUCTO INTERNO BRUTO				2.8	3.0	3.0 - 3.8			

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

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

2. Inflación

a) Proyecciones

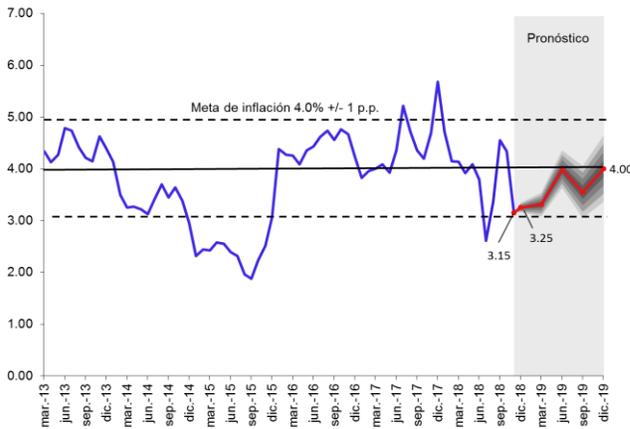
Las proyecciones indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 3.25% para diciembre de 2018 y de 4.00% para diciembre de 2019, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, la proyección de inflación subyacente se sitúa en 2.75% para diciembre de 2018 y en 3.00% para diciembre de 2019.

Dichas proyecciones de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas moderadas en los precios de los combustibles, en congruencia con la evolución esperada del precio internacional del petróleo, entre diciembre de 2018 y diciembre de 2019; ii) alzas previstas en el precio del gas propano y de los pliegos tarifarios del servicio de electricidad a partir del segundo semestre de 2019; iii)

variación en los precios de los productos agrícolas influenciados por la estacionalidad de su producción; y iv) alzas moderadas en el precio del pan y de los productos de tortillería, de acuerdo con su comportamiento histórico y con la evolución de precios del maíz y del trigo a nivel mundial. Por el lado de la demanda: i) perspectivas positivas para la actividad económica de acuerdo al ciclo económico; ii) brecha del producto cerrada a finales del primer semestre de 2019; iii) estabilidad en el consumo privado; iv) mayor dinamismo en el gasto de gobierno; v) crédito bancario empresarial y al consumo creciendo conforme la actividad económica prevista; y vi) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de los Estados Unidos de América, con un rezago de tres meses.

Gráfica 53

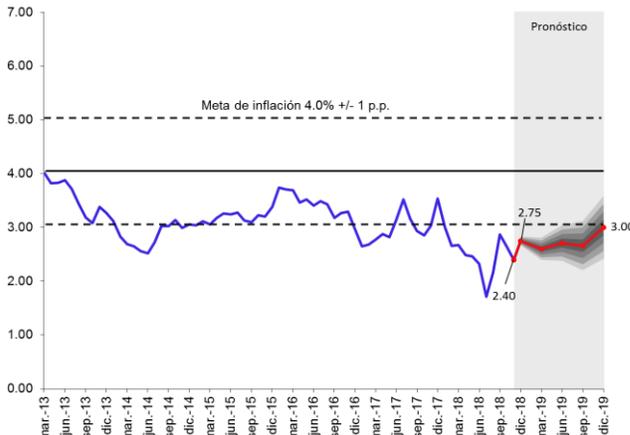
Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2018 y proyectada a diciembre 2019.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 54

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2018 y proyectada para diciembre 2019.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

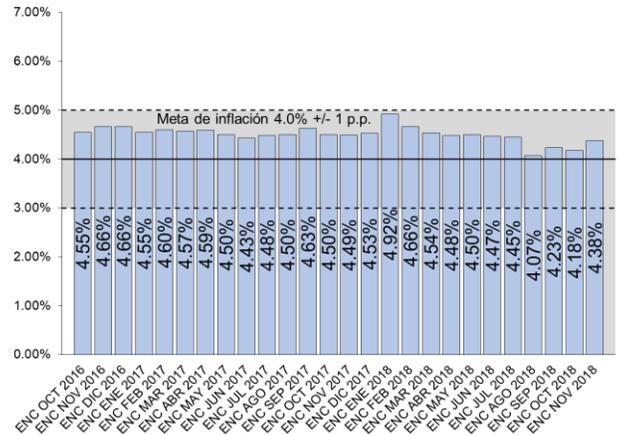
b) Expectativas

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2018 como para finales de 2019, se situaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.38% para diciembre de 2018 y en 4.48% para diciembre de 2019. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios de los

combustibles, la trayectoria del precio internacional del petróleo, el comportamiento del tipo de cambio nominal, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria, los precios de las materias primas y la estacionalidad de los productos agrícolas.

Gráfica 55

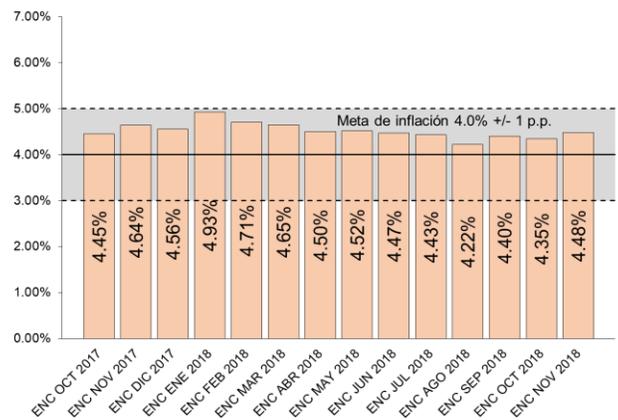
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2018 (1)
(Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 56

Expectativas de Inflación para Diciembre de 2019 (1)
(Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

3. Sector monetario

La evaluación y seguimiento de los agregados monetarios y de crédito en un esquema de política monetaria, basado en metas explícitas de inflación, continúa aportando información complementaria pero

relevante para el análisis de la inflación y evolución de la actividad económica, a pesar que los referidos agregados no están sujetos a metas de crecimiento, como en otros esquemas de política monetaria.

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

En cuanto a la demanda de emisión monetaria, ésta mostró, entre enero y septiembre del presente año, un dinamismo menor al observado el año anterior, ubicándose desde las primeras semanas en el rango bajo de los valores estimados y registrando tasas de variación interanual promedio de un dígito; sin embargo, a partir de octubre la variable empezó a registrar un comportamiento más dinámico, asociado, por una parte, a factores estacionales y, por la otra, aunque en menor medida que en 2017, al importante flujo de remesas familiares. Desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que el numerario en circulación ha sido el que más se ha incrementado, en tanto que la caja de bancos ha mostrado un comportamiento relativamente normal. En ese sentido, se prevé que la emisión monetaria pasaría de un crecimiento de 9.0% en 2018 a una tasa de variación entre 7.0% y 10.0% en 2019, variaciones asociadas, principalmente, a la preferencia de efectivo y a la inflación esperada.

Por su parte, los medios de pago totales (M2), en congruencia con la moderada recuperación de la actividad económica, registraron en 2018 un

comportamiento más dinámico y se situarían a finales de 2018 en un crecimiento de 9.0%, en tanto que para 2019 se ubicarían entre 8.0% y 10.0%, reflejo de las mejores perspectivas de crecimiento económico. El multiplicador de dichos medios de pago continúa mostrando niveles relativamente normales, reflejo del adecuado proceso de creación secundaria de dinero y del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional.

El crédito bancario al sector privado registró una moderada recuperación desde mediados de 2017 explicado, básicamente, por la recuperación de los créditos otorgados al sector empresarial mayor, el crédito hipotecario para vivienda y, en menor medida, el crédito destinado al consumo. En este contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado podría ubicarse en 6.0% al finalizar 2018; en tanto que, para 2019, se anticipa un crecimiento entre 7.0% y 10.0%, asociado, entre otros factores, a las expectativas de mejora en la demanda de crédito.

Dado que el programa monetario brinda una visión global y vincula la consistencia de las principales interrelaciones económicas, constituye una herramienta útil en la toma de decisiones, ayudando a identificar desviaciones en diferentes variables de la economía, respecto de niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos.

En ese contexto, con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019 aprobado por el Congreso de la República, a la meta de inflación de 4.0% +/-1 punto porcentual, al crecimiento previsto de la actividad económica y a las estimaciones del sector externo se elaboró el programa monetario y fiscal para 2019.

Las principales variables del programa monetario para 2019 evolucionarían de la manera siguiente: a) un aumento de la demanda de emisión monetaria por Q3,690.0 millones; b) las reservas monetarias internacionales no mostrarían variación; c) una disminución en los depósitos del Gobierno Central en el

Banco de Guatemala por Q3,367.0 millones; d) un aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q1,614.0 millones; y e) una reducción en las OEM por Q2,614.0 millones.

Cuadro 5

Programa Monetario y Fiscal 2018-2019
(Millones de quetzales)

Concepto	2018	2019
CUENTAS FISCALES		
Ingresos	62,113	68,547
Egresos	71,451	83,751
Corrientes	58,236	66,721
Capital	13,215	17,030
Déficit	9,339	15,203
(% del PIB)	1.6	2.4
Financiamiento externo neto	331	2,201
Financiamiento interno neto	10,034	9,635
Variación de Caja		
(-) Aumento (+) Disminución	-1,027	3,367
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)		
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	4,000	0
En US\$	500	0
II. Activos Internos Netos	-1,798	1,076
1. Gobierno Central	-1,027	3,367
2. Resto del sector público	-451	-885
3. Posición con bancos	-1,352	-1,614
Crédito a bancos	0	0
Reserva bancaria	-1,352	-1,614
4. Otros Activos Netos	1,031	208
Gastos y productos	668	199
Otros	363	9
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	2,202	1,076
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	3,584	3,690
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	1,383	2,614
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	1,383	2,614

4. Balanza de pagos

Tomando en consideración la coyuntura económica mundial, el volumen de comercio exterior, el comportamiento del precio internacional de las materias primas y las perspectivas de crecimiento interno, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 0.4% del PIB en 2018 (US\$326.7 millones), menor al registrado en 2017 de 1.6% del PIB (US\$1,188.7 millones). Dicho resultado se explicaría por el superávit del ingreso secundario neto (conocido anteriormente como transferencias corrientes netas) por US\$9,985.0 millones, que estaría asociado, principalmente, al crecimiento previsto de 12.0% en las remesas familiares para finales de 2018, el cual sería compensado, parcialmente, por los saldos deficitarios de la balanza comercial por US\$7,714.8 millones, del ingreso primario (anteriormente conocido como renta) por US\$1,273.3 millones y de los servicios por US\$670.2 millones.

El déficit en la balanza comercial aumentaría 28.4% respecto del año anterior, resultado del incremento previsto de las importaciones (9.0%) y de la reducción esperada de las exportaciones (1.5%). El valor FOB de las exportaciones se situaría en US\$10,935.7 millones, menor en US\$164.6 millones respecto de 2017. Dicho resultado reflejaría, las caídas previstas en el valor, tanto de los principales productos de exportación por US\$148.1 millones (5.2), como de los otros productos por US\$16.5 millones (0.2%).

En la disminución estimada de las exportaciones de los principales productos, el valor de las exportaciones de azúcar pasaría de US\$824.9 millones en 2017 a US\$650.5 millones en 2018 (-21.1%), explicado por la disminución en el precio internacional del edulcorante asociado al aumento de la producción de caña en Brasil, India y Tailandia, por condiciones climáticas favorables. En el caso del café, el valor exportado se situaría en US\$696.7 millones, menor en US\$50.5 millones (6.8%) al de 2017, explicado, principalmente, por la disminución en el precio

internacional del aromático, debido al incremento en la producción tanto en Brasil como en Vietnam por condiciones climáticas favorables. En cuanto al valor exportado de banano, éste pasaría de US\$779.2 millones en 2017 a US\$787.7 millones en 2018 (1.1%), ese comportamiento se asoció, fundamentalmente, al aumento en el precio internacional del fruto en la primera parte del año, debido condiciones climáticas adversas en Costa Rica, Honduras, México, Guatemala y Ecuador. En cuanto al valor exportado de petróleo, se estima que éste se sitúe en US\$145.2 millones, mayor en US\$26.6 millones (22.5%) al de 2017, asociado, principalmente, a la evolución al alza de los precios internacionales del crudo. Por último, se anticipa un aumento en el valor exportado de cardamomo, al pasar de US\$366.6 millones en 2017 a US\$408.2 millones en 2018 (11.4%), explicado por el incremento en el precio medio de exportación, influenciado por condiciones climáticas adversas que afectaron la producción en India.

En lo que respecta a los otros productos, los exportados a Centroamérica mostrarían una disminución de US\$130.9 millones (4.1%), principalmente por caída en el valor de las exportaciones de preparados a base de cereales, que se ubicaría en US\$133.8 millones (US\$150.6 millones en 2017), por la merma en el valor exportado de manufacturas de papel y cartón que se situaría en US\$128.7 millones (US\$142.7 millones en 2017) y por la disminución en el valor exportado de productos de perfumería y tocador el cual se ubicaría en US\$93.0 millones (US\$103.1 millones en 2017). En lo que corresponde a otros productos destinados al resto del mundo (aumentarían un 2.3%), sobresalen el incremento en el valor de las exportaciones hierro y acero, el cual se ubicaría en US\$292.7 millones (US\$130.7 millones en 2017); las de artículos de vestuario que se ubicarían en US\$1,364.0 millones (US\$1,302.8 millones en 2017); las de legumbres y hortalizas, que se situarían en US\$194.4 millones (US\$158.5 millones en 2017); las de frutas frescas o congeladas que se ubicarían en US\$330.6 millones

(US\$296.7 millones en 2017); dicho comportamiento sería contrarrestado, parcialmente, por la disminución del valor de las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos, que se ubicaría en US\$18.2 millones (US\$96.5 millones en 2017) y plomo en US\$4.9 millones (US\$153.3 millones en 2017), resultado del cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora y de la suspensión temporal de operaciones de la Minera San Rafael.

El valor FOB de las importaciones se situaría en US\$18,650.5 millones en 2018, mayor en US\$1,540.1 millones (9.0%) al de 2017, reflejo del aumento en el valor de los combustibles y lubricantes (20.4%), materias primas y productos intermedios (11.9%), materiales de construcción (11.1%) y bienes de consumo (5.1%).

En cuanto a los servicios, se prevé un saldo deficitario de US\$670.2 millones, explicado, fundamentalmente, por el déficit en los rubros de transporte, servicios de seguros y otros servicios, ya que en los rubros de viajes, servicios de comunicación y servicios de gobierno se esperaría superávit. Por su parte, se estima un saldo deficitario de US\$1,273.3 millones en el rubro de ingreso primario.

Las rubro de ingreso secundario registraría ingresos netos por US\$9,985.0 millones, mayor en US\$1,010.1 millones (11.3%) a los observados en 2017, explicados, esencialmente, por el ingreso de remesas familiares que crecerían 12.0% respecto al año anterior.

Por su parte, la cuenta capital y financiera continuaría registrando un endeudamiento neto (US\$731.4 millones), aunque menor al de 2017 (US\$1,655.8 millones). Al desagregar el saldo de la cuenta financiera, el rubro de inversión directa en el país se situaría en US\$1,175.3 millones, mayor en US\$5.8 millones (0.5%) al registrado en 2017. Por su parte, el rubro de inversión de cartera registraría un endeudamiento neto de US\$2.5 millones (endeudamiento neto de US\$842.3 millones en 2017). El resultado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

y financiera, generaría un aumento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$500.0 millones.

Para el caso de 2019, tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 0.2% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por el saldo superavitario del ingreso secundario, ante el crecimiento previsto de 8.0% en las remesas familiares, que sería compensado por los saldos deficitarios de la balanza comercial, los servicios y el ingreso primario.

El comportamiento del comercio exterior sería congruente con el desempeño esperado del comercio mundial. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$11,756.7 millones, mayor en 7.5% al de 2018. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$145.0 millones (5.4%) en el valor de las exportaciones de los principales productos y el de los otros productos de exportación (a Centroamérica y al resto del mundo) por US\$676.0 millones (8.2%). En el caso de los principales productos, el mejor desempeño se asociaría a mayores exportaciones de banano, café, azúcar y cardamomo como resultado de una mejora prevista, tanto en el volumen como en los precios medios de exportación, asociado a la recuperación de la demanda externa. Con relación a los otros productos, se estima que las exportaciones a Centroamérica crezcan alrededor de 10.2%; mientras que las de otros productos que se destinan al resto del mundo, estarían aumentando 7.0%.

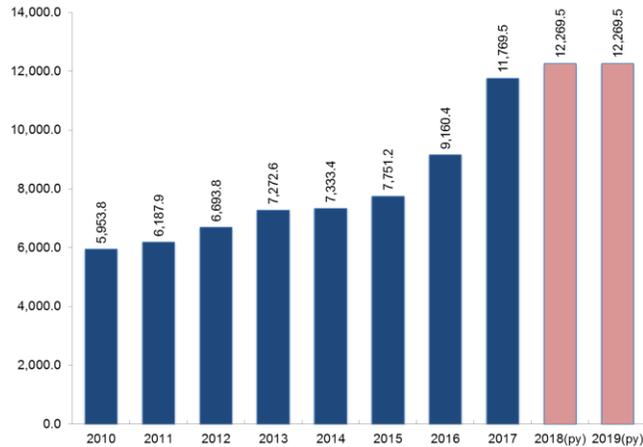
En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$20,056.1 millones (crecimiento de 7.5% respecto de 2018), que se reflejaría en aumentos en los rubros de bienes de consumo (8.4%), combustibles y lubricantes (8.2%), materias primas y productos intermedios (7.1%), bienes de capital (6.5%) y materiales de construcción (6.0%).

El resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el flujo de inversión extranjera directa

permitirían aumentar los activos y disminuir algunos de los pasivos de residentes en el exterior, por lo que las Reservas Internacionales Netas (RIN) se mantendrían en 2019 en el mismo nivel que se alcanzaría en 2018, como se muestra en la gráfica 57.

Gráfica 57

Reservas Monetarias Internacionales
2010-2019
(Millones de US\$)



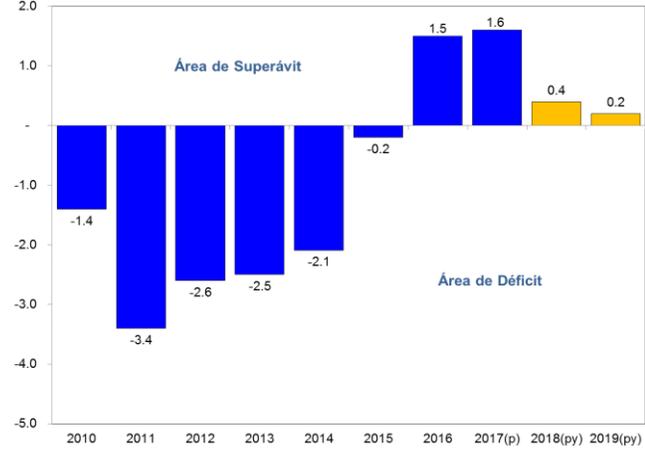
(py) Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al resultado de cuenta corriente de la balanza de pagos, vale destacar que, en congruencia con la evolución del comercio exterior y del flujo de remesas familiares previstos tanto para 2018 como para 2019, el superávit que se registró en los dos años previos se reduciría a 0.4% del PIB en el presente año y a 0.2% del PIB en el siguiente, como se observa en la gráfica 58.

Gráfica 58

Resultado de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos
2010-2019
(Porcentaje del PIB)



(p) Cifras preliminares.

(py) Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

Cuadro 6

Balanza de Pagos

Años: 2017-2019

(En millones de US Dólares)

CONCEPTO	2017 (p)	2018 (e)	2019 (py)	Variación			
				2018- 2017		2019-2018	
				Absoluta	%	Absoluta	%
CUENTA CORRIENTE	1,188.7	326.7	173.5	-862.0	-72.5	-153.2	-46.9
A- BALANZA COMERCIAL	-6,010.0	-7,714.8	-8,299.4	-1,704.8	28.4	-584.6	7.6
Exportaciones FOB	11,100.3	10,935.7	11,756.7	-164.6	-1.5	821.0	7.5
Mercancías Generales	10,965.4	10,799.5	11,610.2	-165.9	-1.5	810.7	7.5
Principales Productos	2,836.3	2,688.2	2,833.2	-148.1	-5.2	145.0	5.4
Otros Productos	8,129.1	8,111.3	8,777.0	-17.8	-0.2	665.7	8.2
Bienes Adquiridos en Puerto	134.9	136.2	146.5	1.3	1.0	10.3	7.6
Importaciones FOB	17,110.3	18,650.5	20,056.1	1,540.2	9.0	1,405.6	7.5
Mercancías Generales	17,098.7	18,637.7	20,042.0	1,539.0	9.0	1,404.3	7.5
Bienes Adquiridos en Puerto	11.6	12.8	14.1	1.2	10.3	1.3	10.2
B- SERVICIOS	-412.9	-670.2	-719.0	-257.3	62.3	-48.8	7.3
Créditos	2,853.8	2,819.8	3,015.4	-34.0	-1.2	195.6	6.9
Débitos	3,266.7	3,490.0	3,734.4	223.3	6.8	244.4	7.0
C- INGRESO PRIMARIO	-1,363.3	-1,273.3	-1,553.1	90.0	-6.6	-279.8	22.0
Créditos	725.2	903.7	973.9	178.5	24.6	70.2	7.8
Débitos	2,088.5	2,177.0	2,527.0	88.5	4.2	350.0	16.1
D- INGRESO SECUNDARIO NETO	8,974.9	9,985.0	10,745.0	1,010.1	11.3	760.0	7.6
Remesas Familiares (Netas)	8,338.4	9,339.0	10,086.1	1,000.6	12.0	747.1	8.0
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	-1,655.8	-731.4	-182.7	924.4	-55.8	548.7	-75.0
A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)	0.0	0.0	0.0	0.0	--	0.0	--
B- CUENTA FINANCIERA	-1,655.8	-731.4	-182.7	924.4	-55.8	548.7	-75.0
Préstamos neto (+) / endeudamiento neto (-)							
1- Inversión Directa	-1,000.9	-962.9	-981.2	38.0	-3.8	-18.3	1.9
En el exterior	168.6	212.4	229.4	43.8	26.0	17.0	8.0
En Guatemala	1,169.5	1,175.3	1,210.6	5.8	0.5	35.3	3.0
2- Inversión de Cartera	-842.3	-2.5	-441.0	839.8	-99.7	-438.5	17,538.6
3- Otra Inversión	187.4	234.0	1,239.5	46.6	24.9	1,005.4	429.7
Préstamos del Sector Público	-342.1	29.3	126.3	371.4	-108.6	97.0	331.1
ERRORES Y OMISIONES	-279.0	-558.1	-356.2	-279.1	100.0	201.9	-36.2
ACTIVOS DE RESERVA (+ aumento)⁽¹⁾	2,565.5	500.0	0.0	-2,065.5	-80.5	-500.0	-100.0
CUENTA CORRIENTE / PIB	1.6	0.4	0.2				

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas.

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

5. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019, aprobado por el Congreso de la República mediante Decreto Número 25-2018 (pendiente de publicación), alcanza un monto de Q87,715.0 millones (13.8% del PIB), mayor en Q9,323.6 millones (11.9%) al presupuesto vigente al 30 de noviembre de 2018 (Q78,391.5 millones, equivalente a 13.3% del PIB), como se ilustra en el cuadro 7.

Para el ejercicio fiscal 2019 los ingresos y donaciones se ubicarían en Q68,547.4 millones, mayores en Q6,361.6 millones (10.4%) respecto a la estimación de cierre de 2018, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q83,750.7 millones, monto superior en Q12,299.3 millones (17.2%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q15,203.3 millones, equivalente a 2.4% del PIB, porcentaje superior a la estimación de cierre 2018 (1.6% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, la principal fuente de financiamiento sería la colocación de bonos del tesoro, y tomando en cuenta que el MFP puede optar por la colocación de los títulos en el mercado local e internacional y dependiendo si las condiciones financieras fuesen aún favorables a nivel internacional, es posible que el MFP considere una probable colocación de bonos del tesoro en dicho mercado⁵⁸.

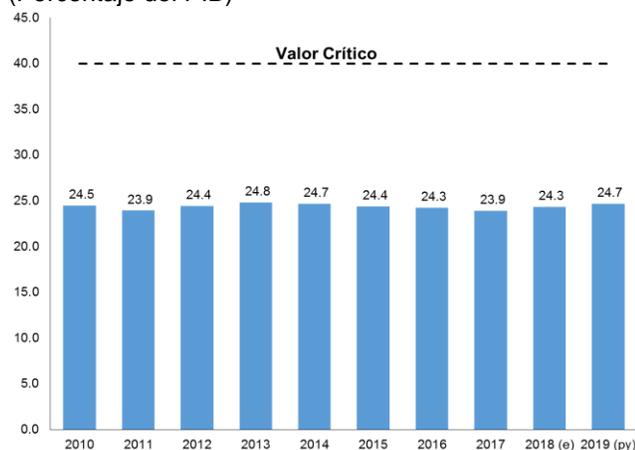
Por su parte, el financiamiento interno neto sería de Q9,635.4 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q10,428.7 millones, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q697.5 millones⁵⁹ y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q95.8 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q2,200.5 millones, resultado de desembolsos por Q1,592.6 millones, amortizaciones por

Q3,171.0 millones y la negociación de Q3,779.0 millones de bonos del tesoro en el mercado internacional (US\$500.0 millones). Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q3,367.4 millones.

Tomando en consideración el nuevo endeudamiento previsto en el presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2019, la deuda pública total como porcentaje del PIB, pasaría de 24.3% en 2018 a 24.7% en 2019. Cabe destacar que dicho indicador seguiría ubicándose por debajo del valor crítico internacional de 40.0%, determinado para países con características similares a las de Guatemala.

Gráfica 59

Deuda Pública Total
Años: 2010-2019
(Porcentaje del PIB)



(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Con relación al desempeño previsto de las cuentas fiscales, vale indicar que el aumento del déficit fiscal aprobado para 2019 aunque se ubicaría por arriba de 2.0% (nivel que según estudios del Banco de Guatemala y del FMI, hace sostenible el nivel de la deuda pública), debiera ser temporal, como se prevé en el presupuesto multianual. En adición, es imprescindible que se mantenga la coordinación entre el MFP y el Banco de Guatemala, a efecto de que las colocaciones de los bonos del tesoro no alteren de manera sustancial la situación de liquidez en el mercado, así como las condiciones de estabilidad en el mercado cambiario, lo

⁵⁸ En 2017 el Ministerio de Finanzas Públicas realizó una colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones a 10 años plazo con tasa de interés de cupón 4.375% y tasa de rendimiento 4.50%.

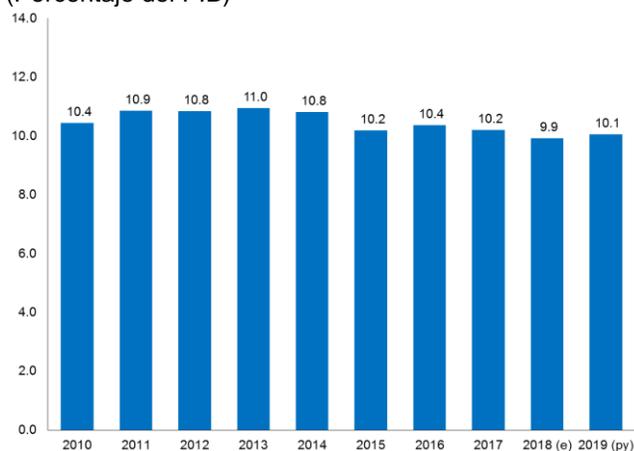
⁵⁹ Las deficiencias netas del Banco de Guatemala del Ejercicio Contable 2017 ascienden a Q1,479.3 millones, pero el Congreso de la República redujo dicha provisión en Q781.8 millones.

que contribuiría a preservar la estabilidad de los principales precios macroeconómicos.

Cabe destacar que, según el presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2019, se prevé una leve recuperación de la carga tributaria, la cual pasaría de 9.9% en 2018 a 10.1% en 2019, sustentada en un mayor crecimiento económico previsto para el próximo año, así como en la implementación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (ver gráfica 60).

Gráfica 60

Carga Tributaria
Años: 2010-2019
(Porcentaje del PIB)



(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 7

Gobierno Central
Ejecución Presupuestaria
Años: 2017-2019
(Millones de US Dólares)

Concepto	2017	2018 (e)	2019 (py)	Variaciones 2018 - 2017		Variaciones 2019 - 2018	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	59,986.9	62,112.8	68,547.4	2,125.9	3.5	6,361.6	10.4
A. Ingresos (1+2)	59,844.7	61,931.3	68,293.0	2,086.6	3.5	6,361.6	10.3
1. Ingresos Corrientes	59,841.3	61,928.2	68,289.6	2,086.9	3.5	6,361.4	10.3
a. Tributarios	56,684.1	58,678.4	64,027.7	1,994.3	3.5	5,349.3	9.1
b. No Tributarios	3,157.2	3,249.7	4,261.9	92.5	2.9	1,012.1	31.1
2. Ingresos de Capital	3.4	3.2	3.4	-0.2	-6.6	0.2	7.2
B. Donaciones	142.2	181.5	254.5	39.3	27.6	73.0	40.2
II. Total de Gastos	67,274.8	71,451.4	83,750.7	4,176.6	6.2	12,299.3	17.2
A. De Funcionamiento	55,141.5	58,236.1	66,720.5	3,094.6	5.6	8,484.4	14.6
B. De Capital	12,133.3	13,215.3	17,030.2	1,082.0	8.9	3,814.8	28.9
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-7,287.9	-9,338.6	-15,203.3	-2,050.7	28.1	-5,937.7	62.8
(-) Déficit							
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	7,287.9	9,338.6	15,203.3	2,050.7	28.1	5,864.7	62.8
A. Interno (1-2+3)	6,623.7	10,034.0	9,635.4	3,410.3	51.5	-398.6	-4.0
1. Negociación neta de bonos del tesoro	7,094.1	9,596.0	10,428.7	2,501.9	35.3	832.7	8.7
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	646.0	0.0	697.5	-646.0	-100.0	697.5	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	175.6	438.0	-95.8	262.4	149.4	-533.8	-121.9
B. Externo (1-2+3)	1,179.7	331.5	2,200.5	-848.2	-71.9	1,869.1	563.9
1. Desembolsos	770.4	2,977.5	1,592.6	2,207.1	286.5	-1,384.9	-46.5
2. Amortizaciones	3,268.6	2,646.1	3,171.0	-622.5	-19.0	525.0	19.8
3. Negociación Neta EUROBONO	3,677.9	0.0	3,779.0	-3,677.9	-100.0	3,779.0	0.0
C. Variación de Caja	-515.5	-1,026.8	3,367.4	-511.3	99.2	4,394.2	-427.9
(-) aumento (+) disminución							
Carga tributaria	10.2	9.9	10.1				
Déficit/PIB	-1.3	-1.6	-2.4				

(e) Cifras estimadas del Ministerio de Finanzas Públicas.

(py) Proyección con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019 (Decreto Número 25-2018, pendiente de publicación).

V. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. ASPECTOS GENERALES Y RESUMEN EJECUTIVO

La política monetaria, cambiaria y crediticia vigente está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones⁶⁰. En dicha política se determinó una meta de inflación de mediano plazo a partir de 2013 de 4.0% +/- 1 punto porcentual⁶¹, la cual ha demostrado ser el ancla de la política monetaria y guía de los agentes económicos para las decisiones de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro. En la gráfica 53 se muestra que la inflación ha oscilado en torno a la meta de inflación y se prevé que, tanto en 2018 como en 2019, se ubique dentro del margen de tolerancia de la misma.

En la citada resolución se establece que la política monetaria, cambiaria y crediticia se revisará por lo menos una vez al año y, de ser el caso, se propondrán las modificaciones que se consideren convenientes.

El Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), vigente en Guatemala desde 2005, establece que la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por lo tanto, guía las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos. Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento a la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de Interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo con un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria.

También se establece que se dará seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, cambiario, crediticio, entre otras. La mayoría de esas variables se sustentan en el

uso de herramientas cuantitativas de pronóstico con el propósito de que exista un balance integral y suficientes elementos de juicio que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y así poder anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la trayectoria de la inflación para adoptar oportunamente las acciones pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria y brindar certeza a los agentes económicos. En virtud de que la política monetaria ha cumplido con los propósitos establecidos, la revisión que se propone en el presente apartado es resultado del esfuerzo que se ha venido realizando para contar con herramientas analíticas, que incluyen un conjunto de variables indicativas e informativas con metodologías mejoradas conforme a la literatura reciente.

En ese contexto, desde enero de 2017 el Banco de Guatemala viene utilizando un indicador de inflación subyacente elaborado sobre la base de un promedio ponderado de ocho metodologías, tanto de exclusión fija como variable, que conforman un rango amplio y robusto de medidas alternativas de inflación; no obstante, con el propósito de que la variable siga brindando información relevante para la toma de decisiones de política monetaria, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizaron una evaluación de las ocho metodologías utilizadas para calcular la inflación subyacente, considerando diversos criterios estadísticos, como la variabilidad, la ausencia de sesgo, la desviación con respecto a la inflación total y la capacidad de pronóstico de los mismos, concluyendo que es necesario efectuar un ajuste a las ponderaciones de las metodologías, a efecto de que el cálculo propuesto para la inflación subyacente refleje de mejor manera la presiones inflacionarias originadas por la demanda agregada; es decir, aislando los choques de oferta que afectan a la inflación de mejor manera.

Por otra parte, se efectuó una revisión al Índice Sintético de las Variables Indicativas, mediante una

⁶⁰ Resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014, JM-120-2015, JM-123-2016 y JM-113-2017.

⁶¹ En el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, se incluyó un análisis detallado acerca de la idoneidad de la meta de inflación (ver páginas 62-70).

actualización del peso relativo de cada variable en dicho índice, con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada.

Adicionalmente, desde 2012 el Banco de Guatemala implementó como variable informativa de la política monetaria el seguimiento de las desviaciones del tipo de cambio real (representado por el Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real -ITCER-) respecto del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE), para lo cual utiliza tres metodologías que permiten determinar el valor de sobreapreciación o sobredepreciación del tipo de cambio real. Dada la importancia de este indicador, es fundamental realizar revisiones periódicas que aseguren su consistencia metodológica. Para cumplir dicho propósito, el Banco de Guatemala contó con una asesoría del Centro Regional de Asistencia Técnica para Centro América, Panamá y República Dominicana (CAPTAC-DR), del Fondo Monetario Internacional (FMI). En ese contexto, se determinó viable atender las recomendaciones de la asistencia técnica recibida y proponer ajustes metodológicos para la estimación del TCRE y para la utilización de umbrales estandarizados para la interpretación de los resultados de dichas metodologías.

El propósito de las referidas revisiones, además de la transparencia, es perfeccionar, como se indicó, el conjunto de herramientas analíticas, incluidas en el Balance de Riesgos de Inflación que utiliza la autoridad monetaria para determinar el nivel de la tasa de interés líder y su postura de política monetaria.

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación baja y estable. En ese sentido, un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques externos que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad permite que

la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación, lo que denota que la política monetaria no persigue ningún objetivo cambiario. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos.

En Guatemala, la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, ha sido un factor que ha brindado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación. En ese contexto, considerando que la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, en esta oportunidad no se propone una modificación.

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

B. POLÍTICA MONETARIA

1. Variables indicativas

a) Revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente

El Banco de Guatemala realiza importantes esfuerzos para actualizar y fortalecer de forma continua los principales indicadores que apoyan el proceso de formulación y toma de decisiones de política monetaria. La revisión en la forma de cálculo de la inflación subyacente forma parte de estos esfuerzos, dado que la misma sirve para analizar las presiones inflacionarias de demanda agregada en el mediano plazo, horizonte en el que puede tener influencia la política monetaria.

Cabe indicar que desde 2017, el Banco de Guatemala construye el indicador de inflación subyacente sobre la base de un promedio ponderado de ocho metodologías, tanto de exclusión fija como variable, que conforman un rango amplio y robusto de medidas alternativas de inflación⁶²; sin embargo, recientemente, la capacidad informativa del indicador se ha visto reducida, dado que la existencia de choques de oferta cada vez más frecuentes y de mayor magnitud, ha hecho que las metodologías actuales no aislen completamente los referidos choques y, por lo tanto, la inflación subyacente ha reflejado algunos de esos choques de oferta, particularmente aquéllos cuya incidencia ha sido significativa.

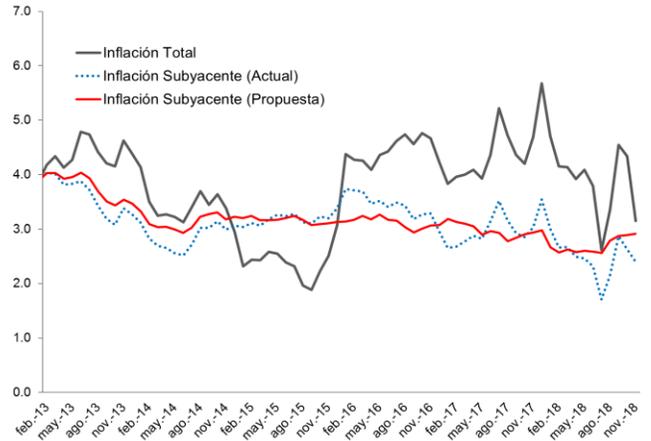
Considerando lo anterior, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizaron una evaluación de las referidas metodologías de inflación, considerando diversos criterios estadísticos, como la variabilidad, la ausencia de sesgo, la desviación con respecto a la inflación total y la capacidad de pronóstico, determinándose que, en general, dichas metodologías siguen siendo adecuadas; sin embargo, es necesario hacer una calibración de las ponderaciones utilizadas para promediar la inflación subyacente, con lo cual se logra fortalecer su capacidad informativa y predictiva y, por lo tanto, se garantiza su validez y relevancia como una herramienta eficaz que contribuya a la formulación, análisis y evaluación de la política monetaria.

Adicionalmente, es importante destacar que, luego de estimar la inflación subyacente utilizando las ponderaciones propuestas, se observa que su trayectoria, no se desvía significativamente de la trayectoria obtenida con las ponderaciones actuales, reduce su volatilidad y es más consistente con las presiones de demanda agregada, debido a que aísla de mejor manera los choques de oferta.

⁶² Véase Anexo 2 de la “Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2016”.

Gráfica 61

Inflación Total e Inflación Subyacente
Estimación Actual y Propuesta
2013-2018
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

b) Revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas

El Índice Sintético es un indicador que evalúa de manera integrada la orientación de política monetaria sugerida por el conjunto de variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones. En ese sentido, dado que el coeficiente de correlación entre el ritmo inflacionario observado y las variables indicativas puede cambiar en el tiempo, se procedió a incorporar la última información disponible para evaluar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustados en el seguimiento del próximo año. Derivado de lo anterior, como se muestra en el cuadro 8, la evaluación de los coeficientes de correlación sugiere que los pesos relativos de las variables indicativas se podrían ajustar, aunque de manera moderada, a fin de que el Índice Sintético mejore su poder informativo, en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación.

Cuadro 8

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

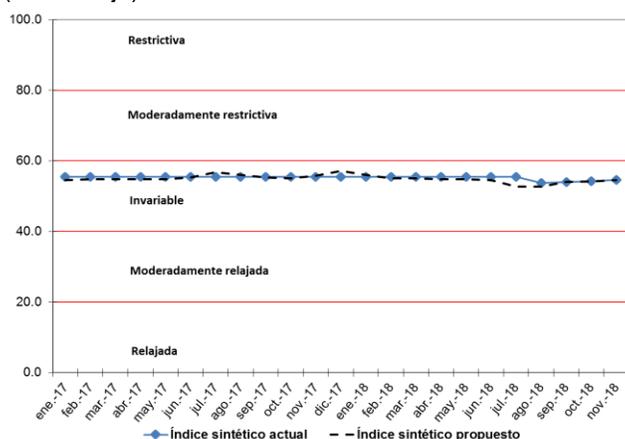
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Vigente	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario subyacente proyectado	25	25	0
Ritmo inflacionario total proyectado	24	25	1
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	23	24	1
Tasa de interés promedio de los Modelos Macroeconómicos	14	13	-1
Tasa de interés parámetro	14	13	-1
TOTAL	100	100	0

Fuente: Banco de Guatemala.

Para evaluar la consistencia de los cambios sugeridos, se realizó un ejercicio para el Índice Sintético, en el cual se construye una serie que abarca el periodo 2017-2018, utilizando los ponderadores revisados y se observa que el comportamiento del mismo es consistente con la trayectoria que se obtuvo con el Índice Sintético actual (gráfica 62).

Gráfica 62

Índice Sintético Actual y Propuesto
2017-2018
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

2. Variables informativas

Desde 2012, el Banco de Guatemala implementó como variable informativa de la política monetaria el seguimiento de las desviaciones del tipo de cambio real (representado por el ITCER) respecto del TCRE,

mediante dos modelos: el primero, basado en la metodología sugerida por Sebastián Edwards (modelo 1) y el segundo, en un modelo de Vector de Corrección de Error (VEC) (modelo 2)⁶³. En 2013, se implementaron algunas mejoras en las estimaciones del TCRE, en particular una revisión de las variables macroeconómicas incluidas en el modelo 1 y la incorporación de un modelo de Sostenibilidad Externa (modelo 3)⁶⁴.

No obstante lo anterior, dada la importancia de este indicador, es fundamental llevar a cabo revisiones periódicas que aseguren su consistencia metodológica. Para cumplir dicho propósito, en 2018, el Banco de Guatemala contó con una asesoría del Centro Regional de Asistencia Técnica para Centro América, Panamá y República Dominicana (CAPTAC-DR), del Fondo Monetario Internacional (FMI), cuyo propósito fue evaluar y perfeccionar las metodologías de estimación actuales del TCRE.

Dicha asistencia técnica destacó que los modelos utilizados por el Banco de Guatemala se encuentran en línea con las metodologías que tanto el FMI como otros bancos centrales utilizan para estimar el TCRE. Además indicó que la evaluación preliminar llevada a cabo por los

⁶³ Véase "Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2012".

⁶⁴ Véase "Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2012".

departamentos técnicos del Banco de Guatemala representaba una fortaleza y reflejaba su interés por contar con indicadores robustos.

No obstante, es procedente hacer algunos cambios para perfeccionar las metodologías utilizadas, específicamente, las principales sugerencias que se obtuvieron en dicha asistencia técnica fueron: i) combinar los modelos 1 y 2 utilizados actualmente, dado que tienen un mismo enfoque para capturar el TCRE y el conjunto de regresores sería análogo a la metodología del Tipo de Cambio Real de Equilibrio de la Evaluación del Balance Externo (EBA, por sus siglas en inglés) del FMI; ii) implementar un modelo de Balance Macroeconómico, que tiene como punto de partida el cálculo de la cuenta corriente tendencial desde la perspectiva de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional, también similar al que utiliza el FMI en la EBA; iii) realizar un ajuste que permita capturar el efecto de los factores temporales que afectan la cuenta corriente y que asegure la validez de los resultados del modelo 3; y iv) verificar la elasticidad de la cuenta corriente respecto al tipo de cambio real empleada para computar los desalineamientos del modelo 3 y del modelo de Balance Macroeconómico.

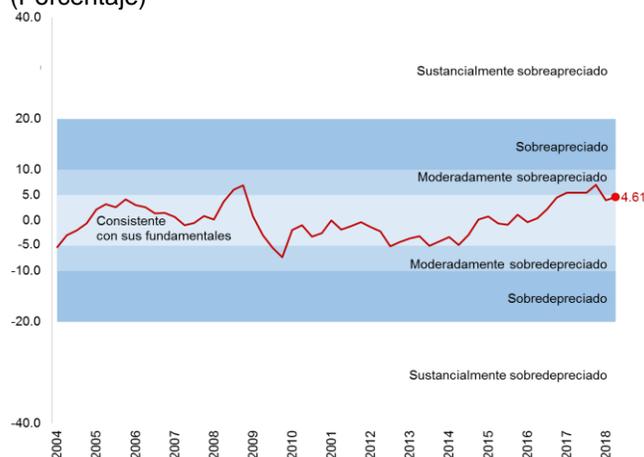
En este contexto, se propone, por una parte, atender las anteriores recomendaciones, con lo cual el modelo 1 correspondería al enfoque de la consistencia con los factores fundamentales del TCRE; el modelo 2, al de Balance Macroeconómico; y el modelo 3, al de Sostenibilidad Externa (con la corrección de choques transitorios en la cuenta corriente); y, por la otra, continuar con el monitoreo y evaluación de las desviaciones respecto al TCRE con una frecuencia trimestral, acorde con la periodicidad con que se dispone de información completa para la estimación de los tres modelos. Asimismo, con base en lo sugerido por el FMI, se establecen tres umbrales estandarizados para la interpretación de los resultados de dichas desviaciones: el primero de +/- 5 puntos porcentuales, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales y el tercero de +/- 20 puntos

porcentuales, entendiéndose que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un tipo de cambio real consistente con sus factores fundamentales; entre el primero y el segundo umbral, moderadamente sobreapreciado (+) o moderadamente sobredepreciado (-); entre el segundo y el tercer umbral, sobreapreciado (+) o sobredepreciado (-); y por arriba del tercer umbral, sustancialmente sobreapreciado (+) o sustancialmente sobredepreciado (-). Estas revisiones metodológicas contribuyen a reforzar la consistencia y fiabilidad de los cálculos y, por ende, de los resultados que éstos proporcionan y su interpretación.

Con base en los resultados obtenidos, se puede concluir que la dinámica reciente del tipo de cambio real en Guatemala es consistente con sus factores fundamentales. En efecto, al segundo trimestre de 2018, las estimaciones del TCRE de los tres modelos propuestos revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE es poco relevante, encontrándose, en los tres casos, dentro del primer umbral.

Gráfica 63

Modelo 1: Desviaciones Respecto al TCRE 2004-2018 (1)
(Porcentaje)

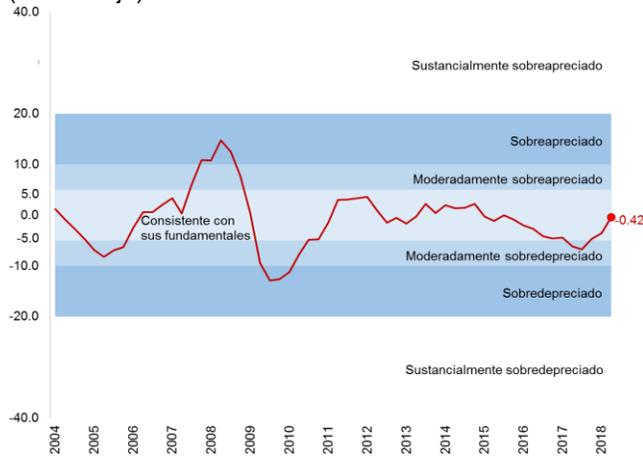


(1) Cifras al segundo trimestre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 64

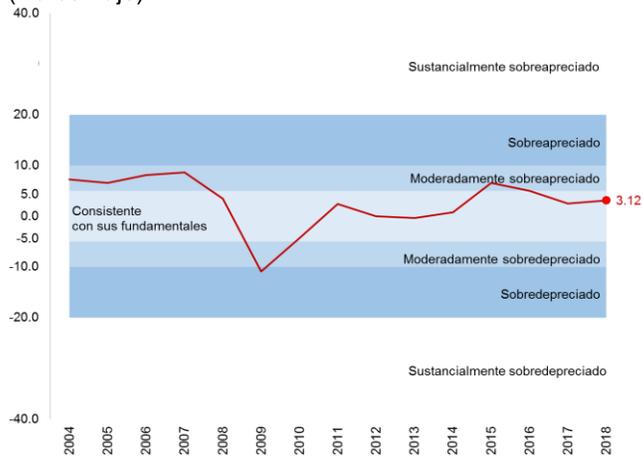
Modelo 2: Desviaciones Respecto al TCRE 2004-2018 (1)
(Porcentaje)



(1) Cifras al segundo trimestre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 65

Modelo 3: Desviaciones Respecto al TCRE 2004-2018 (1)
(Porcentaje)



(1) Cifras al segundo trimestre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

3. Variables de seguimiento

El Banco de Guatemala, realiza mensualmente una Encuesta de Expectativas Económicas a un panel de analistas privados, la cual brinda información relevante sobre expectativas de inflación y de crecimiento económico, entre otras, que forman parte de las variables a las que continuamente se les da seguimiento. Uno de los componentes de citada encuesta es el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), el cual se construye con el propósito

de medir la percepción de dichos analistas sobre la situación económica, el ambiente para la inversión y el clima de negocios, sobre la base de cuatro preguntas que se efectúan al citado panel.

Al respecto, se ha podido identificar que los analistas entrevistados, tienden a seleccionar recurrentemente las respuestas de carácter neutral o intermedio en las preguntas (es decir, no está seguro o ni mejorará, ni empeorará), las cuales, como es normal, reflejan el nivel de incertidumbre en sus percepciones. No obstante, la construcción actual del indicador, conocida como “balance de respuestas”, no toma en cuenta estas respuestas neutras o intermedias (alrededor de 63.0%), que tienen un alto valor informativo en términos de expectativas, particularmente en la medida que la incertidumbre aumenta, generando un sesgo que puede ser tanto negativo, como positivo.

En ese sentido, con el objeto de ir perfeccionando las señales que brinda el ICAE, de manera que contribuyan a una mejor toma de decisiones de los sectores público y privado, se propone un ajuste a la metodología de cálculo del indicador actual, el cual consiste en modificar la construcción de los subíndices correspondientes a dos de las preguntas, a efecto de que se tomen en cuenta las respuestas neutras o intermedias, mediante la ponderación de éstas dentro de los subíndices de las dos preguntas que admiten este tipo de respuestas⁶⁵.

C. POLÍTICA CAMBIARIA

En un esquema de metas de inflación, como se indicó, se considera importante la flexibilidad del tipo de cambio nominal, con el propósito de que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene un solo objetivo como ancla nominal (la inflación). Ello implica que el tipo de cambio nominal debe ser determinado por la interacción entre oferentes y demandantes en el mercado cambiario. Las principales

⁶⁵ Para un detalle más amplio de la revisión de la metodología de cálculo del Índice de Confianza de la Actividad Económica, ver Anexo 2.

ventajas de mantener un régimen de tipo de cambio flexible son: a) facilitar el ajuste de la economía ante choques reales; b) prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); c) evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto; y d) desincentivar movimientos de capitales especulativos. En ese orden de ideas, el desarrollo del sistema financiero y la credibilidad de la política monetaria en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) permiten que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los choques internos y externos que enfrenta la economía. Ciertamente, el hecho de que exista credibilidad en el control de la inflación contribuye a impedir que depreciaciones significativas en el tipo de cambio nominal generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de relativa estabilidad de precios internos, que constituye el objetivo fundamental del Banco Central.

Sin embargo, en economías pequeñas y abiertas se puede justificar la eventual participación del banco central en el mercado de divisas, particularmente porque estas economías suelen caracterizarse por tener tasas de ahorro bajas, lo cual les hace vulnerables a cambios inesperados en la disponibilidad de financiamiento o flujos externos de divisas. En adición, los supuestos de la teoría respecto al efecto que deben tener los flujos en el mercado cambiario no siempre se cumplen, lo cual es particularmente válido para el citado grupo de economías. Ello puede asociarse a imperfecciones de mercado, en virtud de su bajo desarrollo financiero, lo que hace que se observen expectativas exacerbadas que terminan provocando conductas de manada⁶⁶, en

parte, explicadas por la asimetría en la información. Por lo tanto, dichas imperfecciones pueden requerir el uso de opciones de política cambiaria para suavizar fluctuaciones cambiarias, lo que, entre otras formas, puede lograrse mediante el uso de reglas de participación del banco central en el mercado. Sin embargo, dicha participación debe ser vista como un proceso de transición hacia una mayor flexibilidad que contribuya a minimizar los efectos de choques externos, en tanto se va avanzando en la profundización o mayor integración a los mercados financieros; es decir que, sin eliminarse la posibilidad de que el tipo de cambio actúe como un estabilizador automático frente a los impactos de dichos choques, los agentes económicos puedan ir familiarizándose con mayores niveles de volatilidad. Por ello, la participación debe tener como único propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

En adición, la flexibilidad cambiaria significa que la autoridad monetaria no debe estimular tendencias del tipo de cambio nominal que favorezcan a determinado sector económico. Por ese motivo, la participación en el mercado cambiario mediante una regla debe ser simétrica, transparente y comprensible a los mercados, características que definen a la actual regla cambiaria utilizada en el país.

En ese contexto, considerando que la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, contenida en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, ha sido efectiva para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, en esta oportunidad no se propone modificación a la misma.

⁶⁶ Por ejemplo, las expectativas de depreciación se pueden exacerbar, si los agentes económicos consideran que el tipo de cambio seguirá depreciándose, en cuyo caso, tratarían de comprar la mayor cantidad de divisas posible ante la posibilidad de una depreciación mayor; en contraste, si las expectativas fueran de apreciación, éstos tratarían de vender más rápidamente sus divisas, provocando una mayor oferta en el mercado, acelerando la apreciación cambiaria.

RECUADRO 7

MECANISMOS DE PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO: EXPERIENCIA INTERNACIONAL

La crisis financiera internacional de 2008-2009 propició un cambio de tendencia al grado de flexibilidad que crecientemente se venía otorgando a los sistemas cambiarios a nivel mundial en las décadas precedentes. A partir de 2010 se ha registrado un mayor grado de intervención en los mercados cambiarios, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (FMI, 2017), la cual obedece a diversos propósitos: i) afectar el nivel del tipo de cambio; ii) incrementar el nivel de reservas monetarias internacionales por razones de precaución; iii) contener la volatilidad del tipo de cambio; iv) reducir la velocidad de depreciación (depreciación) de la moneda; v) propiciar estabilidad financiera; o vi) corregir desalineamientos respecto de su nivel de largo plazo (Domanski et al., 2016).

En el caso de Guatemala, la participación del Banco Central en el mercado cambiario ha perseguido, principalmente, moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, lo cual, complementariamente con el esquema de política monetaria de metas explícitas de inflación, ha generado estabilidad en el tipo de cambio nominal, así como en el nivel de precios interno, y ha permitido fortalecer la posición externa del país. La participación del Banco Central se basa en una regla, la cual se activa en función del desvío del tipo de cambio nominal registrado en operaciones intradía, respecto de su promedio en días previos, tomando en consideración un margen de fluctuación predeterminado. Al activarse la regla de participación, el Banco de Guatemala convoca a una subasta de dólares de los Estados Unidos de América en el mercado de divisas, cuyo precio se define en función del mejor postor y se cancela al contado (*spot*). Tanto la regla de participación, como los montos a negociar en cada subasta, así como el número máximo de subastas diarias son conocidos por todos los participantes en el mercado de divisas, por lo que este mecanismo es transparente.

A pesar de la efectividad demostrada por el mecanismo de participación cambiaria a lo largo de los años, el desarrollo de los mercados financieros permite, en principio, considerar la utilización de instrumentos de intervención más sofisticados. Según Adler y Tobar (2014), los principales instrumentos utilizados por los bancos centrales para comprar/vender moneda extranjera en los mercados de divisas son:

i) Compras/ventas al contado, que son transacciones efectuadas por un banco central para su entrega inmediata; el mercado de contado es el más utilizado por los bancos centrales de economías emergentes (82%, según Canales-Kriljenko, 2003) y es el utilizado actualmente por el Banco de Guatemala.

ii) Coberturas o contratos en el mercado de futuros de divisas, que implican una compra/venta de divisas establecida a un tipo de cambio predeterminado, con fecha de vencimiento posterior a la de emisión del contrato. Para efectos de intervención cambiaria, este tipo de instrumentos ha sido utilizado en diferentes países debido a que permite llevar a cabo una intervención cambiaria de manera discreta. Sin embargo, en la mayor parte de casos, los resultados han sido desafortunados (Archer, 2012), ya

que no requieren de un desembolso inmediato del total de la transacción (solo se requiere un depósito como garantía), permiten abandonar la posición antes de la fecha de expiración del contrato y son sujetos a presiones políticas para defender un tipo de cambio predeterminado, lo cual se ha prestado para especular sobre el futuro comportamiento de la moneda y ha propiciado pérdidas cuasifiscales significativas.

iii) Canjes cruzados (*swaps*), que involucran una compra (venta) de divisas al contado que se revierte con la venta (compra) de un futuro de divisas al tipo de cambio de contado al cierre de la negociación. A diferencia de los canjes de divisas regulares, que se llevan a cabo, principalmente, para suministrar liquidez y se negocian en base a un tipo de cambio predeterminado, los canjes cruzados de divisas ocasionan riesgos cambiarios, ya que el componente futuro se fija a la tasa de contado prevaleciente al final del contrato, lo cual podría modificar la posición cambiaria del banco central y de su contraparte.

iv) Opciones de divisas, que son instrumentos financieros que permiten al tenedor el derecho de vender (comprar) divisas al banco central bajo ciertas condiciones predeterminadas al momento de la negociación. El mecanismo de intervención consiste en vender opciones denominadas "*put*" (que da el derecho de vender dólares al banco central) o "*call*" (que da el derecho de comprar dólares a la autoridad monetaria), las cuales pueden ejercerse cualquier día que esté activa la condición de ejercicio durante el plazo que dure el instrumento.

En ese sentido, cabe señalar que la utilización de instrumentos derivados para participar en el mercado cambiario conlleva ventajas y desventajas. Por una parte, el uso de opciones de compra o de venta funcionan como estabilizadores automáticos del tipo de cambio nominal, ya que se ejercen sólo bajo condiciones de presiones, pueden fijarse en moneda nacional y no necesariamente requieren del uso de reservas monetarias internacionales durante la vigencia del contrato, lo cual puede ser de utilidad si se desea evitar fluctuaciones significativas en el nivel de reservas. Por otra parte, el uso de derivados puede reducir el grado de transparencia de las operaciones del banco central con respecto a las transacciones al contado, lo cual podría debilitar la señal que un banco central pretende enviar a los agentes económicos, a menos que se utilice una política de comunicación efectiva; además, tiende a oscurecer la posición cambiaria del balance general del banco central y lo expone al riesgo de una pérdida de capital repentina si las intervenciones no logran contener las presiones de la moneda (Archer y Tobar, 2014).

En resumen, las diversas formas en que los bancos centrales participan en los mercados cambiarios conllevan ventajas importantes, pero también desventajas. Al respecto, es importante notar que, hasta el momento, la forma en que el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario ha sido eficiente para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, y no presenta ninguna desventaja relevante, como las que se han destacado anteriormente.

Fuente: Elaboración propia con base Adler, Gustavo y Tobar, Camilo (2014). "Intervenciones en el mercado cambiario y su efecto en el tipo de cambio". Monetaria, enero-junio. Junio; Archer, David (2012). "Foreign Exchange Market Intervention: Methods and Tactics". BIS. Papers No. 24. Mayo; Canales-Kriljenko, Jorge (2003). "Foreign Exchange Intervention in Development and Transition Economies: Results of a Survey". IMF Working Paper Series, WP/03/95. Mayo; Domanski, Dietrich; Kohlscheen, Emanuel and Moreno, Ramon (2016). "Foreign Exchange Market Intervention in EMEs: What has changed?". BIS. Quarterly Review. Septiembre; y Fondo Monetario Internacional (2017). "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions". Octubre.

D. TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS DEL BANCO DE GUATEMALA

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas del Banco Central es necesario que, además de la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala informe al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro de su objetivo fundamental. En ese sentido, tomando en consideración las mejores prácticas internacionales en la materia y a efecto de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, el Banco de Guatemala, en un esquema de

metas explícitas de inflación, anuncia periódicamente el calendario anual de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. Dicho calendario considera, por una parte, la disponibilidad de la información relevante para la toma de decisión respecto de la tasa de interés líder y, por la otra, la adecuación del período entre cada decisión, para permitir un análisis completo del balance de riesgos de inflación, el cual considera el entorno tanto interno como externo, en el que se desempeña la política monetaria. Para 2019 se propone el calendario siguiente.

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2019

FECHA
20 DE FEBRERO
20 DE MARZO
24 DE ABRIL
29 DE MAYO
26 DE JUNIO
28 DE AGOSTO
25 DE SEPTIEMBRE
27 DE NOVIEMBRE

VI. RECOMENDACIÓN

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

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2018.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

ANEXOS

ANEXO 1

VENTAJAS DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

I. INTRODUCCIÓN

El Banco de Guatemala, tomando en cuenta que la mejor contribución que puede hacer al desarrollo ordenado de la economía nacional es promover la estabilidad en el nivel general de precios, desde 2005 opera su política monetaria bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la inflación, tomando en cuenta un horizonte temporal de mediano plazo para el cumplimiento de la misma. Con ello contribuye a que los agentes económicos puedan tener un ancla que les facilite una mejor formación de sus expectativas de inflación.

A ese respecto, en este anexo detalla, por un lado, cuáles son, desde el punto de vista teórico, las ventajas de operar la política monetaria basado en un esquema de metas explícitas de inflación y, por el otro, desde una perspectiva empírica, cómo han evolucionado, en términos de volatilidad y desempeño promedio, la inflación y el Producto Interno Bruto (PIB) en Guatemala, tanto antes como después de la adopción de dicho esquema.

II. ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Durante las últimas décadas, los avances en la teoría económica y los retos enfrentados en la implementación de la política monetaria derivaron en una serie de lecciones para el adecuado diseño y gestión de la política monetaria que, en general, sugieren que la mejor contribución que un banco central puede hacer al adecuado desempeño de su economía es mantener la estabilidad en el nivel general de precios. En particular, se estableció que: i) el banco central no puede perseguir y alcanzar, sistemáticamente, múltiples

objetivos con un solo instrumento básico (la tasa de interés de política monetaria); ii) en el largo plazo, la política monetaria puede influir en variables nominales, pero no en variables reales, como el producto; iii) la inflación elevada plantea costos para la sociedad, mientras que la inflación baja genera beneficios; y iv) la transparencia y credibilidad de un banco central inciden significativamente en la eficacia de la política monetaria.

Teniendo en consideración esos criterios, en la década de los noventa se desarrolló el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI)⁶⁷ como una estrategia para la conducción de la política monetaria que, fundamentalmente, se basa en el compromiso, de parte de la autoridad monetaria, de cumplir con una meta explícita para la inflación, en un horizonte temporal. Los cuatro elementos básicos de esta estrategia son: i) el mandato explícito y el objetivo primario del banco central es preservar la estabilidad de precios y cuenta con la autonomía financiera y operativa necesarias para cumplir con tal objetivo; ii) la definición de metas cuantitativas explícitas para la inflación con las cuales el banco central se compromete a cumplir y que son adecuadamente comunicadas al público; iii) la existencia de mecanismos para que el banco central gestione e implemente la política monetaria de manera transparente y para que rinda cuentas en cuanto al cumplimiento de su objetivo de inflación; y iv) la toma de decisiones de política monetaria con base en una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, basada en una amplia variedad de información.

Cabe indicar que los bancos centrales, regularmente, fijan las metas de inflación en un horizonte de dos a tres años, debido a que los mecanismos de

⁶⁷ El primer banco central en implementarlo fue el de Nueva Zelanda, en 1990. Según el FMI (2017), 40 países han implementado el EMEI como el marco para gestionar su política monetaria y, en 2018, Costa Rica anunció que adoptaría formalmente este régimen, luego de culminar el proceso de transición hacia el mismo, que inició en 2005.

transmisión de la política monetaria operan con cierto rezago, por lo que las decisiones de dicha política deben adoptarse de manera prospectiva a efecto de que las expectativas inflacionarias en el mediano plazo permanezcan ancladas⁶⁸.

III. VENTAJAS DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

El EMEI se constituye en una estrategia de política monetaria deseable, en la medida en que contribuye a mantener la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual, conforme el consenso actual, es importante para promover la eficiencia y el crecimiento económico en el largo plazo. En primer lugar, una inflación baja y estable propicia que las fluctuaciones del producto permanezcan en torno a su nivel potencial (Blanchard y Galí, 1997). En segundo lugar, una inflación elevada genera incertidumbre, deteriorando la estabilidad macroeconómica, además de que dificulta la planeación financiera, incrementa los costos de fijación de precios y reduce el poder adquisitivo de los salarios.

De acuerdo con Mishkin (2000) y Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen (2001), las ventajas de esta estrategia, respecto de otros esquemas, son que proporciona un ancla nominal firme⁶⁹, lo que contribuye a la efectividad de la política monetaria; además de que permite que ésta esté basada en factores relacionados a la economía local, en lugar de responder sistemáticamente a los sucesos del entorno externo, como requeriría un régimen de tipo de cambio fijo, y que utiliza una amplia gama de información para orientar la toma de decisiones de política, a diferencia de la estrategia basada en metas de agregados monetarios. Adicionalmente, un objetivo de inflación se comunica a la

población fácilmente y proporciona una métrica clara para que ésta evalúe la gestión del Banco Central, lo que contribuye a que no se incurra en la inconsistencia temporal de la política monetaria y a que los incentivos de la autoridad monetaria estén alineados con lo que efectivamente puede llevar a cabo.

Desde una perspectiva empírica, los beneficios del EMEI han sido estudiados ampliamente; en particular, Roger (2010) evaluó las ventajas de esta estrategia respecto de otras, en cuanto al desempeño y la volatilidad de la inflación y del crecimiento económico, así como su resistencia ante choques⁷⁰. Por una parte, encontró que las economías de ingresos bajos⁷¹ que implementaron dicho esquema mostraron un mejor desempeño que las que aplicaron regímenes monetarios distintos, debido a que experimentaron importantes reducciones de su tasa de inflación y mejoras en las tasas medias de crecimiento, así como reducciones de la volatilidad. Por otra parte, en el grupo de ingresos altos, las economías que fijaron metas de inflación registraron, en promedio, escasa variación de su desempeño, en comparación con el deterioro observado en las economías con otros regímenes monetarios.

⁶⁸ Ver Recuadro 4 del presente informe, en el que se revisa la experiencia de cinco países de América Latina que operan bajo el EMEI.

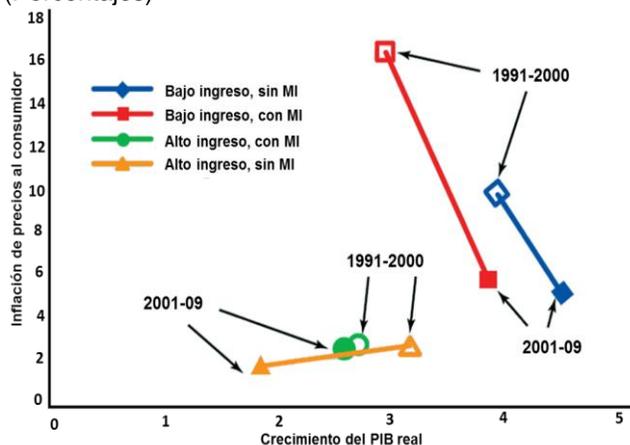
⁶⁹ En un sistema monetario basado en dinero fiduciario, la política monetaria requiere de una variable a la cual condicionar la evolución de los precios en el largo plazo (ancla nominal). Dicha variable depende del marco con el que se conduce la política monetaria: cuando el tipo de cambio es fijo, es el nivel del tipo de cambio nominal; en un esquema de agregados monetarios, es la tasa de variación de algún agregado monetario en particular (por ejemplo, M1 o M2); y en el EMEI, es la inflación.

⁷⁰ Hammond (2012) advierte que, en el caso de las economías en desarrollo, la implementación de esta estrategia fue parte de un conjunto de reformas que, en general, resultaron en una mejor conducción de la política económica, por lo que ésta y otras evaluaciones empíricas podrían reflejar los beneficios de un marco institucional moderno y no exclusivamente la contribución del EMEI.

⁷¹ El estudio incluyó a Guatemala.

Gráfica A1.1

Desempeño de la Inflación y de la Actividad Económica (1) (2)
(Porcentajes)



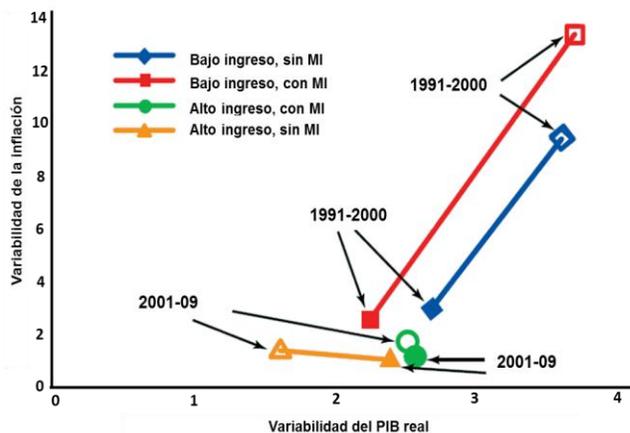
(1) Se refiere a la mediana de la inflación interanual durante cada periodo; y al promedio, para cada grupo de países, de la mediana del crecimiento del PIB.

(2) Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, a los periodos 1991-2000 y 2001-2009.

Fuente: Roger (2010).

Gráfica A1.2

Volatilidad de la Inflación y de la Actividad Económica (1) (2)
(Porcentajes)



(1) Se refiere a la mediana para el grupo de países, de la desviación estándar de la variación interanual de cada variable.

(2) Los símbolos vacíos y llenos se refieren, respectivamente, a los periodos 1991-2000 y 2001-2009.

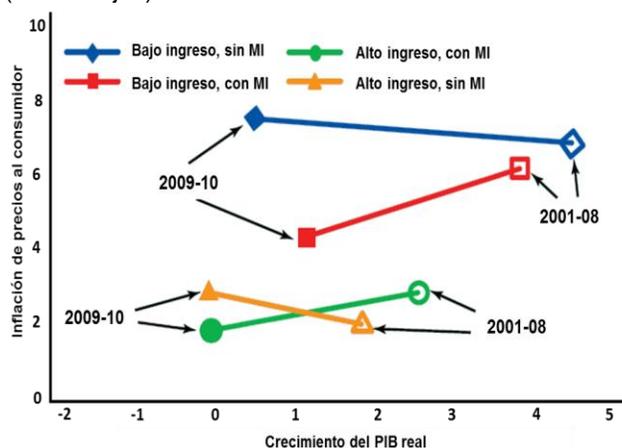
Fuente: Roger (2010).

Por otra parte, el mismo autor identificó que los países con metas de inflación lograron enfrentar de mejor manera los efectos provenientes del aumento de los precios de las materias primas de 2007, que provocó alzas en la inflación y caídas en el crecimiento, y de la

crisis de 2007-09, que ocasionó severas reducciones en el crecimiento⁷².

Gráfica A1.3

Resistencia a la Crisis Financiera (1) (2)
(Porcentajes)



(1) Se refiere a la mediana para cada grupo de países.

(2) Los símbolos vacíos y llenos se refieren, respectivamente, al desempeño real en 2001-2008 y las previsiones para 2009-2010.

Fuente: Roger (2010).

IV. EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN Y SUS VENTAJAS EN GUATEMALA

En Guatemala, se adoptó formalmente el EMEI en 2005, como el marco conceptual y operacional para la conducción de la política monetaria, cambiaria y crediticia, luego de un proceso gradual de preparación que inició en 2000, con la aprobación del Programa de Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional y que requirió, entre otros, la construcción de un marco institucional congruente con dicho esquema. Derivado de lo anterior, en Guatemala existen los cuatro elementos clave para la implementación del EMEI: i) el objetivo de preservar **la estabilidad en el nivel general de precios** está establecido en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala; ii) desde 2005, la Junta Monetaria ha establecido una **meta de política, en términos de una tasa de inflación**, tanto para el corto como para el

⁷² Roger (2010) advierte que la evidencia existente al momento de realizar esta evaluación era limitada, por lo que los resultados deben interpretarse con cautela. No obstante, Carvalho-Filho (2010) también encontró que, en general, los países con metas de inflación están mejor preparados para enfrentar desafíos como los planteados por la crisis.

mediano plazo⁷³; iii) el Banco de Guatemala publica informes trimestrales de política monetaria y una evaluación anual de la política monetaria, cambiaria y crediticia, además de que el Presidente de la institución está obligado a comparecer, dos veces al año, ante el Congreso de la República, entre otros mecanismos de **transparencia y rendición de cuentas**; y iv) anualmente, el Banco de Guatemala propone a la Junta Monetaria la revisión de los criterios que orientarán la política monetaria, cambiaria y crediticia, además de que en cada una de las sesiones en las que se toman decisiones respecto del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, dicha Junta toma en cuenta un balance de riesgos de inflación, ambos con base en **información prospectiva**⁷⁴.

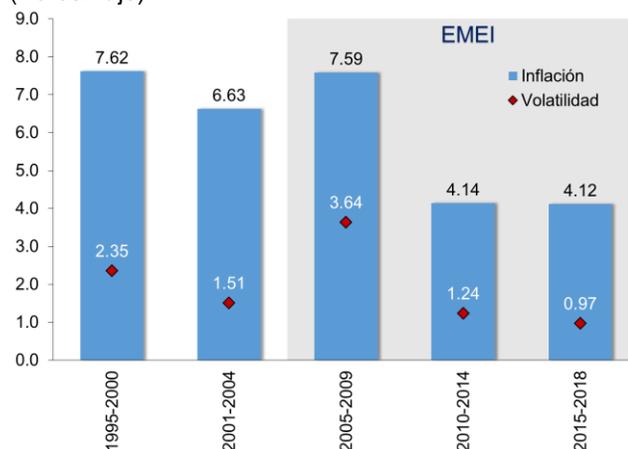
Tras varios años de vigencia del EMEI en Guatemala, por una parte destaca que la inflación ha permanecido, generalmente, dentro del margen de tolerancia de la meta establecida por la Junta Monetaria, de manera que dicho esquema ha contribuido a que la autoridad monetaria cumpla con su mandato de preservar la estabilidad en el nivel general de precios⁷⁵. Si bien entre 2005 y 2008 la inflación se ubicó frecuentemente por encima de dicha meta, esto fue consecuencia de choques temporales plenamente identificados, como el alza en los precios de los productos agrícolas luego de la Tormenta *Stan* (2005) y el alza en los precios internacionales de las materias primas (2007-2008), los cuales ocurrieron en el contexto

de la implementación del nuevo esquema de política monetaria.

Adicionalmente, la volatilidad de la inflación se ha reducido de manera significativa, lo que sugiere que el efecto de choques como los mencionados ha tendido a ser cada vez menos persistente. Asimismo, el hecho de que continúe habiendo cierta volatilidad en las tasas de inflación, valida la pertinencia de contar con una meta de política expresada como un margen de tolerancia y no en términos de un nivel de inflación puntual.

Gráfica A1.4

Inflación y su Volatilidad, Antes y Después de la Adopción del EMEI (1)
(Porcentaje)



(1) Inflación se refiere a la mediana de la variación interanual del IPC, con frecuencia mensual, para cada rango de fechas; y volatilidad se refiere a la desviación estándar de la variación interanual del IPC, con frecuencia mensual, para cada rango de fechas. Información a octubre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁷³ Entre 2004 y 2007, la Junta Monetaria estableció, de manera explícita, una meta de inflación para los dos años siguientes. En 2008, la Junta Monetaria determinó que el objetivo de inflación de mediano plazo sería de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con un horizonte de convergencia de 5 años, con el objetivo de anclar las expectativas de los agentes económicos. A partir de 2013, prevalece el objetivo de inflación de mediano plazo.

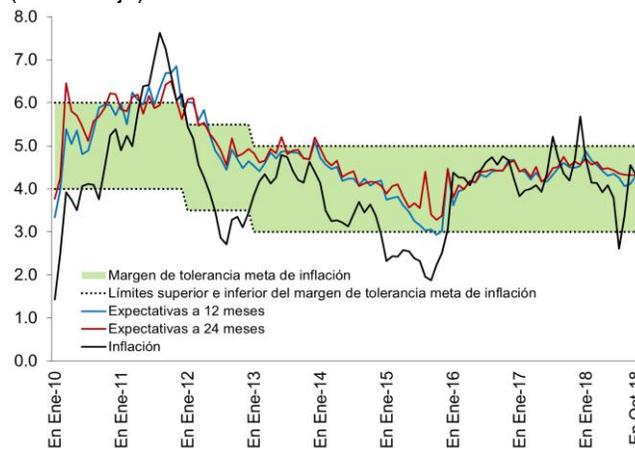
⁷⁴ Adicionalmente, el diseño de esta estrategia requiere de otras decisiones importantes, como la definición de la medida (variación interanual del Índice de Precios al Consumidor) y el nivel de la meta, así como el horizonte en el que pretende alcanzarse, entre otros. Para el caso de Guatemala, éstos fueron analizados en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016.

⁷⁵ La meta de inflación a diciembre de cada año varió entre 2005 y 2012, como consecuencia del proceso de convergencia a la meta de mediano plazo. Desde 2013, ésta permanece en 4.0 +/- 1 punto porcentual.

El comportamiento de la inflación en torno a la meta y la reducción de la volatilidad también está asociado a la consolidación de la credibilidad del Banco de Guatemala, en el sentido de que las desviaciones respecto de la meta de inflación no han contaminado las expectativas de los agentes económicos respecto de la evolución futura de los precios, o lo han hecho en menor medida que en el pasado, lo que ha contribuido a moderar las variaciones de la inflación observada⁷⁶.

Gráfica A1.5

Expectativas de Inflación a 12 y a 24 Meses (1)
(Porcentaje)



(1) Según la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

Fuente: Banco de Guatemala.

Por otra parte, posterior a la implementación del EMEI, el crecimiento del PIB se ha mantenido relativamente estable y su volatilidad se ha reducido significativamente. Lo anterior ha sido posible dado el entorno de estabilidad macroeconómica que prevalece en el país desde las últimas décadas y que se ha consolidado con la adopción del EMEI, lo cual ha sido propiciado, en parte, por una conducción disciplinada de la política monetaria⁷⁷. Si bien la volatilidad se

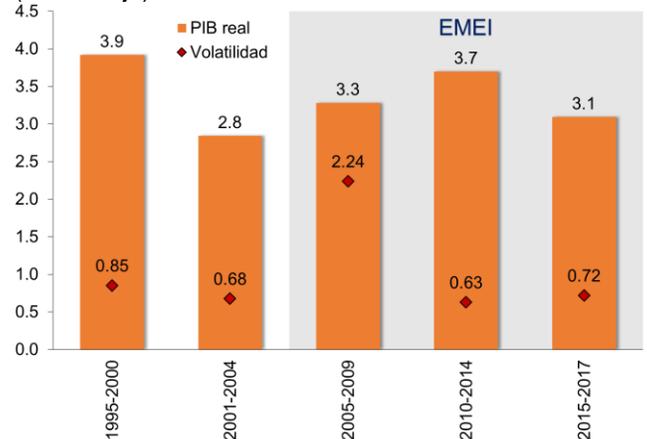
⁷⁶ Las expectativas de inflación inciden en la inflación observada directamente mediante los ajustes de precios que realizan las empresas e indirectamente por las presiones sobre los salarios y por las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y las empresas, entre otros (Erlandsen y Urdeval, 2017).

⁷⁷ El Anexo 1 del Informe de Política Monetaria a Septiembre de 2018 describe la importancia de la estabilidad macroeconómica y señala la relevancia de las medidas implementadas por el Banco de Guatemala para alcanzarla.

incrementó en el periodo 2005-2009, esto fue consecuencia de la drástica desaceleración del crecimiento hacia el final del periodo, que fue ocasionada por la crisis económica y financiera global de 2008-2009.

Gráfica A1.6

Crecimiento del PIB y su Volatilidad, Antes y Después de la Adopción del EMEI (1)
(Porcentaje)



(1) Crecimiento se refiere a la mediana de la variación interanual del PIB anual a precios constantes para cada rango de fechas; y volatilidad se refiere a la desviación estándar de la variación interanual del PIB anual a precios constantes para cada rango de fechas.

Fuente: Banco de Guatemala.

Para complementar el análisis sobre las ventajas del EMEI para la economía guatemalteca, se analizaron algunos choques plenamente identificados que permiten evaluar el desempeño de la inflación y del producto. En particular, desde que se adoptó dicho esquema, la economía nacional ha enfrentado dos episodios de incrementos en los precios internacionales de las materias primas que son relevantes para la inflación (2007-2008 y 2009-2011)⁷⁸ y la crisis económica y financiera global (2008-2009).

En lo que respecta a las alzas de los precios internacionales de las materias primas, en el primer episodio se observaron incrementos considerables de la

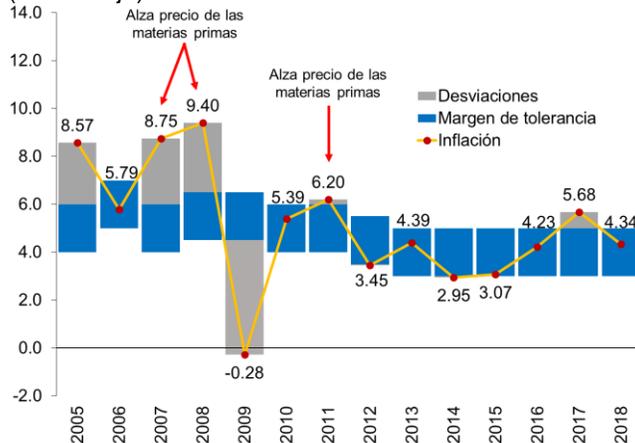
⁷⁸ Usualmente, se considera el periodo entre 2000-2011 como un periodo de alzas en los precios de las materias primas; sin embargo, el incremento de dichos precios fue interrumpido durante la crisis económica y financiera global de 2008-2009. Para efectos de evaluar el impacto sobre la inflación, es pertinente separar dicho periodo en dos: antes y después de la interrupción indicada.

inflación, de manera que ésta permaneció fuera del margen de tolerancia de la meta. En el segundo episodio, el crecimiento de los precios fue menos pronunciado que en el primero y las desviaciones respecto de la meta de inflación se revirtieron rápidamente.

Entre ambos episodios, el impacto de la crisis provocó una reducción de dichos precios que resultó en que la inflación fuera negativa; sin embargo, este comportamiento fue transitorio. Desde entonces, la inflación ha permanecido, en términos generales, alineada con el objetivo de la autoridad monetaria, a pesar de que los precios internacionales de las materias primas continúan fluctuando y de que se han observado episodios de alzas asociados a la oferta de algunos productos agrícolas a nivel nacional.

Gráfica A1.7

Inflación (1)
(Porcentaje)



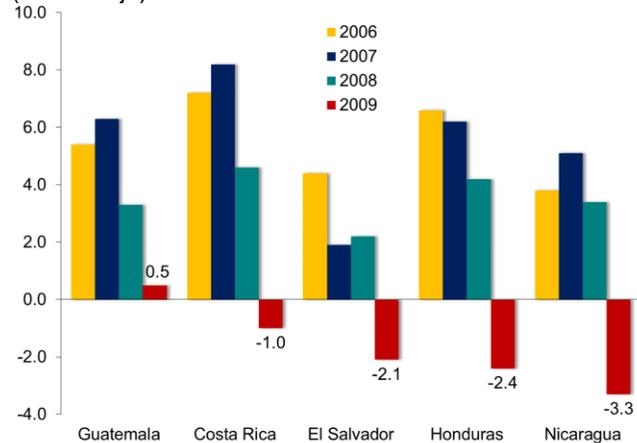
(1) Información a octubre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Adicionalmente, según Roger (2010), el incremento de los precios de las materias primas también provocó reducciones en el crecimiento de la actividad económica a nivel mundial, lo cual afectó, mediante una disminución en la demanda externa, el desempeño de la actividad económica en la mayoría de países de la región, en magnitudes similares entre países con diferentes regímenes monetarios. En el caso de la crisis económica y financiera global, si bien el

crecimiento se moderó significativamente, en Guatemala (2009) no se contrajo, como sí ocurrió en otros países de Centroamérica con estrategias de política monetaria distintas.

Gráfica A1.8

Crecimiento del PIB de los Países de Centroamérica (1)
(Porcentaje)



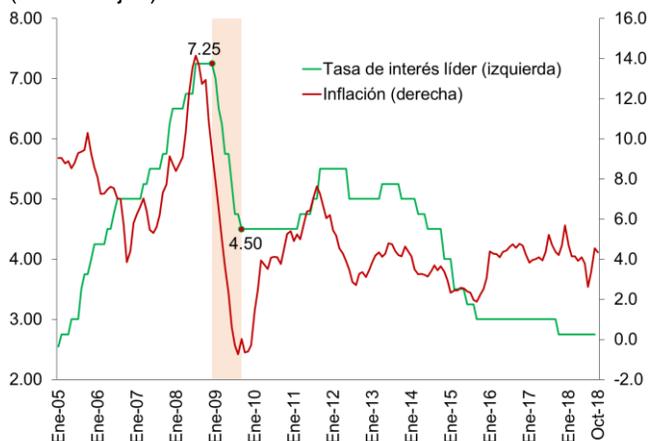
(1) Se refiere a la variación interanual del PIB a precios constantes.
Fuente: Banco de Guatemala.

A lo anterior habría contribuido, en parte, que ante la ausencia de presiones inflacionarias, el Banco Central adoptara una política monetaria flexible⁷⁹, como lo permite la estrategia de metas explícitas de inflación, mediante la reducción significativa, aunque gradual, de la tasa de interés líder de política monetaria entre diciembre de 2008 y septiembre de 2009.

⁷⁹ Véase Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2009.

Gráfica A1.9

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria e Inflación (Porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

que la autoridad monetaria acomode su postura de política ante choques externos, en particular a la crisis económica y financiera global de 2008-2009, de manera que el costo de la misma, en términos de crecimiento, fue menor que el observado en otros países de la región con regímenes monetarios distintos.

V. CONSIDERACIONES FINALES

Tanto la teoría económica como las lecciones derivadas de la implementación de la política monetaria indican que la mejor contribución de un banco central a la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable. La evidencia empírica sugiere que el EMEI es una estrategia para la conducción de la política monetaria que contribuye a alcanzar dicho objetivo, entre otras ventajas, debido a que los países que lo han implementado han mantenido niveles de inflación más bajos y niveles de crecimiento económico más estables, además de que han enfrentado una menor volatilidad que los países con otros regímenes monetarios. Asimismo, la flexibilidad que permite la implementación del EMEI, en el sentido de que la meta de inflación está establecida para un horizonte de mediano plazo, ha contribuido a hacer frente a las fluctuaciones de la actividad económica derivadas de choques exógenos, sin comprometer la estabilidad de precios.

En Guatemala, el EMEI se implementó a partir de 2005 y, en general, desde entonces, la inflación ha permanecido en torno a la meta establecida por la Junta Monetaria y el crecimiento de la actividad económica ha sido relativamente estable, además de que se ha reducido la volatilidad de ambos. Asimismo, ha permitido

ANEXO 2

AJUSTES A LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL ÍNDICE DE CONFIANZA DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS, EN LÍNEA CON LAS MEJORES PRÁCTICAS INTERNACIONALES

I. INTRODUCCIÓN

Los indicadores de confianza de la actividad económica son ampliamente utilizados y son reconocidos como un instrumento valioso para el análisis del desempeño económico en el corto plazo, ya que su propósito es captar la percepción de los agentes económicos acerca de la situación presente y futura de la actividad económica.

En Guatemala, el Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados (ICAE), elaborado por el Banco de Guatemala desde diciembre de 2003, tiene como propósito medir la percepción de un grupo de analistas económicos del sector privado guatemalteco, con respecto a la situación económica actual y el ambiente para la inversión y los negocios. Adicionalmente, el índice persigue obtener una apreciación sobre la evolución económica del país en el futuro cercano (seis meses). Por lo anterior, este indicador se constituye en un insumo importante para el análisis del estado actual y previsto de la economía guatemalteca, dado que complementa la información estadística que generan el Banco de Guatemala y otras entidades oficiales, con las apreciaciones de observadores y tomadores de decisiones, expertos en la economía nacional.

En ese contexto, es importante que a la metodología de cálculo del ICAE se le hagan ajustes (calibraciones) con cierta periodicidad, con el objetivo de que las señales que proporcione continúen siendo útiles para la toma de decisiones de los sectores público y privado. Cabe destacar que el ICAE desempeña un papel importante en el proceso de toma de decisiones de política monetaria, pues dada la frecuencia con la que se publica, brinda información relevante para el análisis del estado de la actividad económica por parte de la autoridad monetaria.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizaron una evaluación de distintas metodologías utilizadas por otros bancos centrales y, de esa cuenta, se propusieron ajustes a la metodología de cálculo del ICAE actual, las cuales se detallan a continuación.

II. ANTECEDENTES

Entre los índices de confianza publicados a nivel mundial, el más conocido es el elaborado por la Universidad de Michigan, publicado desde 1966, y cuya metodología de cálculo ha servido de base para la elaboración de otros indicadores de confianza tanto en los Estados Unidos de América como en otros países. También son reconocidos los indicadores de confianza del consumidor de la institución *The Conference Board* publicado desde 1967, así como el indicador de confianza del consumidor de la Comisión Europea publicado desde 1972.

Cabe indicar que las encuestas sobre confianza económica tienen su origen en el trabajo del psicólogo y economista George Katona, catedrático de la Universidad de Michigan⁸⁰, quien desarrolló la noción de expectativas en el ámbito de las políticas públicas, denominando expectativas a todos aquellos ámbitos de subjetividad de los agentes económicos que influyen en su comportamiento y sus decisiones.

Katona desarrolló el primer cuestionario para los consumidores en 1946 a solicitud de la Reserva Federal (FED), cuya finalidad fue capturar datos relacionados a los activos y el nivel de ingresos de los consumidores para establecer el equilibrio financiero y económico de los agentes. Dicha encuesta se basaba en preguntas de orden general para determinar el nivel de confianza en el

⁸⁰ Documento metodológico de la Encuesta Nacional sobre Confianza del Consumidor, INEGI (2015).

entrevistado. Katona se interesó en los factores económicos y psicológicos que denominó “el factor humano en asuntos económicos”, previendo el poder del consumidor para influir en la macroeconomía a partir del crecimiento de los ingresos y la inversión.

En la actualidad, los indicadores sobre la confianza de la actividad económica son ampliamente utilizados y valorados a nivel mundial. Varios de estos indicadores se elaboran a partir de opiniones o expectativas las cuales se compilan por medio de encuestas de opinión. Para la construcción de los indicadores, las respuestas cualitativas se convierten en cuantitativas empleando diversas metodologías. En ese sentido, la experiencia de países que tienen una larga trayectoria estadística ha permitido implementar y adaptar de una forma adecuada dichos procesos metodológicos a otros países de una forma exitosa.

En algunos países, dichos indicadores se calculan utilizando metodologías como la empleada hasta ahora para la estimación del ICAE de Guatemala, la cual es conocida como “balance de respuestas”, que concretamente se refiere a la utilización de los porcentajes de respuestas, no ponderados, para la construcción de un indicador. En otros países se consideran todas las respuestas posibles, mediante la utilización de ponderadores para cada una de las posibles respuestas a una determinada pregunta; concretamente, este proceso permite, al público en general, comprender de una forma fácil y transparente el proceso de construcción del indicador y su respectivo análisis.

Por ejemplo, en el caso de México, el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) calcula el Índice de Confianza del Consumidor aplicando ponderaciones incrementales a las respuestas (entre 0 y 1), incluyendo las neutrales. De igual manera, en el espectro más amplio de indicadores compuestos, el Banco de México aplica una metodología similar para el cálculo del Indicador de Pedidos Manufactureros. Asimismo, la Oficina de Gabinete de Japón, el Buro de

Investigación Económica de Sudáfrica y la Universidad de Costa Rica ponderan las respuestas neutras o intermedias en la construcción de sus respectivos índices de confianza.

III. ÍNDICE DE CONFIANZA DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (ICAE)

El Banco de Guatemala realiza mensualmente la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE), con el objetivo de conocer la percepción de los mismos respecto de la trayectoria futura de algunas variables macroeconómicas relevantes, como las expectativas de inflación y de la actividad económica, así como los cambios en el clima de negocios y el ambiente para la realización de inversiones. Uno de los indicadores relevantes de la referida encuesta, es el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), el cual se se construye con base en las respuestas a cuatro preguntas de la EEE, las cuales tienen dos (dicotómicas) o tres (politómicas) opciones de respuesta⁸¹.

Cuadro A2.1

Preguntas de la EEE Utilizadas para la Construcción del ICAE

No.	Pregunta	Opciones de respuesta
1	¿Cómo considera que evolucione el clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado en los próximos seis meses en comparación con los pasados seis meses?	<ul style="list-style-type: none"> • Mejorará • Igual • Empeorará
2	¿Considera usted que actualmente la economía del país está mejor que hace un año?	<ul style="list-style-type: none"> • Sí • No
3	¿Espera usted que la evolución económica del país mejore durante los próximos seis meses?	<ul style="list-style-type: none"> • Sí • No
4	¿Cómo considera que sea la coyuntura actual de las empresas en el país para efectuar inversiones?	<ul style="list-style-type: none"> • Buen momento • No está seguro • Mal momento

Fuente: Banco de Guatemala.

El índice se elabora a partir de subíndices contruidos para cada pregunta, mismos que resultan de

⁸¹ Las preguntas dicotómicas son las que en su respuesta pueden tomar únicamente una de dos opciones; mientras que las preguntas politómicas presentan más de dos alternativas de respuesta.

realizar un balance entre la proporción de las respuestas positivas y las negativas a cada pregunta, entre el total de respuestas, al cual se le suma una constante de 100 con el propósito de evitar cantidades negativas. Los cuatro subíndices se promedian y el ICAE resulta de expresar dicho valor promedio como porcentaje del máximo promedio posible⁸². No obstante, se ha podido identificar que los expertos entrevistados en la realización de la EEE, tienden a seleccionar con mucha frecuencia las respuestas de carácter neutral o intermedio; es decir aquellas en las que no se está seguro de una respuesta (para el caso de las preguntas 2 y 4), las cuales reflejan el grado de incertidumbre que perciben en determinado momento del tiempo los analistas encuestados, de manera que la construcción actual del indicador, basada en el balance entre respuestas positivas y negativas, no incluye una elevada proporción de las opiniones de los analistas; en promedio, alrededor del 63% de las respuestas durante 2011-2018, generando cierto sesgo en el resultado tanto al alza como a la baja, como se puede apreciar en la gráfica A2.3.

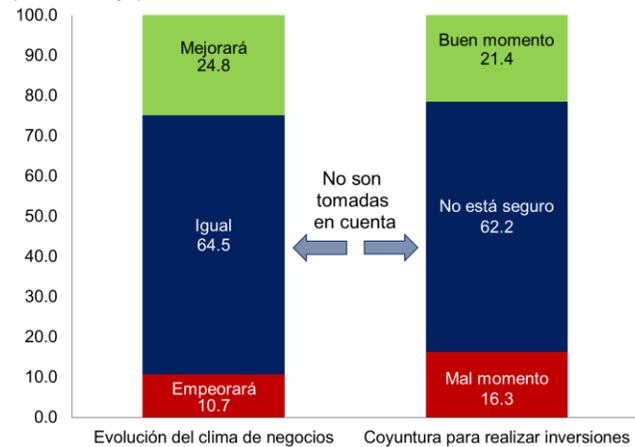
IV. REVISIÓN METODOLÓGICA

La revisión metodológica para el cálculo del ICAE consiste en modificar la construcción de los subíndices correspondientes a las preguntas politómicas, de manera que se consideren las respuestas neutras o intermedias.

⁸² Asumiendo que todas las respuestas a cada pregunta fueran positivas, el máximo promedio posible de los subíndices es 200.

Gráfica A2.1

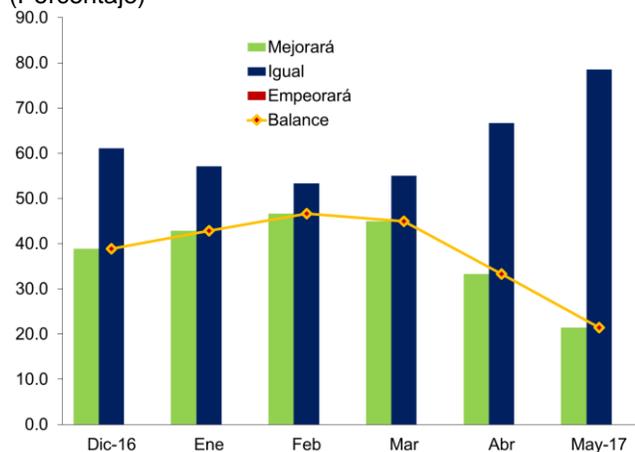
Respuestas Promedio a Preguntas Sobre la Evolución del Clima de Negocios y la Coyuntura Actual para la Realización de Inversiones (1) (Porcentaje)



(1) Promedio de 2011 a noviembre 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A2.2

Balance Entre Respuestas Positivas y Negativas a la Pregunta Sobre la Evolución del Clima de Negocios (Porcentaje)



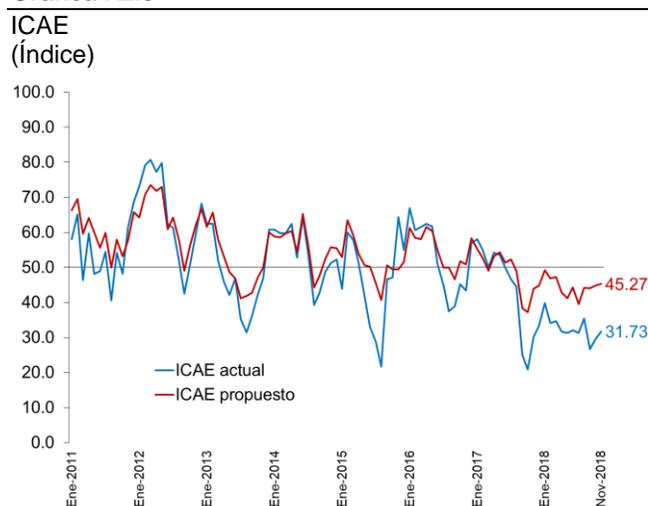
Fuente: Banco de Guatemala.

Específicamente, los subíndices de las preguntas 1 y 4 del cuadro A2.1, pasaron a ser una suma ponderada de la participación de las respuestas positivas (37.5%), negativas (37.5%) y neutras (25.0%), entre el total de respuestas. Resulta evidente que a las respuestas neutras se les asigna una ponderación que es menor que la que reciben las respuestas positivas y negativas. Los subíndices obtenidos aplicando este nuevo método y los correspondientes a las preguntas 2 y 3 (ver cuadro A2.1), se promedian y se expresan como

porcentaje del máximo promedio posible (nuevamente 200) para obtener el ICAE propuesto.

Como resultado de los cambios indicados a la metodología, el comportamiento del ICAE propuesto, aunque es similar al observado con la metodología actual, reduce considerablemente la volatilidad y permite hacer un mejor uso de la información obtenida mediante la encuesta. En particular, se confirma que en los años recientes se ha observado tendencia negativa en la confianza en la actividad económica, con caídas particularmente pronunciadas en los períodos contaminados por tensiones políticas (agosto de 2015 y entre agosto y septiembre de 2017); sin embargo, dicha percepción se ha estabilizado en los meses recientes, e incluso ha comenzado a recuperarse. Adicionalmente, con la aplicación de este nuevo método se reduce la dispersión de los resultados del ICAE, como se observa en la siguiente gráfica.

Gráfica A2.3



Fuente: Banco de Guatemala.

V. CONCLUSIÓN

La estimación con base en la nueva metodología contribuye a aprovechar de mejor manera toda la información disponible y a reducir la dispersión de los resultados, sin afectar la tendencia del ICAE observada en el pasado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Adler, Gustavo y Tovar, Camilo (2014). "Intervenciones en el mercado cambiario y su efecto en el tipo de cambio". *Monetaria*, enero-junio. Junio.
2. Alexander, Patrick y Poirier, Louis (2017). "How Consumers Responded to the 2014-2015 Oil Price Shock? Evidence from the Consumer Expenditure Survey". Central Bank of Canada. Julio.
3. Archer, David (2012). "Foreign Exchange Market Intervention: Methods and Tactics". Bank of International Settlements. Papers No. 24. Mayo.
4. Assael, Paola y Larraín, Felipe (1994). "El ciclo político económico: Teoría, evidencia y extensión para una economía abierta". *Cuadernos de Economía*, 92. Abril.
5. Banco Central de Chile (2007). "La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación". Enero.
6. Banco de Guatemala (2009). "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2009". Diciembre.
7. Banco de Guatemala (2015). "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016". Diciembre.
8. Banco de la República (s.f.). "El proceso de toma de decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia del Banco de la República".
9. Banco de México (2017). Informe trimestral: Octubre - Diciembre 2017. Febrero.
10. Bank for International Settlements (2018). "Las Divergencias se amplían en los Mercados". *Quarterly Review*. Septiembre.
11. Bernanke, Ben; Laubach, Thomas; Mishkin, Frederic y Posen, Adam (2001). "The Rationale for Inflation Targeting". *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.
12. Blanchard, Olivier y Galí, Jordi (1997). "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model". Febrero.
13. Bureau of Economic Research (2017). "Consumer Confidence Survey. Quarterly analysis of consumer expectation". Stellenbosch University. Julio.
14. Cáceres, Carlos; Cerdeiro, Diego; Matheson, Troy y Williams, Peter (2018). "Perspectivas para América Latina y el Caribe: Una Recuperación Dispareja". Fondo Monetario Internacional. Octubre.
15. Canales-Kriljenko, Jorge (2003). "Foreign Exchange Intervention in Development and Transition Economies: Results of a Survey". IMF Working Paper Series, WP/03/95. Mayo.
16. Carvalho-Filho, Irineu (2010). "Inflation targeting and the crisis: An empirical assessment". IMF Working Paper No. 10/45. Febrero.
17. Delle Chiaie, Simona; Ferrara, Laurent y Giannone, Domenico (2018). "Common factors of commodity prices". Banco Central Europeo. Octubre.
18. Domanski, Dietrich; Kohlscheen, Emanuel y Moreno, Ramon (2016). "Foreign Exchange Market Intervention in EMEs: What has changed?". Bank of International Settlements. *Quarterly Review*. Septiembre.
19. Drazen, Allan (2008). "Political business cycles". *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Segunda Edición.
20. Erlandsen, Solveig y Urdeval, Pal (2017). "Are inflation expectations anchored in Norway?". Staff Memo No. 12/2017. Norges Bank. Diciembre.

21. European Central Bank (2018). "Oil prices, the terms of trade and private consumption". Economic Bulletin, Issue 6. Septiembre.
22. Fondo Monetario Internacional (2017). "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions". Octubre.
23. García, Márcio; Medeiros, Marcelo y Santos, Francisco (2015). "Price Discovery in Brazilian FX Market". Brazilian Review of Econometrics. Mayo.
24. Iacoviello, Matteo (2016). "Oil Prices and Consumption across Countries and U.S. States". Federal Reserve Board of Governors. Noviembre.
25. INEGI (2015). "Encuesta Nacional sobre Confianza del Consumidor 2015: Documento metodológico". México.
26. INEGI (2018). "Encuesta Mensual de Opinión Empresarial 2018. Síntesis Metodológica". México.
27. International Monetary Fund (2018). "Challenges to Steady Growth". World Economic Outlook. Octubre.
28. Hammond, Gill (2012). "State of the art inflation targeting". Centre for Central Banking Studies. Bank of England. Febrero.
29. Mishkin, Frederic (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". Agosto.
30. Roger, Scott (2010). "Veinte años de metas de inflación". Fondo Monetario Internacional. Finanzas & Desarrollo. Marzo.
31. Setzer, Ralph (2006). "The politics of exchange rates in developing countries". Physica-Verlag. Springer. Heidelberg, New York.
32. Universidad de Costa Rica (2018). "La Confianza de los Consumidores". Encuesta No.58. Mayo.