



**BANCO DE GUATEMALA**

**INFORME DEL PRESIDENTE DEL  
BANCO DE GUATEMALA  
ANTE EL HONORABLE  
CONGRESO DE LA REPÚBLICA**

**ENERO DE 2019**





**ÍNDICE<sup>1</sup>**  
**INFORME DEL PRESIDENTE DEL BANCO DE GUATEMALA**  
**ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA**

**PRIMERA PARTE**

**RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2018**

<b>I.</b>	<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>SÍNTESIS EVALUATIVA .....</b>	<b>1</b>
	A. PANORAMA GENERAL .....	1
	B. ENTORNO EXTERNO .....	1
	C. ENTORNO INTERNO.....	2
<b>III.</b>	<b>PANORAMA ECONÓMICO.....</b>	<b>5</b>
	A. MUNDIAL.....	5
	1. Actividad económica .....	5
	2. Mercados financieros internacionales.....	13
	3. Precios internacionales de algunas materias primas.....	17
	4. Inflación y política monetaria.....	22
	B. INTERNO.....	26
	1. La actividad económica.....	26
	2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria.....	27
	3. Variables del sector externo.....	36
	4. Finanzas públicas .....	38
	C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 2018.....	41
	1. Política monetaria .....	41
	2. Política cambiaria.....	43

**SEGUNDA PARTE**

**POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA**

<b>I.</b>	<b>PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2019.....</b>	<b>46</b>
	A. DEL ENTORNO EXTERNO .....	46
	1. Crecimiento económico.....	46
	2. Inflación internacional .....	48
	B. DEL ENTORNO INTERNO.....	49
	1. Actividad económica .....	49

<sup>1</sup> Este documento fue elaborado con información disponible al 21 de enero de 2019.

2. Sector monetario .....	53
3. Balanza de pagos .....	56
4. Sector fiscal .....	57
<b>II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA .....</b>	<b>61</b>
 <b>ANEXOS</b>	
<b>ANEXO 1 .....</b>	<b>64</b>
<b>ANEXO 2 .....</b>	<b>67</b>
<b>ANEXO 3 .....</b>	<b>68</b>
<b>ANEXO 4 .....</b>	<b>69</b>
<b>ANEXO 5 .....</b>	<b>70</b>
<b>ANEXO 6 .....</b>	<b>71</b>
<b>ANEXO 7 .....</b>	<b>72</b>
<b>ANEXO 8 .....</b>	<b>73</b>
<b>ANEXO 9 .....</b>	<b>74</b>

## PRIMERA PARTE

### RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2018

#### I. INTRODUCCIÓN

Para dar cumplimiento al mandato legal dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Presidente del Banco de Guatemala, en esta ocasión se permite rendir el informe circunstanciado para dar cuenta de los actos y políticas del Banco Central en el ejercicio precedente, con énfasis en el cumplimiento del objetivo fundamental del Banco, así como explicar los objetivos y políticas previstas para el ejercicio corriente. Se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso de la República que, de conformidad con el artículo 3 de la citada Ley, el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo que permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de este objetivo.

#### II. SÍNTESIS EVALUATIVA

##### A. PANORAMA GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011 y sus modificaciones contenidas en las resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014, JM-120-2015, JM-123-2016, JM-113-2017 y JM-111-2018, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, la cual tiene una vigencia indefinida y establece, entre otros aspectos, una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

##### B. 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 comenzaron a moderarse, en la medida en que los riesgos a la baja y la incertidumbre se intensificaron. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial creció 3.7% en 2018 y crecería 3.5% en 2019 (3.8% en 2017). Vale indicar que estas perspectivas son menos favorables que las previstas a inicios del año previo.

En las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento económico son positivas para 2018

(2.3%) y para 2019 (2.0%), 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 anticipa que creció 2.9% en 2018 y que crecería 2.4% 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 las previsiones de crecimiento económico para 2018 (1.8%) y para 2019 (1.5%), están sujetas a 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, se estima que las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecieron 4.6% en 2018 y se prevé que crezcan 4.5% 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 7.5% 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 creció 2.3% en 2018 y registraría un crecimiento de 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.

A lo largo de 2018, 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, a lo largo de 2018 mantuvieron niveles promedio, superiores a los registrados en 2017. 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 partir de la segunda quincena de octubre registró una marcada reversión, como consecuencia de las perspectivas de una menor demanda mundial y del 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 mostraron 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 en 2018 se ubicaron por arriba de los registrados en 2017.

A nivel internacional, la inflación tendió a incrementarse durante 2018, 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 reflejó 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 continuó dentro de la meta prevista. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo en torno a las metas establecidas por las respectivas autoridades monetarias, aunque se han empezado a evidenciar presiones al alza en los precios de los alimentos, en adición al incremento que se observó en el precio interno de los combustibles la mayor parte del año.

### C. ENTORNO INTERNO

De acuerdo con la estimación de cierre, el producto interno bruto (PIB) creció 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 explica por la expansión de 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 noviembre de 2018, el valor FOB de las exportaciones de bienes disminuyó 2.5% respecto de similar periodo de 2017, resultado de la reducción en el volumen exportado (11.5%) que, en parte, fue compensado por el aumento en el precio medio de exportación (10.2%), a pesar de que el precio internacional de algunos de los principales productos de exportación (como azúcar, café y 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 8.8%, reflejo del incremento tanto en el volumen importado (5.7%), como en el precio medio de importación (2.9%), este último asociado, principalmente, al alza sostenida que registró el precio internacional del petróleo y sus derivados hasta la primera quincena de octubre, que generó un aumento de US\$545.2 millones en el pago de la factura petrolera (incremento de US\$503.5 millones en 2017).

Al 31 de diciembre de 2018, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$9,287.8 millones, superior en US\$1,095.6 millones (13.4%) 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 31 de diciembre de 2018, alcanzaron un monto de US\$12,755.6 millones, mayor en US\$986.1 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 internacionales<sup>2</sup>, 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 alrededor de 8.0 meses de importaciones de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal registró, al 31 de diciembre, una depreciación interanual de 5.3%, resultado asociado al cambio de comportamiento de sus fundamentos, que hasta agosto de 2017, habían propiciado una tendencia a la apreciación<sup>3</sup>. En efecto, en 2018, aunque el flujo de remesas familiares siguió siendo importante, éste mostró un crecimiento menor que el del año previo, lo que generó 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\$750.5 millones y por el

<sup>2</sup> 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 de 2018, con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario.

<sup>3</sup> 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.

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\$1,206.4 millones.

El ritmo inflacionario a diciembre de 2018 se ubicó en 2.31%, valor que se situó por debajo del límite inferior 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 incrementos interanuales en los precios de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, dado que el resto de divisiones de gasto no registraron variaciones significativas; en tanto que la división de transporte reflejó una disminución por la reversión que tuvo el precio internacional del petróleo a partir de octubre de 2018, siendo éste uno de los factores más importantes que ocasionó que el ritmo inflacionario al terminar 2018 se ubicara, como se indicó, en 2.31%. Cabe destacar que, entre enero y julio de 2018, 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 entre noviembre y diciembre, se revirtieron los aumentos en los precios medios del maíz blanco y de algunas hortalizas (especialmente el tomate, 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 31 de diciembre, evidenciaron un comportamiento congruente con lo esperado. El crecimiento interanual de la emisión monetaria se

moderó, ubicándose en 11.0% (12.3% a finales de 2017), 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 9.4%. El crédito bancario al sector privado mostró un mejor desempeño (aumento de 7.0% en términos interanuales) respecto al observado a finales de 2017 (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 2018 rigió el presupuesto del ejercicio fiscal 2017. Según información preliminar del Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal al 31 de diciembre de 2018 se ubicó en 1.8% del PIB, mayor al del año anterior (1.3% del PIB). Según cifras a esa misma fecha, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.8%; mientras que los gastos fueron superiores en 8.1%, respecto de similar periodo del año anterior. Al 31 de diciembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q82,445.9 millones, mayor en Q9,710.0 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\$8,222.8 millones, mayor en US\$41.3 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). A diciembre, el Ministerio de Finanzas Públicas realizó colocaciones de bonos del tesoro equivalentes al 91.6% del monto programado para el ejercicio fiscal 2018 (Q13,749.1 millones).

### III. PANORAMA ECONÓMICO

#### A. MUNDIAL

##### 1. Actividad económica

Durante 2018, la actividad económica a nivel mundial continuó expandiéndose, impulsada, entre otros factores, por el aumento del consumo y de la inversión, en un ambiente en el que las condiciones macroeconómicas siguieron siendo favorables, ante los positivos niveles de confianza, la mejora en los precios de las materias primas (que incide positivamente 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 comenzaron a moderarse. Este panorama provocó que las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2018 y para 2019 continúen siendo positivas, aunque menores que las previstas a inicios de 2018.

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, destacó, 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 arriba de su nivel potencial; ambos factores fueron una fuente de incertidumbre y generaron volatilidad en los mercados financieros internacionales. En la Zona del Euro continuó la incertidumbre asociada a las negociaciones en el marco del *Brexit*, cuyo desenlace se ha tornado más incierto, al aumento del proteccionismo comercial y a la vulnerabilidad de algunos países de la región. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, prevalecieron 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 se evidenció en el desempeño económico de algunas de estas economías, particularmente en aquellas con fundamentos macroeconómicos menos sólidos. En cuanto a los factores geopolíticos, sobresalió la

posible intensificación de las tensiones existentes (principalmente en Rusia, Corea del Norte y Siria).

Ante este panorama, se estima que la economía mundial creció 3.7% en 2018 y que crecería 3.5% en 2019 (3.8% 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 en 2017 y que lo esperado a inicios de 2018. Las economías avanzadas crecerían por arriba de su nivel potencial (2.3% en 2018 y 2.0% 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.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registraron un crecimiento de 4.6% en 2018 y crecerían 4.5% en 2019 (4.7% en 2017), resultado del impulso proveniente de algunas economías avanzadas (particularmente de los Estados Unidos de América), del aumento en los precios de las materias primas y del 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 continuó 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.

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 3.4%<sup>4</sup>, 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 residencial y en

<sup>4</sup> Se refiere a la tasa de variación trimestral anualizada.

plantas exportadoras de petróleo y gas natural, así como a las relacionadas con establecimientos comerciales y energía y, por el otro, a la reducción de las exportaciones netas, debido a la recuperación de las importaciones y a las menores exportaciones de bienes<sup>5</sup>. No obstante, como se indicó, la actividad económica mantuvo un sólido desempeño, apoyado en el crecimiento 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 desempleo, la cual se ubicó en 3.9% en diciembre<sup>6</sup>, 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) incrementó la tasa de interés de fondos federales cuatro veces en 2018<sup>7</sup>, ubicándola en un rango entre 2.25% y 2.50%, conforme lo había anticipado el mercado; además, continuó con la reducción de su hoja de balance. Cabe destacar que las expectativas del mercado a finales de 2018 sugieren, con una alta probabilidad, que dicha tasa de interés no registre incrementos adicionales a lo largo de 2019.

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 fue expansiva en 2018 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 de 2018, y 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)<sup>8</sup>. En consecuencia, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) estima que el déficit presupuestario para el año fiscal 2018 habría sido de 3.9% del PIB (3.5% en 2017) y anticipa que se ubicaría en 4.6% en 2019<sup>9</sup>. Cabe destacar que, además de las medidas antes indicadas, el congreso estadounidense suspendió el techo de la deuda en febrero de 2018, el cual deberá ser discutido nuevamente antes del 1 de marzo de 2019.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense creció 2.9% en 2018 y crecería 2.4% 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 haber tenido algún impacto temporal sobre la producción durante el cuarto trimestre de 2018<sup>10</sup>; además, la incertidumbre política y los riesgos a la baja continuarían presentes,

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> La tasa de desempleo continúa por debajo de su nivel de largo plazo, que según las estimaciones de los miembros del FOMC a diciembre 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 siendo bajas en comparación con 2017; 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, permanecen en niveles inferiores a los observados previo a la recesión de 2007-2009.

<sup>7</sup> Los incrementos se realizaron en marzo, junio, septiembre y diciembre; en cada ocasión por 25 puntos básicos.

<sup>8</sup> El presupuesto público para año fiscal 2019 fue aprobado por el congreso estadounidense; sin embargo, algunas de las partidas correspondientes al gasto discrecional del gobierno no fueron asignadas a tiempo, por lo que, desde el 21 de diciembre de 2018, el funcionamiento de algunas de las agencias y servicios del gobierno permanece suspendido.

<sup>9</sup> 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).

<sup>10</sup> 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.

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 1.6% en el tercer trimestre de 2018, inferior al crecimiento registrado en el trimestre previo (2.2%). La desaceleración observada en la región durante 2018 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<sup>11</sup> 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 de 2018 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 monetaria<sup>12</sup>, 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 se ha moderado; 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 1.8% en 2018 y de 1.5% en 2019.

<sup>11</sup> Durante el tercer trimestre, el consumo privado estuvo limitado, en parte, por la moderación de la producción automotriz, la cual fue consecuencia de los retrasos en la evaluación de vehículos, luego de la introducción de estándares para las emisiones de gases en septiembre de 2018.

<sup>12</sup> Por el momento el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin cambios las tasas de interés de referencia; sin embargo, finalizó su programa de compras de activos en diciembre de 2018.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del tercer trimestre de 2018 se situó en 1.5%, superior al registrado en el trimestre previo (1.4%). 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*, la cual se ha incrementado<sup>13</sup>, en particular de las empresas medianas y grandes con presencia internacional.

En Japón, la actividad económica registró una contracción de 2.5%<sup>14</sup> en el tercer trimestre de 2018, después de haberse expandido 2.8% en el trimestre previo. Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de 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

<sup>13</sup> 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, a 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 periodo 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, se ha incrementado la incertidumbre sobre la posibilidad de que el parlamento británico apruebe el acuerdo, debido a que éste fue rechazado por dicho organismo en una votación efectuada el 15 de enero y no se tiene certeza sobre las acciones que el gobierno implementaría para atender las demandas de algunos parlamentarios, ni la anuencia de la Unión Europea a ceder ante las mismas.

<sup>14</sup> Corresponde a la segunda estimación y se refiere a la variación trimestral anualizada.

y la ocurrencia de desastres naturales<sup>15</sup>, los cuales impactaron la producción industrial y agrícola y la actividad exportadora, que también se vio afectada por la moderación del comercio mundial. Aunque éste es el segundo trimestre en el año en que la actividad económica se contrae, se proyecta que continuaría 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 expansiva<sup>16</sup> 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 (0.9% en 2018 y 1.1% en 2019).

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo en 2018 continuaron expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado y con una clara diferenciación entre países, en el contexto de una menor demanda externa, 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

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> En la reunión de julio de 2018, 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.

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 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 introdujeron medidas de estímulo fiscal (reducciones de impuestos tanto a trabajadores como a empresas y mayor gasto en infraestructura) y revertieron 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 América<sup>17</sup> y el deterioro de las expectativas de crecimiento en el corto plazo; no obstante, de

<sup>17</sup> 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% a inicios de 2019, 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. Adicionalmente, los Estados Unidos de América sugirió 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 provenientes de dicho país. Sin embargo, a inicios de diciembre, los presidentes de ambos países acordaron interrumpir los planes para implementar los incrementos a los aranceles anunciados, por un periodo de 90 días, durante el cual mantendrían negociaciones relacionadas con las transferencias de tecnología, la protección de la propiedad intelectual y las barreras no arancelarias al comercio, entre otros aspectos.

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 habría registrado 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 importantes que podrían condicionar el desempeño económico futuro.

En Rusia, luego de la notable aceleración en el segundo trimestre del año, la actividad económica perdió impulso. Según el Servicio Federal de Estadísticas (*Rosstat*, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico se situó en 1.3% en el tercer trimestre de 2018, por debajo del trimestre previo (1.9%). Dicho resultado refleja, fundamentalmente, la menor producción del sector agrícola, debido a condiciones climáticas desfavorables y a una cosecha tardía, y la moderación del consumo de los hogares, asociado al deterioro en los niveles de confianza, tras la aprobación de la reforma del sistema de pensiones impulsada por el gobierno, así como el efecto negativo de las sanciones comerciales y financieras internacionales<sup>18</sup>, lo cual contrarrestó el desempeño

---

<sup>18</sup> 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 impuso 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 UE 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 UE, Australia, Canadá y Noruega y aprobó una amplia gama de restricciones para las empresas estadounidenses en Rusia.

positivo del sector industrial y energético, consecuencia del incremento en el precio internacional del petróleo. En los próximos trimestres, la recuperación económica estaría respaldada por el aumento del gasto de los hogares, el cual es apoyado por un mercado laboral sólido (con una tasa de desempleo próxima a su nivel de largo plazo), una inflación moderada y el crecimiento de las exportaciones, consistente con el aumento de la producción de petróleo. Sin embargo, el proceso de consolidación fiscal (especialmente, el aumento del IVA a partir de 2019), 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 continuó a un ritmo moderado, incluso a un ritmo más gradual de lo previsto, principalmente ante la fuerte contracción en Argentina y Venezuela, así como el modesto desempeño durante el primer semestre del año en Brasil y México; no obstante, siguió 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 política<sup>19</sup> y la vulnerabilidad externa en

---

<sup>19</sup> Aunque los riesgos políticos disminuyeron luego de los procesos electorales en Colombia, México y Brasil, así como ante el cambio de gobierno en Chile y Perú, las tensiones políticas aumentaron 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.

Argentina<sup>20</sup>, 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 1.3% en el tercer trimestre de 2018, por encima de lo observado en el trimestre previo (0.9%), recuperándose del efecto negativo de la huelga de camioneros en mayo, aunque el entorno económico continúa siendo complejo, debido a la incertidumbre sobre el plan económico del próximo gobierno y en materia comercial. Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al repunte de la inversión, impulsado por el régimen fiscal especial para fomentar las actividades de exploración y producción de petróleo y gas natural, y al aumento del consumo privado, respaldado por las menores tasas de interés y el fortalecimiento del mercado laboral, así como por cierta mejora en la confianza del consumidor. En ese contexto, la economía brasileña seguirá recuperándose de forma lenta, apoyada por el mayor dinamismo de la demanda interna, especialmente de la inversión; no obstante, todavía enfrenta importantes riesgos en el ámbito político y fiscal<sup>21</sup> que, de materializarse, limitarían un proceso de recuperación más robusto.

En México, el entorno económico continuó siendo complejo, aunque el anuncio respecto al acuerdo comercial alcanzado con los Estados Unidos

de América y Canadá<sup>22</sup> y la celebración de las elecciones presidenciales en julio contribuyeron 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 2.5% en el tercer trimestre de 2018, ligeramente inferior al del trimestre previo (2.6%), apoyado por el impulso del sector de servicios, ante el repunte en la confianza de los consumidores tras los comicios, y el aumento de la producción industrial, atribuido a la mejora en el desempeño de sector manufacturero y la incipiente recuperación de la construcción; en contraste con la tendencia decreciente que persistió en el sector de minería, como reflejo de la débil producción de petróleo y gas. En ese contexto, el desempeño positivo del consumo privado y el fortalecimiento de la demanda externa, asociado al crecimiento del sector manufacturero estadounidense, continuaron respaldando el crecimiento económico, 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, continuó mostrando un desempeño positivo

<sup>20</sup> 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 millardos, 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 millardos. 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.

<sup>21</sup> 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.

<sup>22</sup> El 30 de septiembre de 2018, las autoridades de gobierno de los Estados Unidos de América, México y Canadá anunciaron 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), el cual fue firmado por los presidentes de los tres países a inicios de diciembre, en el marco de la cumbre del G-20 en Argentina. 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 de 2019.

(2.3% en 2018), aunque menor al de 2017 (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 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, habría registrado una caída de 4.0% en 2018 y se prevé que mantendría una contracción similar en 2019. Además, la región está 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.

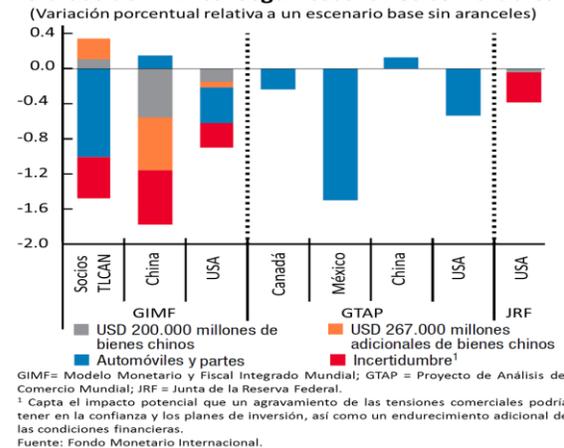
## RECUADRO 1 EFECTOS DE LA IMPOSICIÓN DE ARANCELES POR PARTE DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y REPREESALIAS DE SUS SOCIOS COMERCIALES

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 antes de que finalice 2018. 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.

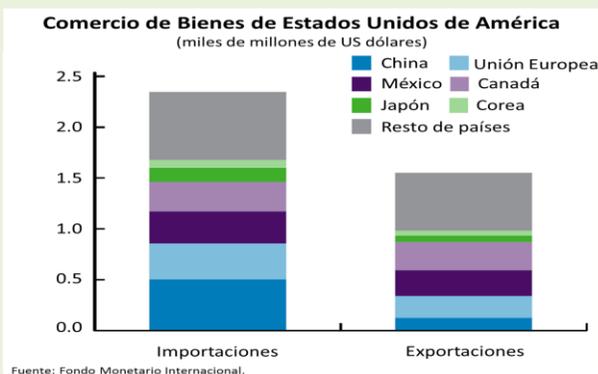
Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron una cifra US\$2.4 billones en 2017, de los cuales aproximadamente dos tercios fueron exportaciones de bienes. Vale destacar que la República Popular China, la Zona del Euro, así como Canadá y México (miembros del actual Tratado de Libre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

**Pérdidas del PIB real según escenarios comerciales**



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.



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.

## 2. Mercados financieros internacionales

A lo largo de 2018, los mercados financieros internacionales mostraron 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 nuevamente a partir de octubre, mientras que en las economías de mercados emergentes tendió a ser más pronunciado y persistente desde mediados del 2018. 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 comerciales<sup>23</sup>; 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, debido a 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 cambias pronunciadas.

En las economías avanzadas, los índices accionarios registraron disminuciones respecto de los niveles observados a finales de 2017, influenciados, fundamentalmente, por 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 de 2018 en los precios de las acciones se revirtió a partir de 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 comercial<sup>24</sup>; y los temores de una materialización de los riesgos geopolíticos; a lo que, hacia finales del año anterior, se sumaron las perspectivas de moderación del crecimiento económico y la incertidumbre en torno al cierre parcial del gobierno de ese país. Lo anterior provocó que los índices accionarios eliminaran 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 incertidumbre política, particularmente en Italia<sup>25</sup>; de las turbulencias financieras registradas en algunas economías emergentes, especialmente en Turquía<sup>26</sup>, dados los riesgos que éstas 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

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> Luego de que se disiparan las preocupaciones alrededor del proceso de formación del gobierno italiano en el segundo trimestre del año, la incertidumbre política durante el segundo semestre estuvo asociada al proceso de aprobación del presupuesto público para el ejercicio fiscal 2019, debido a que, según la Comisión Europea, algunas de las medidas incluidas en el mismo afectarían la trayectoria y sostenibilidad de la deuda pública, por lo que anunció que recomendaría al Consejo Europeo que aplicara 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. Sin embargo, en diciembre, el gobierno de Italia presentó un presupuesto que evitaría que dicha Comisión procediera con la recomendación indicada, el cual fue aprobado a finales de dicho mes por el parlamento italiano.

<sup>26</sup> La fuerte depreciación de la lira turca (20.9% en 2018) 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.

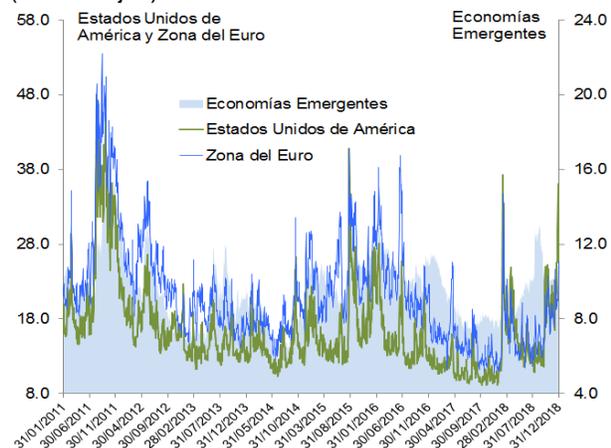
<sup>23</sup> Las represalias anunciadas por la República Popular China ante el incremento de los aranceles por parte de los Estados Unidos de América incluyen medidas tanto cuantitativas (aranceles) como cualitativas (no arancelarias).

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 mostraron un incremento en los últimos meses de 2018, 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 en Italia, el incremento fue consecuencia de la incertidumbre política, lo cual también provocó incrementos temporales en los rendimientos de España y Portugal. En general, a lo largo de 2018 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 1**

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



(1) Al 31 de diciembre 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*.

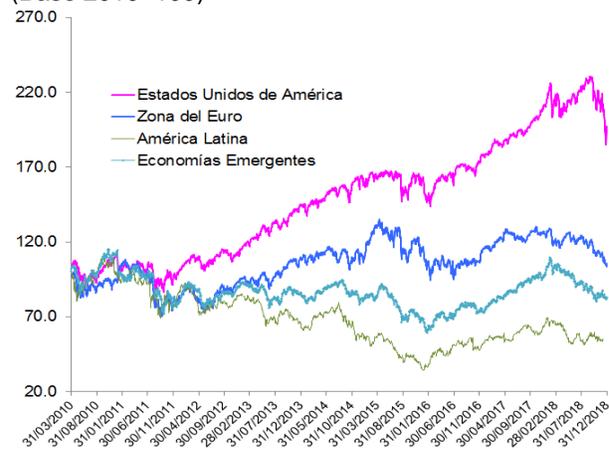
En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, a pesar de la relativa resiliencia mostrada en los primeros meses de 2018, respaldada por la mejora en las perspectivas macroeconómicas mundiales y por el aumento de los precios de las materias primas, los mercados financieros han enfrentado crecientes niveles 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 Argentina<sup>27</sup> 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

<sup>27</sup> 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. Como se indicó, 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.

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 en el 2018 en algunos países y el incremento de las tensiones comerciales a nivel mundial; mientras que en otros países, esta tendencia empezó a revertirse recientemente. En particular, Chile, Colombia y México continuaron registrando pérdidas respecto de 2017, a pesar de que el crecimiento de la actividad económica continuó siendo favorable 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 de 2017. 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 2

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



(1) Al 31 de diciembre de 2018.

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

Fuente: *Bloomberg*.

## RECUADRO 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.

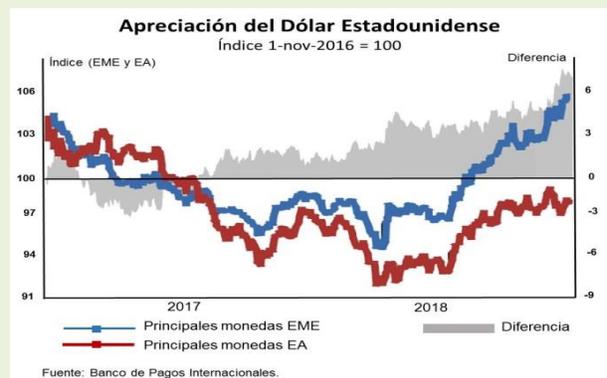
De acuerdo con el índice de condiciones financieras elaborado por *Bloomberg*, en los Estados Unidos de América las condiciones financieras continúan siendo acomodaticias, mientras que en otras economías avanzadas (EA) se observa un ligero endurecimiento de las mismas, particularmente en la Zona del Euro, explicado por el anuncio del Banco Central Europeo de dar por concluidos sus programas de compra de activos antes de que finalice 2018. 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.

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 2018, 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.

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

### 3. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante la mayor parte de 2018, los precios internacionales del maíz y el trigo mostraron una tendencia al alza, al igual que el petróleo en los primeros tres trimestres del año; comportamiento asociado, por una parte, al dinamismo de la actividad económica mundial, que implicó 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. No obstante, a inicios del tercer trimestre, el precio del petróleo registró una significativa reducción derivado de factores tanto de oferta, como de demanda. Respecto al 31 de diciembre de 2017, el precio internacional del petróleo mostró una disminución de 24.84%, en tanto que el del maíz amarrillo y del trigo registraron aumentos de 7.03% y 17.84%, 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

Hasta el tercer trimestre de 2018, el precio internacional del petróleo mostró una tendencia al alza, resultado de 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 producción<sup>28</sup>, 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. A inicios del cuarto trimestre de 2018, el precio del petróleo experimentó nuevas alzas y alcanzó precios alrededor de US\$75.00 por barril, asociado a las menores exportaciones del crudo por parte de Irán (el tercer mayor productor de la OPEP), resultado de las sanciones comerciales impuestas por Estados Unidos de América, luego que dicho país se retirara del Acuerdo Nuclear Multinacional con Irán firmado en

<sup>28</sup> 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 extendió 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 de 2018.

2015<sup>29</sup>; 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 disminuyó de manera significativa, revirtiendo el aumento acumulado que se venía observando, debido a la moderación en las perspectivas de consumo energético, asociada a una menor previsión de crecimiento económico mundial respecto de inicios de año. Asimismo, por el lado de la oferta, las excepciones hechas por el Departamento de Estado estadounidense a las sanciones comerciales contra Irán<sup>30</sup>; el 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, incidieron en la baja del precio del barril de crudo.

A pesar de dicha moderación, el precio del petróleo, en promedio, continuó por arriba del registrado en 2017, manteniéndose en US\$64.77 por barril (US\$50.95 por barril en 2017), aunque con alta volatilidad.

#### Gráfica 3

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

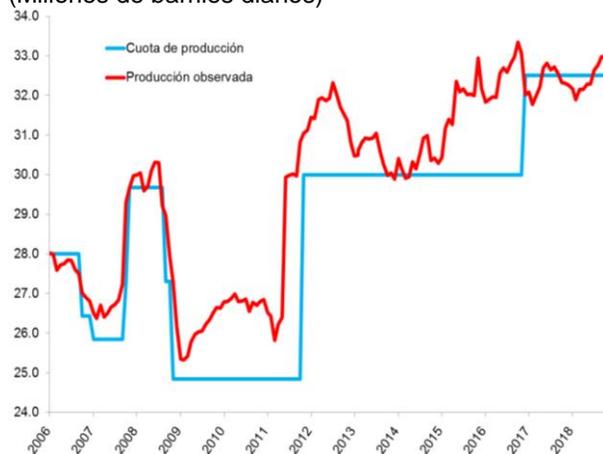
<sup>29</sup> El acuerdo denominado "Plan de Acción Integral Conjunto (JCPOA, por sus siglas en inglés), firmado por los Estados Unidos de América, la República Popular China, Rusia, Reino Unido, Francia y Alemania con Irán en 2015 permitía disminuir drásticamente el enriquecimiento de Uranio de Irán y levantaba las sanciones comerciales impuestas contra este país.

<sup>30</sup> 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.

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 de 2018 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 Venezuela<sup>31</sup>, Libia<sup>32</sup> 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 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 de 2018, para ayudar a equilibrar las condiciones de oferta y demanda en el mercado.

**Gráfica 4**

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



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

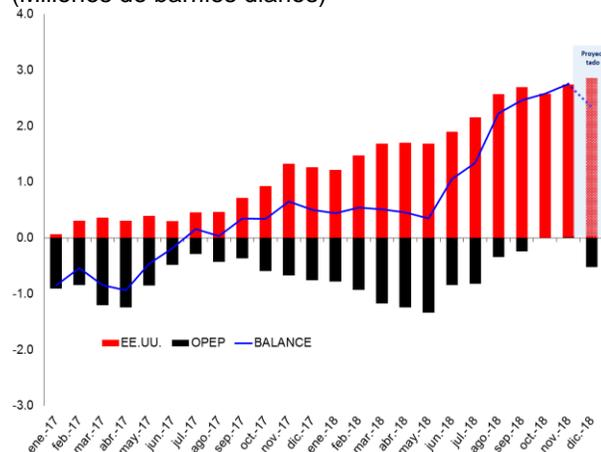
<sup>31</sup> A diferencia de los recortes voluntarios en Arabia Saudita, la disminución de la producción de crudo en Venezuela, que en 2017 registró su nivel más bajo en las últimas tres décadas, se atribuye, fundamentalmente, a la falta de inversión en infraestructura extractiva y las sanciones comerciales y financieras impuestas por los Estados Unidos de América.

<sup>32</sup> 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.

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*), estuvo asociado al mayor precio internacional del petróleo, que hizo más rentable su producción; a las mejoras en la eficiencia en el proceso de extracción; y al estímulo fiscal implementado en 2018. Como resultado, el vigoroso aumento en la producción estadounidense compensó la menor oferta de la OPEP, supliendo, parcialmente, la demanda mundial de combustibles y contribuyó al incremento de los niveles de inventarios del crudo, particularmente en los últimos meses del año.

**Gráfica 5**

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 diciembre de 2018 para la OPEP y a noviembre de 2018 para EE.UU.

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 diciembre, estima que en 2018 la producción mundial de petróleo alcanzó los 100.4 mbd, mayor en 2.7 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 implica un superávit (0.1 mbd) entre la oferta y la demanda mundial de crudo, en contraste con el déficit de 1.0 mbd registrado en 2017.

### Cuadro 1

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

Descripción	2017 <sup>(a)</sup>	2018 <sup>(b)</sup>	Variación 2018/2017
Oferta	97.7	100.4	2.7
Demanda	98.7	100.3	1.6
Balance (oferta - demanda)	-1.0	0.1	-----

(a) Cifras preliminares.

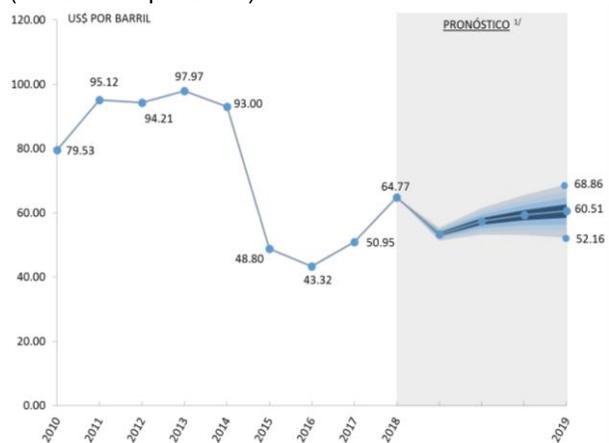
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: *IHS Energy*, diciembre de 2018

En el contexto descrito, el precio promedio se situó en US\$64.77 por barril en 2018 y su proyección en el escenario base, anticipa que en promedio el barril se ubique en US\$60.51 en 2019, en ambos casos superiores al precio promedio observado en 2017 (US\$50.95 por barril).

### Gráfica 6

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



(1) Con información al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

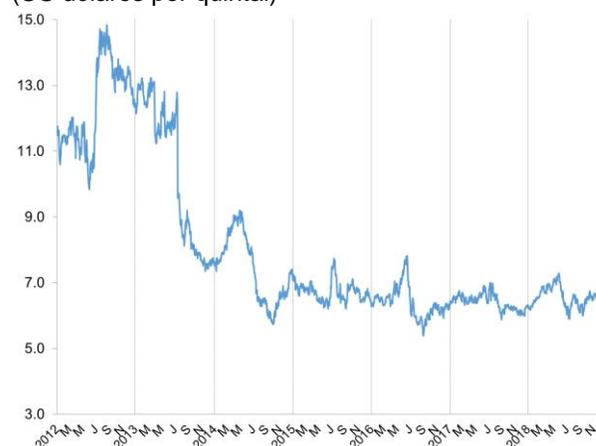
### b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante el primer semestre de 2018, 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 parcialmente en el tercer trimestre, producto de perspectivas de mayores cosechas, ante la 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. No obstante, el precio del maíz amarillo repuntó en diciembre, debido al incremento de la demanda mundial por dicho cereal.

### Gráfica 7

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



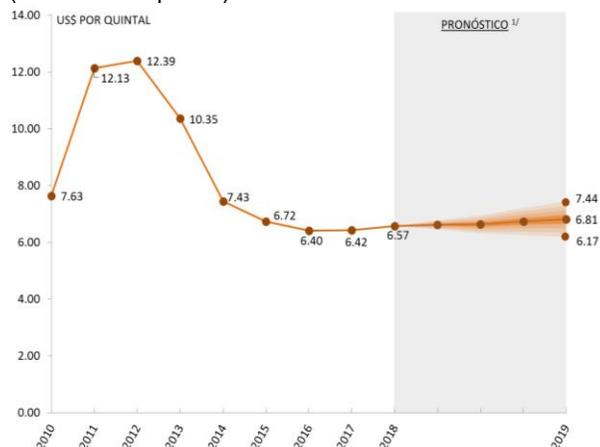
(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

En ese contexto, el precio promedio del grano evidenció un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2017 (US\$6.42 por quintal), ubicándose en US\$6.57 por quintal en 2018, comportamiento que se mantendría en 2019, al alcanzar un precio de US\$6.81 por quintal en el escenario base.

### Gráfica 8

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



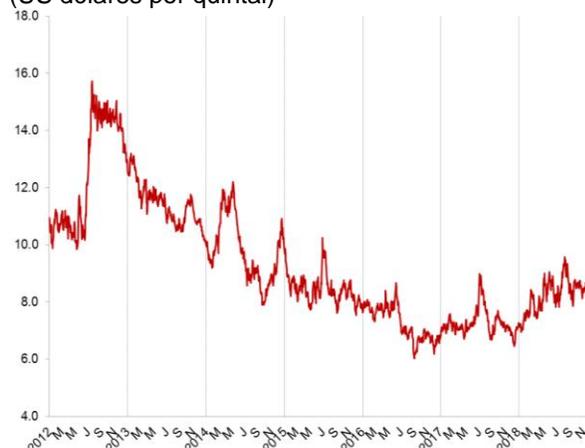
(1) Con información al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

El precio internacional del trigo registró una tendencia al alza desde finales de 2017, alcanzando niveles, en agosto de 2018, 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, moderaron los precios en los últimos meses del año anterior.

### Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

En cuanto al precio promedio por quintal, éste registró alza respecto del precio promedio registrado en 2017 (US\$7.26 por quintal), situándose en US\$8.25 por quintal en 2018, tendencia que continuaría en 2019, al situarse en US\$8.50 por quintal en el escenario base, principalmente debido a factores de oferta.

### Gráfica 10

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

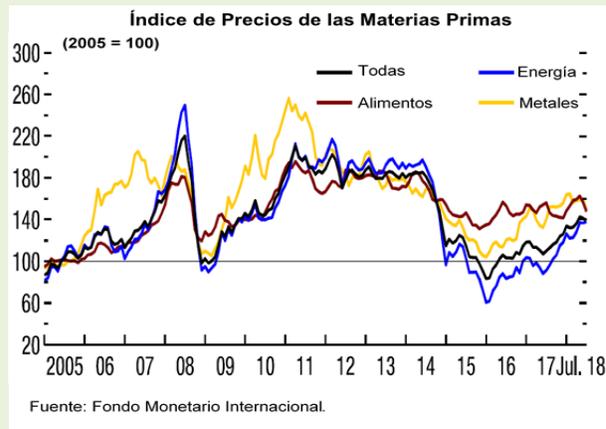


(1) Con información al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

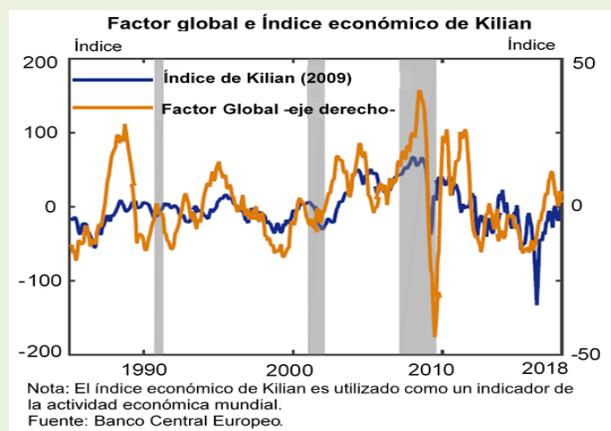
### RECUADRO 3 FACTORES COMUNES EN EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LAS PRINCIPALES MATERIAS PRIMAS

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.



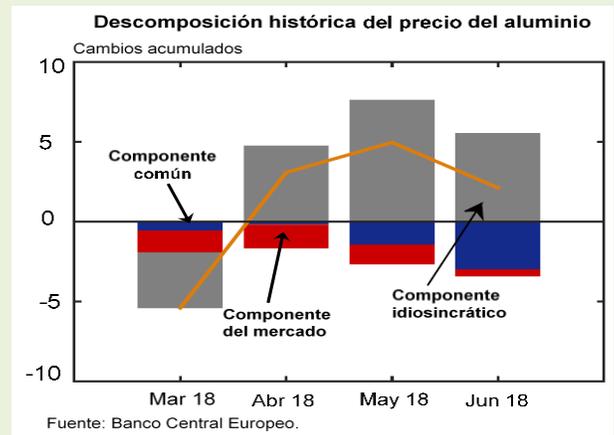
En ese contexto, con el propósito de analizar los movimientos de los precios internacionales de las materias primas, los economistas del Banco Central Europeo (BCE) Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017), elaboraron un modelo econométrico para descomponer los precios de las principales materias primas 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 de 2018, 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.

#### 4. Inflación y política monetaria

Durante 2018, la inflación internacional, en términos generales, aumentó en la mayor parte del año debido a precios más altos de algunas materias primas, como los combustibles, aspecto que se revirtió en los últimos dos meses del año. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles similares a los del año previo y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales en casi todos los países (con excepción del Reino Unido) resultado, principalmente, de los mayores precios observados en los rubros de energía y de algunos precios básicos. Dicha situación no se evidenció 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 la mayor parte de 2018. En diciembre, el ritmo inflacionario se situó en 1.91%, como consecuencia de la disminución del precio de los combustibles en los últimos dos meses de 2018, que compensó las presiones inflacionarias derivadas del fuerte 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, en congruencia 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 incrementó el rango objetivo de la tasa de interés de fondos federales en 25 puntos básicos en cuatro ocasiones, en marzo a un rango entre 1.50% y 1.75%, en junio a uno entre 1.75% y 2.00%, en septiembre a uno entre 2.00% y 2.25% y en diciembre a uno entre 2.25% y 2.50%, como lo anticipaba el mercado. Adicionalmente, la FED continuó con el proceso de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017; en ese contexto, a finales de 2018, dicha hoja disminuyó alrededor de US\$385.5 millardos.

En la Zona del Euro, la inflación mostró un repunte a partir de mayo, aunque dicho comportamiento se revirtió en diciembre de 2018, ubicándose en 1.57%, por debajo, del valor de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE), debido a los menores precios observados a finales del año en el rubro de energéticos, a pesar de la expansión económica y el crecimiento de los salarios. En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo 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, en diciembre de 2018, el BCE anunció el fin del programa mensual de compras de activos, acorde a lo anticipado por dicho banco central.

En el Reino Unido, la inflación se desaceleró en 2018, aunque se situó por arriba de la meta (2.0%), alcanzando un nivel de 2.10% en diciembre. Dicho comportamiento se asoció, principalmente, a la persistencia de los efectos de la depreciación de la libra esterlina, a los aumentos en los precios internacionales de los combustibles y al incremento de las presiones inflacionarias internas, asociadas, particularmente, al aumento de los precios minoristas. En ese sentido, el Comité de Política Monetaria, incrementó en 25 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria en su reunión de agosto, situándola en 0.75%; en tanto que en las reuniones de septiembre, octubre y diciembre, 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 de 2018, la tasa de inflación mostró un repunte a partir de junio, alcanzando su tasa más alta en octubre (1.40%) aunque por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés), comportamiento asociado al incremento de los precios internos de la energía y de los alimentos. No obstante, la reducción del precio internacional del petróleo observada a finales del año y los menores precios de los alimentos, influyó para que la inflación cerrara en 0.30% en diciembre. Por su parte, el Comité de Política del BOJ, en su reunión de diciembre, 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 11

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



(1) Datos a diciembre 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 2018, 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 ciertos 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, provocó salidas de capital en algunas de estas economías, lo que obligó 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 de 2018 (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 2.40% en diciembre, por debajo de la meta de 3.0% del gobierno debido, entre otros factores, a la desaceleración de la demanda por las disputas comerciales que sostiene con los Estados Unidos de América 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 términos generales, una tendencia a la desaceleración a lo largo de 2018, 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, en diciembre la inflación evidenció un leve repunte hasta situarse en 4.83%, 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 a nivel interno, los cuales retrasaron 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 y en diciembre decidió incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia, ubicándola en 8.25%, 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 de 2018; 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 diciembre, la inflación se situó en 3.75%, 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 las reuniones restantes de 2018, siendo éste el nivel mínimo histórico.

En Chile, la inflación mostró una tendencia alcista a lo largo de 2018, aunque en diciembre se moderó levemente al ubicarse en 2.57%, 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. Asimismo, influyó la evolución favorable de las condiciones macroeconómicas y sus perspectivas. El Banco Central estima que el crecimiento económico expansivo en el último trimestre de 2017 y en los primeros dos trimestres de 2018, generaron el cierre de la brecha del producto, por lo que en octubre de 2018 inició 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 durante el resto del año.

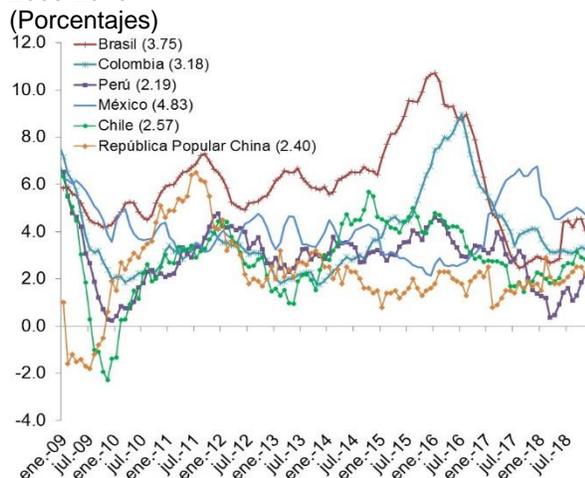
En Colombia, la inflación registró una disminución en 2018 y se acercó a la meta de inflación establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), comportamiento asociado, en parte, al desvanecimiento del efecto atribuido al aumento de los impuestos a principios de 2017 y por la amplia oferta de alimentos que redujo el precio de los mismos. No obstante, la desaceleración de la inflación fue compensada por la moderación del crecimiento de la demanda interna lo cual influyó en que la inflación se estabilizara, aunque levemente por encima del valor central de la meta, ubicándose en diciembre en 3.18%. 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.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 2.19% en diciembre, 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 durante 2018 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 12

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



(1) Datos a diciembre de 2018.

Fuente: Bancos centrales.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación fluctuó 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 en la mayor parte del año se evidenciaron 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 el incremento de las presiones de demanda interna.

## RECUADRO 4 POLÍTICA MONETARIA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: EXPERIENCIA DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE AMÉRICA LATINA CON METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

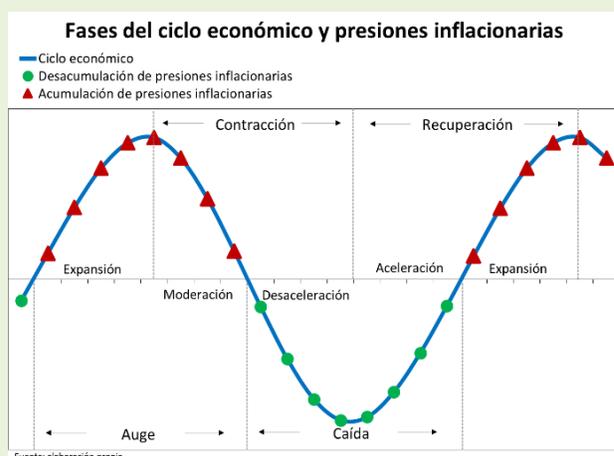
Durante las dos décadas precedentes a la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, hubo consenso que el principal mandato de la política monetaria debía ser el mantenimiento de una inflación baja y estable y que, una vez cumplido dicho objetivo, el producto se mantendría alrededor de su nivel 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)<sup>1</sup>, 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 inflación<sup>2</sup>; 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 el 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 potencial<sup>3</sup>. 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 plazo<sup>4</sup>, 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.



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> El Banco 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.

<sup>3</sup> El proceso de toma de decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia del Banco de la República de Colombia.

<sup>4</sup> 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 minutos de bancos centrales seleccionados. Banco Mundial (2017). “Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean”. Octubre.

## B. INTERNO

### 1. La actividad económica

En 2018, el crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima haya cerrado 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.

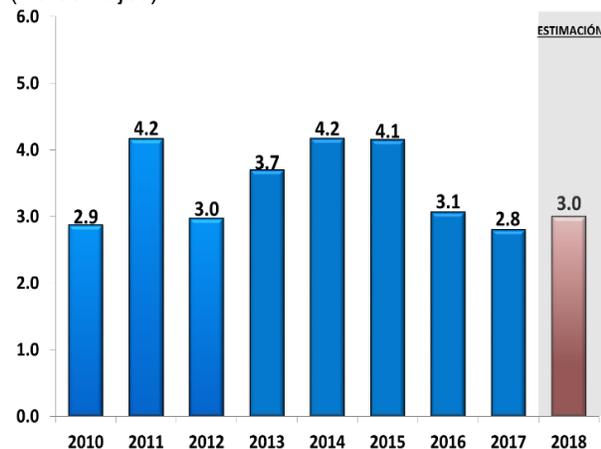
En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando una disminución, en términos reales, de 5.2%, en contraste al aumento observado en 2017 (2.1%), explicada, fundamentalmente, por la reducción del volumen exportado de níquel, azúcar, petróleo, banano, 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 13**

Producto Interno Bruto (1)  
(Porcentajes)



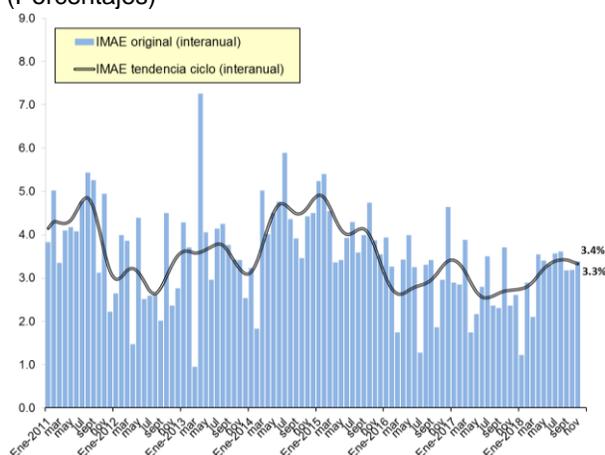
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

**Gráfica 14**

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



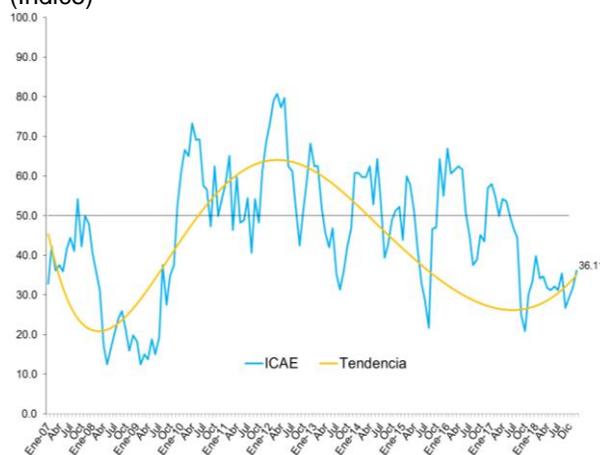
(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a noviembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 15**

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



(1) Con información a diciembre de 2018.

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

En cuanto al ICAE, éste se ubicó en 36.11 puntos en diciembre, superior al nivel observado el mismo mes de 2017 (33.34 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 diciembre 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.

## 2. Entorno inflacionario y variables de política monetaria

### a) Evolución de la inflación

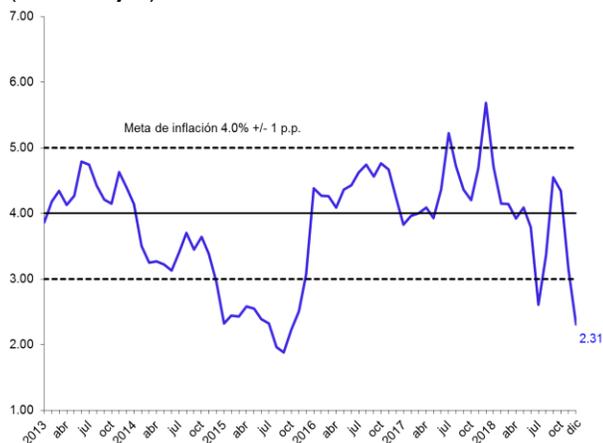
A diciembre de 2018, el ritmo inflacionario se situó en 2.31%, valor que se encuentra por debajo del límite inferior de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual). Entre enero y julio de 2018, la evolución de precios mostró la reversión de los choques de oferta 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 y diciembre, se revirtieron los aumentos en los precios medios del maíz blanco y de algunas hortalizas (especialmente la cebolla, el guisquil 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 gasolinas 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 (de alrededor de 40%), 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 tanto en noviembre como en diciembre.

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. Sin embargo, a partir de noviembre, pero especialmente diciembre, se registró una disminución en el precio medio del gas propano que contrarrestó la tendencia al alza que venía registrando esta división la mayor parte del año.

### Gráfica 16

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (Porcentajes)

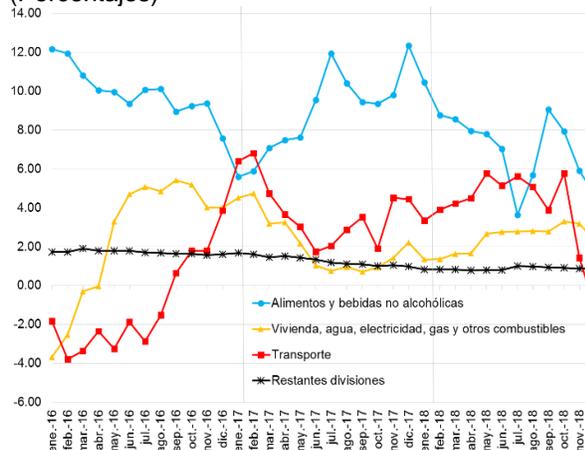


(1) Con información a diciembre de 2018. Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En ese contexto, la trayectoria de la inflación, a lo largo de 2018, 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 17

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



(1) Con información a diciembre 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 diciembre, esta división de gasto mostró cierta volatilidad aunque con una tendencia a la baja, asociada, fundamentalmente, a condiciones climáticas adecuadas en algunas de las principales regiones productoras, registrando al último mes de 2018 una variación interanual de 4.65%. Dicha división está compuesta por diez grupos de gasto<sup>33</sup>, 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 moderado<sup>34</sup>. Por su parte, desde julio de 2018 el

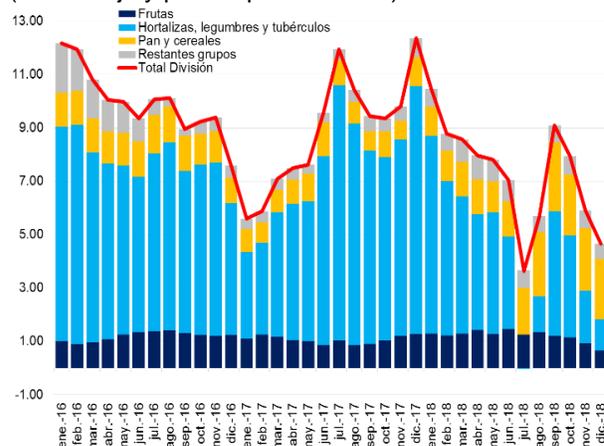
<sup>33</sup> Pan y cereales; carnes; pescados y mariscos; productos lácteos, quesos y huevos; aceites y grasas; frutas; hortalizas, legumbres y tubérculos; azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar; otros productos alimenticios; y aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta.

<sup>34</sup> 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; aunque en el resto de regiones, las lluvias fueron más consistentes con el comportamiento histórico.

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.

**Gráfica 18**

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



(1) Con información a diciembre de 2018.

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

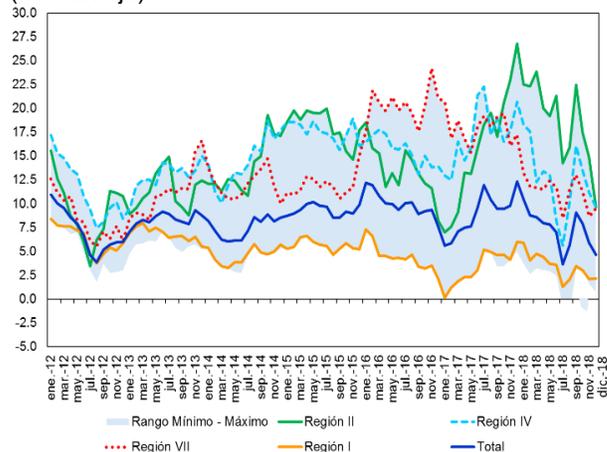
Adicionalmente, la inflación de la división de alimentos, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan presiones en los precios finales de los productos, como: la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos; 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 19**

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



(1) Con información a diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

En lo referente a la división de transporte, ésta mostró una significativa moderación entre noviembre y diciembre 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 diciembre presentó un incremento, el cual está asociado, fundamentalmente, a los tres incrementos en los pliegos tarifarios trimestrales del servicio de electricidad durante 2018<sup>35</sup>, tanto para la tarifa social como para la tarifa no social, autorizado por la

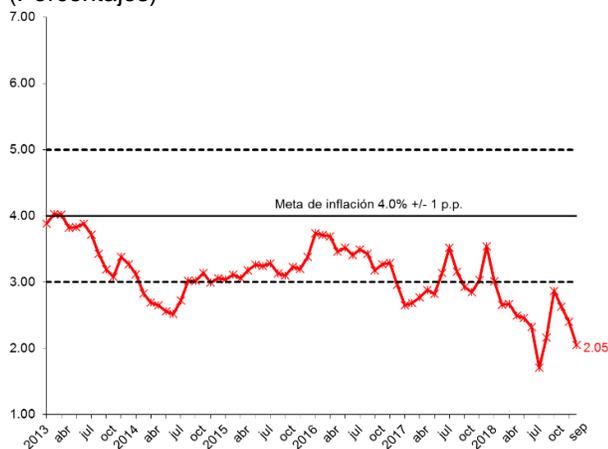
<sup>35</sup> Trimestres de febrero a abril y de mayo a julio de 2018; mientras que para el trimestre de agosto a octubre de 2018 se registró una reducción en el costo del servicio. Vale indicar que para el trimestre de noviembre de 2018 a enero de 2019, nuevamente se registró un incremento en las tarifas, asociado al incremento en los costos de generación de acuerdo a la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE).

Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE); mientras que el aumento observado en el precio del gas propano de octubre, se revirtió parcialmente entre noviembre y diciembre.

En cuanto a la inflación subyacente, 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 diciembre registró una variación interanual de 2.05%, 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 de 2018.

### Gráfica 20

Inflación Subyacente (1)  
(Porcentajes)

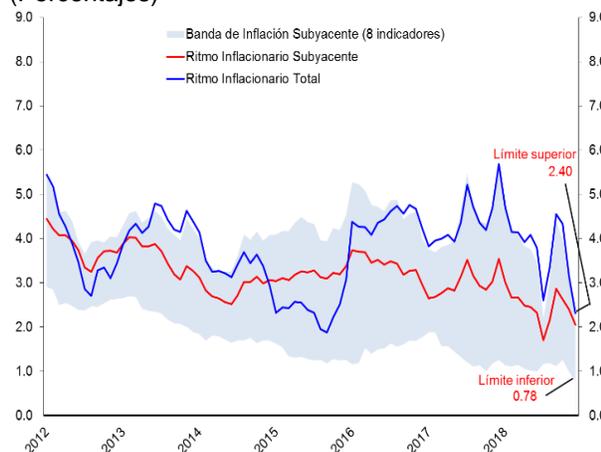


(1) Con información a diciembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

Cabe indicar que el Banco de Guatemala elabora ocho diferentes medidas de inflación subyacente, 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 21). Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a diciembre de 2018, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 0.78% y 2.40%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación han tenido una incidencia limitada.

### Gráfica 21

Inflación Subyacente (1)  
(Porcentajes)

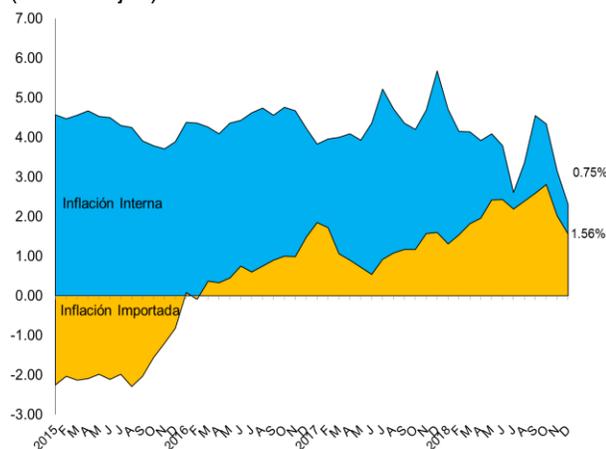


(1) Con información a diciembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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 diciembre de 2018, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 0.75% y la importada de 1.56%.

### Gráfica 22

Composición de la Inflación Total (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a diciembre 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 de ese año y mantenerla en ese nivel durante las sesiones de Junta Monetaria para decisión de tasa de interés líder de política monetaria realizadas durante 2018, 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. 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.

## b) Proyecciones y expectativas de inflación para el corto plazo

### i) Pronósticos de corto plazo

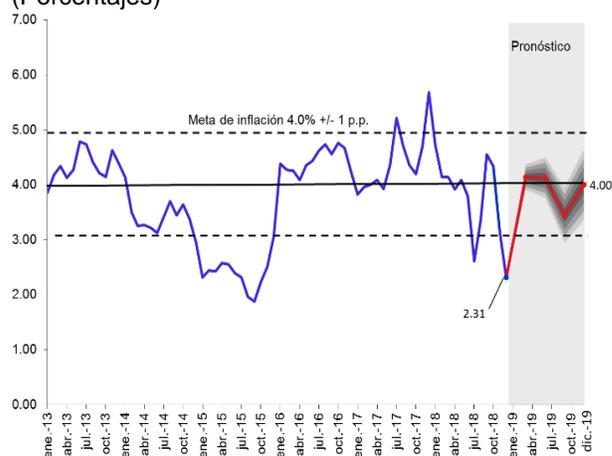
Las proyecciones indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 4.00% para diciembre de 2019, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual).

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 durante 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 23

Ritmo Inflacionario Total (1)  
(Porcentajes)



(1) Información observada a diciembre de 2018 y proyectada a diciembre 2019.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

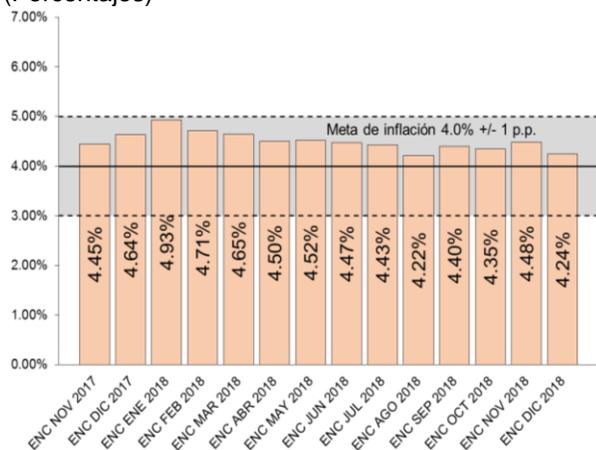
### ii) Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados<sup>36</sup>, anticipan que el ritmo inflacionario total 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 4.24% 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.

<sup>36</sup> Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en diciembre de 2018.

**Gráfica 24**

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



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

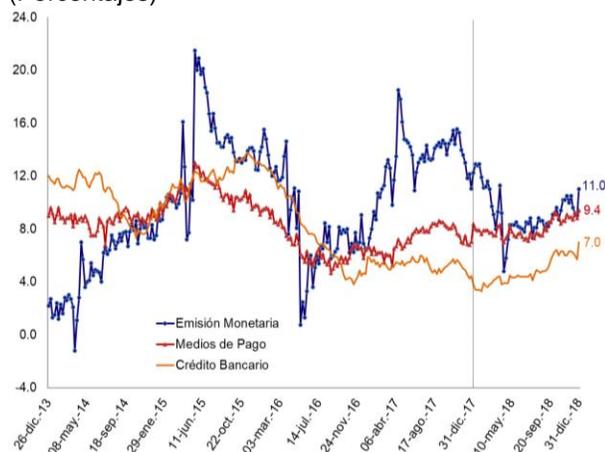
### c) Variables informativas de la política monetaria

#### i) Agregados monetarios y de crédito

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

**Gráfica 25**

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



(1) Variación interanual observada al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

### Emisión monetaria

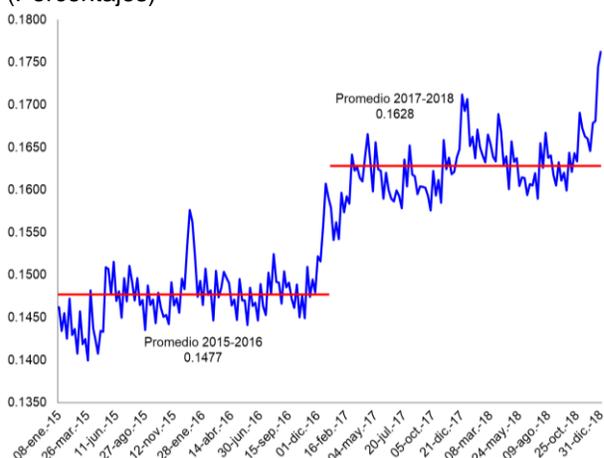
Durante 2018, el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria mostró una moderación respecto de lo observado en 2017. Este comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial que obedece, principalmente, a sus 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 moderó 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 de 2018 éste mostró niveles levemente inferiores a los estimados, se comportó 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 liquidez<sup>37</sup>. 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 de 2018. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez, en promedio, durante 2017-2018 se ubicó en 0.1628, superior al valor promedio observado en los años previos (0.1477).

<sup>37</sup> El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Éste es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

**Gráfica 26**

**Coefficiente de Preferencia de Liquidez (1) (2)**  
(Porcentajes)



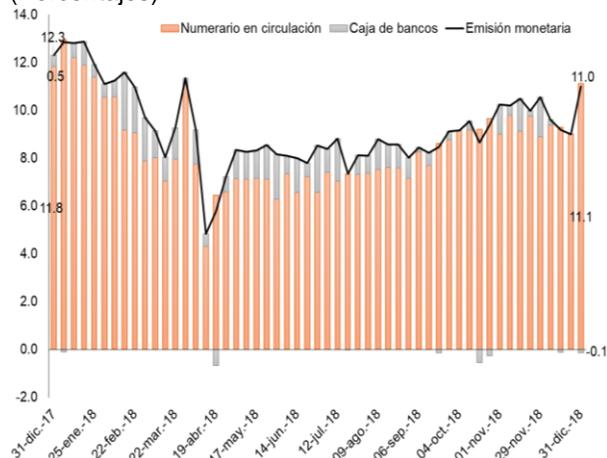
(1) Numerario en circulación/captaciones totales.

(2) Al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 27**

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



(1) Al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observó que, al 31 de diciembre de 2018, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 13.2%, contribuyendo con 11.1 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 -0.8% con una incidencia que pasó de 0.5 puntos porcentuales a finales del año anterior a -0.1 puntos porcentuales (gráfica 27).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario<sup>38</sup> no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria, la posición de encaje de los bancos y los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

### Medios de pago

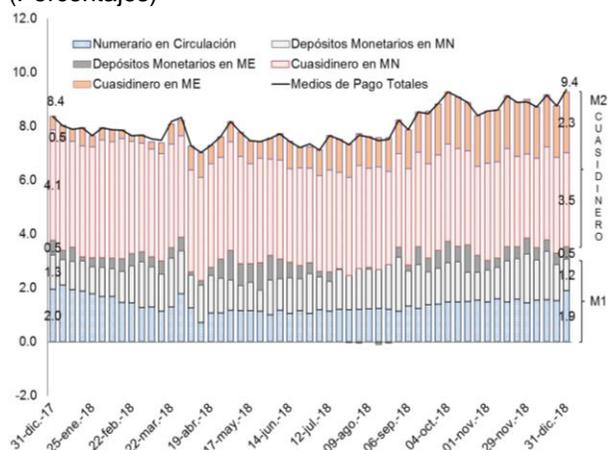
Los medios de pago (M2), al 31 de diciembre de 2018, registraron un crecimiento interanual de 9.4% (8.4% en diciembre de 2017). En 2018, el crecimiento de los medios de pago se explicó, principalmente, por el dinamismo mostrado por el cuasidinero.

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 82.0% de dicho agregado y, al finalizar 2018, éstos muestran un crecimiento interanual de 7.9%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera al 31 de diciembre registraron una variación interanual de 16.6% (6.0% en diciembre de 2017).

<sup>38</sup> Al 31 de diciembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$1,206.4 millones equivalente a Q8,997.7 millones.

**Gráfica 28**

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



(1) Con información al 31 de diciembre 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)<sup>39</sup> ha reflejado un crecimiento estable (8.2% al 31 de diciembre). Los depósitos monetarios en moneda nacional, al 31 de diciembre de 2018, mostraron una incidencia de 1.2 puntos porcentuales levemente inferior 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 1.9 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2018. Por su parte, el cuasidinerero<sup>40</sup>, en moneda nacional y extranjera, ha mostrado una tasa de variación interanual de 7.6% y 26.8%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido elevados al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2017 al 31 de diciembre de 2018 en Q4,676.9 millones.

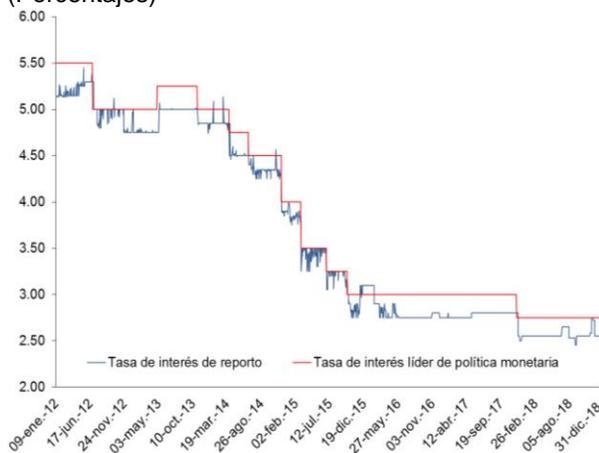
Los amplios niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporte a un día, la cual en 2018, se ubicó aproximadamente 18 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, alrededor de 2.57%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

<sup>39</sup> Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

<sup>40</sup> Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

**Gráfica 29**

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



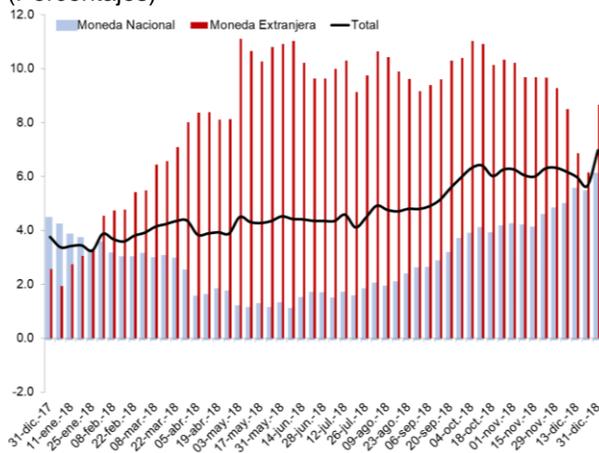
(1) Con información al 31 de diciembre de 2018.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

### Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 31 de diciembre registró un crecimiento interanual de 7.0%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (8.7%), y en menor medida, al crédito en moneda nacional que creció 6.1%.

**Gráfica 30**

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



(1) Con información al 31 de diciembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

El crédito al sector privado en moneda nacional evidenció un ritmo de

crecimiento moderado (2.9%, en promedio, en el transcurso de 2018), explicado principalmente por el comportamiento del crédito destinado al consumo y por una recuperación del crédito otorgado al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 69.6% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 31 de diciembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 4.0%, en tanto que al sector empresarial mayor aumentó 10.7%.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 31 de diciembre, creció a un ritmo de 8.7%, asociado, principalmente, a una recuperación de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor del 88.5% del financiamiento concedido en dicha moneda), asociado entre otros factores, al desempeño del crédito para el sector de industrias manufactureras y de comercio, los cuales, a noviembre, mostraron tasas de crecimiento de 13.2% y de 10.1%, respectivamente.

Al analizar el crédito al sector privado total por tipo de deudor durante 2018, destaca 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.

### Gráfica 31

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

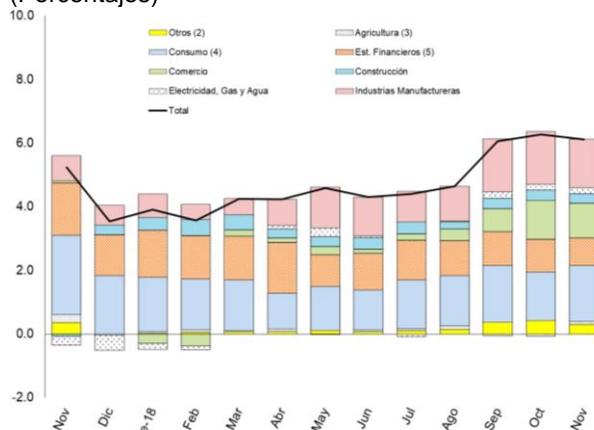


(1) Con información al 31 de diciembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

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: consumo (con una variación interanual de 4.6%), industrias manufactureras (13.0%) y comercio (7.6%).

### Gráfica 32

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



(1) Con información a noviembre 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.

### ii) Tipo de cambio real

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 tercer trimestre de 2018, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los modelos 1 y 2<sup>41</sup> estiman una leve sobredepreciación de 2.95% y 2.77%, respectivamente, dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 también registra una sobredepreciación de 7.39%, como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>42</sup>. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un ITCER en equilibrio. Por su parte, cuando el indicador se encuentra entre el primero y el segundo 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).

### 3. 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 2.5% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a noviembre de 2018, respecto de similar periodo de 2017, explicado por la disminución en el volumen exportado (11.5%), compensado, en parte, por el aumento en el precio medio (10.2%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 8.8%, reflejo del incremento tanto del precio medio de importación

<sup>41</sup> 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.

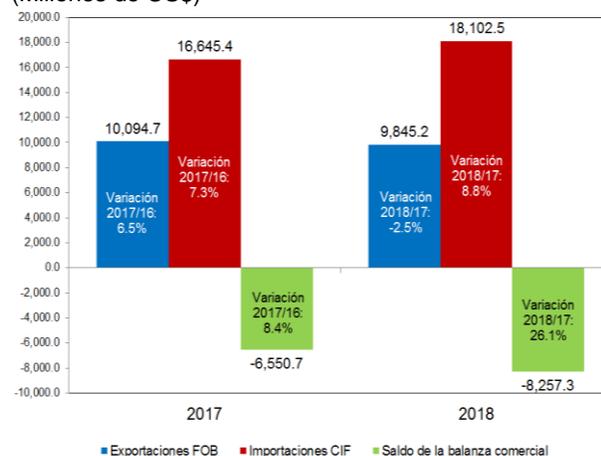
<sup>42</sup> El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país de 2015 al 2018, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó 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.

(2.9%) como del volumen importado (5.7%). 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\$8,257.3 millones, superior en US\$1,706.6 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$6,550.7 millones).

#### Gráfica 33

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



(1) Con información a noviembre 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\$192.4 millones (25.2%), derivado de la caída tanto del volumen (15.2%) como del precio medio (11.8%), que pasó de US\$19.73 en noviembre de 2017 a US\$17.41 por quintal en noviembre de 2018. Según *The Public Ledger*<sup>43</sup> y *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del azúcar se asocia al aumento de la producción de caña en Brasil, India<sup>44</sup> 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\$84.1 millones (87.8%); las cuales se explican por la suspensión de operaciones de la Minera San Rafael (desde mediados de 2017) y del cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora<sup>45</sup>.

La disminución en el valor de las exportaciones de café de US\$67.8 millones (9.4%), se asocia a la caída en el precio medio (10.1%), al pasar de US\$167.88 a US\$150.89 por quintal entre noviembre de 2017 y noviembre de 2018, dicha caída fue compensada, parcialmente, por un incremento en el volumen (0.8%). 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 2013<sup>46</sup>.

Las exportaciones de caucho natural (hule) registraron una disminución de US\$27.1 millones (16.6%), debido a la reducción en el precio medio (18.1%); el cual fue compensado, parcialmente, por un aumento en el volumen exportado (1.9%). 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\$89.1 millones (7.2%), debido, principalmente, al aumento en el volumen exportado (11.1%), dado que el precio medio de exportación disminuyó (3.5%). 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.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$54.1 millones (24.8%), explicado por un incremento en el precio medio (21.8%) y en el volumen (2.5%). Este comportamiento obedece principalmente a dos factores; el primero, a un cambio en la composición del volumen exportado, privilegiando las exportaciones de ferróniquel 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\$53.4 millones (16.8%), explicado por el alza en el precio medio por quintal (12.7%), al pasar de US\$470.28 en noviembre de 2017 a US\$530.07 en similar mes de 2018, así como por el incremento en el volumen exportado (3.7%). 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\$37.3 millones (23.8%), como consecuencia del aumento tanto en el precio medio (19.7%) como en el volumen (3.4%). 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, El Salvador, Reino Unido y Países Bajos; países a los que se destinó, en conjunto, alrededor del 91% del total exportado.

Las ventas al exterior de frutas frescas, secas o congeladas registraron un aumento de US\$27.1 millones (10.3%), que se explica, por el incremento tanto en el precio medio (8.0%) como en el volumen (2.1%). 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.

<sup>43</sup> Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

<sup>44</sup> En el caso de India, el aumento en la producción también fue influencia por subsidios del gobierno a los exportadores.

<sup>45</sup> El valor total exportado a noviembre de 2017 por Minera San Rafael y Montana Exploradora ascendió a US\$254.8 millones, mientras que a noviembre de 2018 no exportó nada debido a la citada suspensión de operaciones.

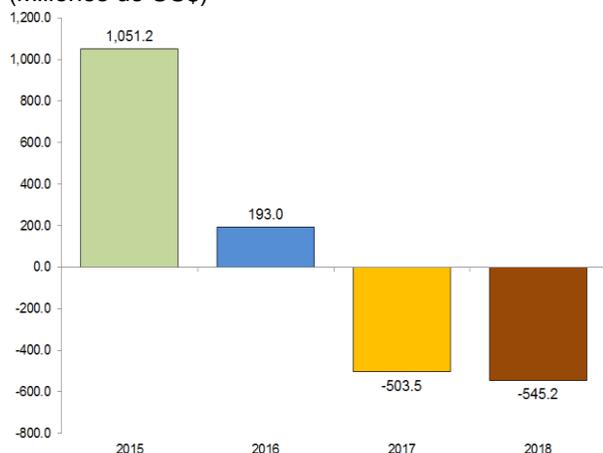
<sup>46</sup> Las plantaciones de café incrementan la productividad entre 4 y 5 años después de la siembra.

Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de éstas (8.8%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza del precio medio de importación (2.9%) y del volumen (5.7%). 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 (22.0%), de materias primas y productos intermedios (11.0%), de materiales de construcción (12.3%) y de bienes de consumo (5.6%).

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 noviembre de 2018, la factura petrolera registró un aumento de US\$545.2 millones respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual refleja la disolución gradual del ahorro obtenido en dicha factura en años previos.

#### Gráfica 34

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



(1) Con información a noviembre de 2018.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 31 de diciembre 2018, se situó en US\$9,287.6 millones, superior en US\$1,095.6 millones (13.4%), respecto al monto observado en igual periodo del año

previo. Durante 2018 el flujo de remesas familiares continuó mostrando un crecimiento importante, dado que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos.

Al 31 de diciembre de 2018, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$12,755.6 millones, mayor en US\$986.1 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 vigente<sup>47</sup> (US\$455.9 millones) y por las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$750.5 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 alrededor de 8.0 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

#### 4. Finanzas públicas

Durante la mayor parte del primer semestre de 2018, las finanzas públicas se caracterizaron por la persistente dificultad para elevar el gasto público, a pesar de la 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 ejercicio fiscal 2017<sup>48</sup>, así como la baja ejecución del financiamiento externo.

Los ajustes para viabilizar la ejecución presupuestaria y la aprobación de dos préstamos con organismos financieros internacionales<sup>49</sup> mejoraron la ejecución del gasto público a partir de junio, aunque todavía fue insuficiente para lograr un aumento significativo en términos reales<sup>50</sup>; no obstante, hacia el cuarto trimestre, los gastos asociados a atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de

<sup>47</sup> Cabe indicar que dicho mecanismo fue utilizado entre enero y mayo y entre el 17 de agosto y el 31 de octubre de 2018.

<sup>48</sup> La distribución analítica fue aprobada mediante Acuerdo Gubernativo Número 300-2017 por un monto de Q76,989.5 millones. Al 31 de diciembre de 2018, el presupuesto fue ampliado en varias ocasiones por un monto total de Q1,402.0 millones, como resultado, el presupuesto vigente alcanzó Q78,391.5 millones.

<sup>49</sup> 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% implicó una ampliación presupuestaria para atender los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego, lo cual contribuyó a dinamizar la ejecución del gasto público en el segundo semestre; mientras que el restante 68.5% sustituyó fuente de financiamiento por bonos del tesoro.

<sup>50</sup> El gasto público como porcentaje del PIB, en 2016 y en 2017, se ha ubicado en su mínimo histórico desde hace dos décadas.

Fuego y los destinados a la recuperación de la red vial del país elevaron el ritmo de crecimiento del gasto público.

En el contexto anterior, con base a cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), al 31 de diciembre de 2018 el déficit fiscal se ubicó en 1.8% del PIB, mayor al de 2017 (1.3% del PIB).

Por otra parte, el presupuesto para 2018 incluía 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 de 2017, restitución que finalmente no se efectuó, en virtud de que, de conformidad con información proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas, fue necesario utilizar dichos recursos para otros rubros de gasto, a tenor de la facultad que tuvo dicho ministerio, conforme lo establecido en el presupuesto vigente. 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, por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas<sup>51</sup>.

### a) Ingresos

Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.8% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 3.8% que registraron los ingresos tributarios (94.5% 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 en 2018 la desaceleración en la recaudación tributaria, entre otros factores, se debió a los ingresos extraordinarios recibidos durante 2017,

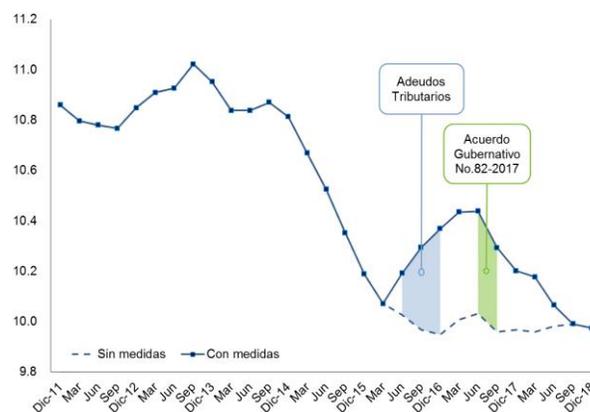
<sup>51</sup> A la fecha el Estado tiene pendiente restituir al Banco de Guatemala el costo acumulado de la política monetaria, cambiaria y crediticia al 31 de diciembre de 2001, el cual asciende a Q16,834.2 millones; y las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2002, 2011, 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, las cuales debieron de haber sido restituidas en 2018; y de 2017 por Q1,479.3 millones, que fueran parcialmente incluidas en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal de 2019 (alrededor de Q698.0 millones).

derivados de la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017 (exoneración de multas), entre mayo y septiembre de 2017. Según cifras preliminares, la carga tributaria a finales de 2018 se ubicó en 10.0%, la más baja en los últimos veinte años (ver gráfica 35).

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 0.4%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 6.8%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 5.4%, destacando el desempeño del IVA importaciones, derechos arancelarios y sobre derivados del petróleo, los cuales crecieron 9.5%, 4.9% y 3.7%, respectivamente, mientras que el IVA doméstico creció 2.3%. Cabe agregar que las medidas implementadas en 2017 se reflejaron, principalmente, en bajas tasas de crecimiento en el ISR y el IVA doméstico en 2018, principalmente; mientras que, el aumento en el valor de las importaciones, en particular, las de combustibles y lubricantes, se reflejó en el buen desempeño del IVA importaciones.

### Gráfica 35

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



(1) Cifras preliminares a diciembre de 2018.  
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 2017 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

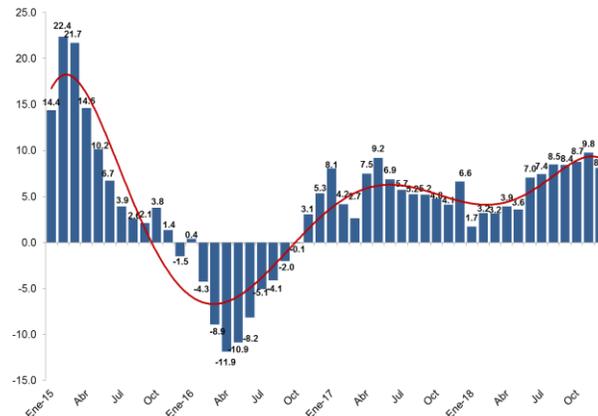
realizaron las modificaciones presupuestarias correspondientes, conjugado con mayores ingresos provenientes del endeudamiento público (ver gráfica 37), el ritmo de gasto mejoró su dinámica a partir de junio, alcanzando, al 31 de diciembre, una variación interanual acumulada de 8.1% (ver gráfica 36). 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 37) 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 31 de diciembre de 2018, los gastos de funcionamiento aumentaron 5.8% y los de capital 18.3%, 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 e indirecta.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 96.0%, mayor a la registrada a diciembre de 2017 (91.7%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de la Defensa Nacional (99.0%) y el Ministerio de Educación (97.2%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen, el Ministerio de Salud Pública y Asistencia Social (91.8%) y el Ministerio de Desarrollo Social (82.2%).

### Gráfica 36

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



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a diciembre de 2018.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

### c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 31 de diciembre de 2018, resultó en un déficit fiscal de Q10,435.4 millones (1.8% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q7,287.9 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue positivo en Q446.3 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q2,961.9 millones<sup>52</sup> y amortizaciones por Q2,515.6 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste ascendió a Q10,270.9 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q12,595.7 millones, vencimientos por Q2,885.6 millones y primas por colocación de deuda interna por Q560.8 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q281.8 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 emisión y Q2,885.6 millones al *roll-over*, sin embargo, de conformidad con el artículo 5, Decreto Número 15-2018, hasta Q1,071.2

<sup>52</sup> En agosto de 2018 se recibieron \$250.0 millones provenientes del BIRF, correspondientes al "Primer Préstamo de Políticas de Desarrollo para la Mejora de la Gubernanza 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.

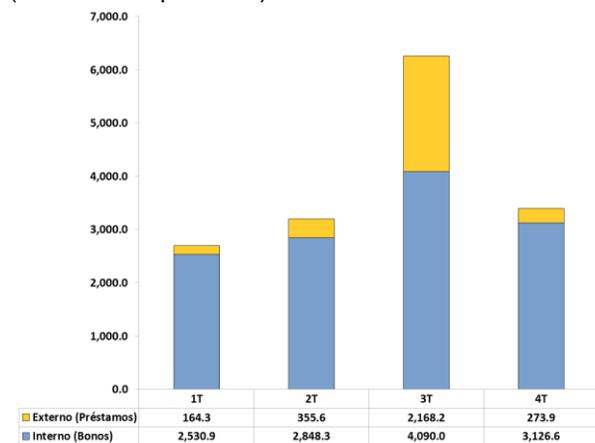
millones se sustituyeron por préstamos externos (7.8% del total a colocar).

Al 31 de diciembre de 2018, se colocó el 91.6% monto previsto. Las colocaciones en moneda nacional se realizaron a las fechas de vencimiento 03/07/2019, 08/08/2021, 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 6.00%, 6.13%, 6.38%, 6.07%, 6.34%, 6.69%, 6.31%, 6.65% y 6.45%, respectivamente. A partir de agosto del mismo año, 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 31 de diciembre de 2018, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q82,445.9 millones, mayor en Q9,710.0 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\$8,222.8 millones, mayor en US\$41.3 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). Según cifras preliminares, la deuda pública total como porcentaje del PIB al final de 2018 se ubicaría en 24.5% (23.9% en 2017).

### Gráfica 37

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



(1) Cifras preliminares a diciembre de 2018.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

## C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA EN 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 2018 como para 2019, continuaban previendo un desempeño favorable, aunque la incertidumbre y los riesgos a la baja se habían acrecentado. Asimismo, tomó en cuenta que aunque el precio internacional del petróleo tendió a reducirse a partir de mediados de octubre, las proyecciones continuaban anticipando precios medios superiores a los registrados en 2017, tanto para el año pasado como para el año en curso. En el ámbito interno, manifestó que el comportamiento de varios indicadores de corto plazo de la actividad económica (el Índice Mensual de la Actividad Económica, las importaciones y las remesas familiares, entre otros), mantenía consistencia con el crecimiento económico anual previsto para 2018 (3.0%). En materia de inflación, subrayó que los pronósticos y las expectativas, tanto para 2018 como para 2019, permitían prever que ésta se ubicaría dentro de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual).

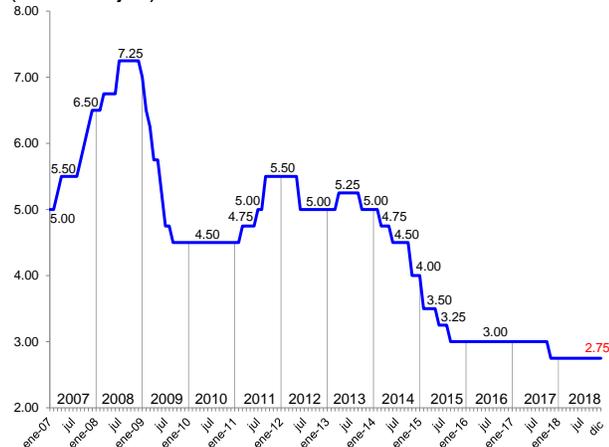
Vale destacar que, ante el avance del proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América (aumento en la tasa de interés de fondos federales de 200 puntos básicos desde diciembre de 2015), se ha estado registrando una reducción del diferencial entre la tasa de interés líder 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 38**

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



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

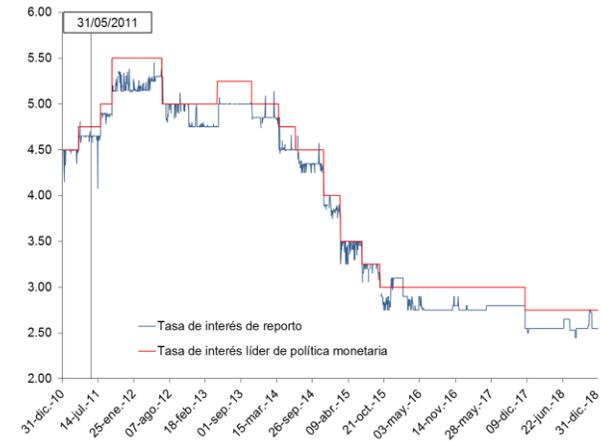
**b) Tasas de interés en el mercado**

**i) De corto plazo**

La tasa de interés para operaciones de reporte a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, se ubicó en 2018, en promedio, 18 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria, reflejando la liquidez existente en el mercado de dinero.

**Gráfica 39**

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



(1) Con información al 31 de diciembre 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 registró una reducción de 28 puntos básicos, al pasar de 13.00% en diciembre de 2017 a 12.72% al 31 de diciembre de 2018 (gráfica 40).

**Gráfica 40**

Tasa de Interés Activa (1)  
(Porcentajes)

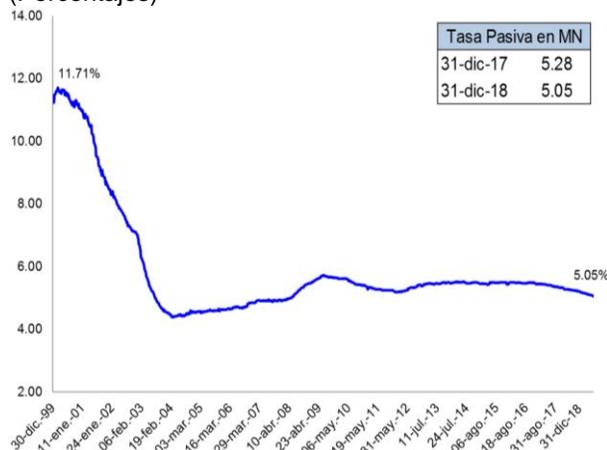


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2018.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

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 31 de diciembre de 2018 en 5.05% (gráfica 41), menor en 23 puntos básicos al nivel observado a diciembre de 2017 (5.28%).

**Gráfica 41**

Tasa de Interés Pasiva (1)  
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 31 de diciembre de 2018.

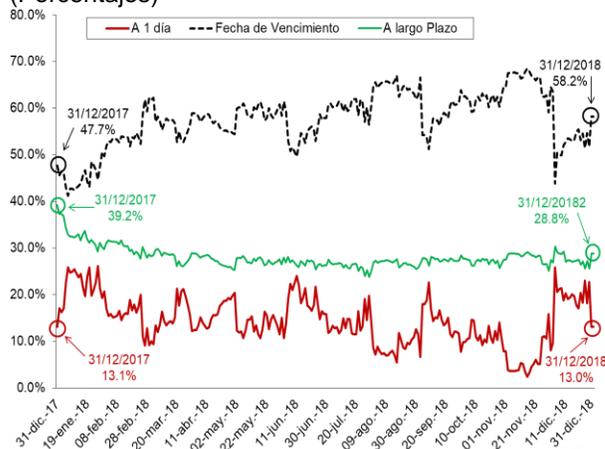
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala

### 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. En ese sentido, derivado de que en el transcurso de 2018 se registraron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado; al 31 de diciembre, las referidas operaciones crecieron Q2,286.7 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 31 de diciembre de 2018 la referida proporción se redujo 1 punto porcentual al situarse en 13.0%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 47.7% en diciembre de 2017 a 58.2% a diciembre de 2018, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 10.4 puntos porcentuales (de 39.2% en 2017 a 28.8% en 2018). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.3% del PIB, igual al del año previo.

**Gráfica 42**

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 31 de diciembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

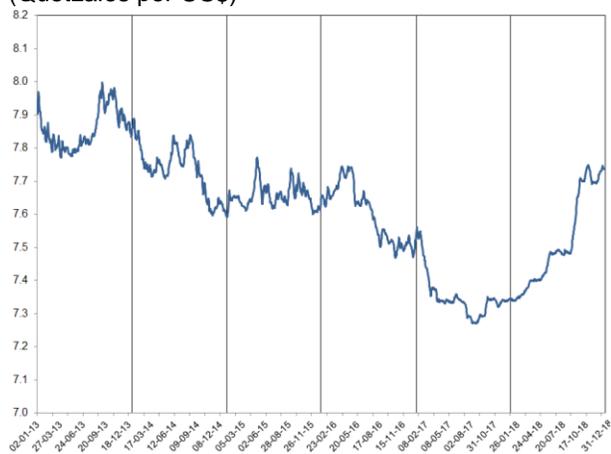
## 2. Política cambiaria

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 de 2018 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 2018, aunque el flujo de remesas familiares siguió siendo importante, éste mostró 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 43

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



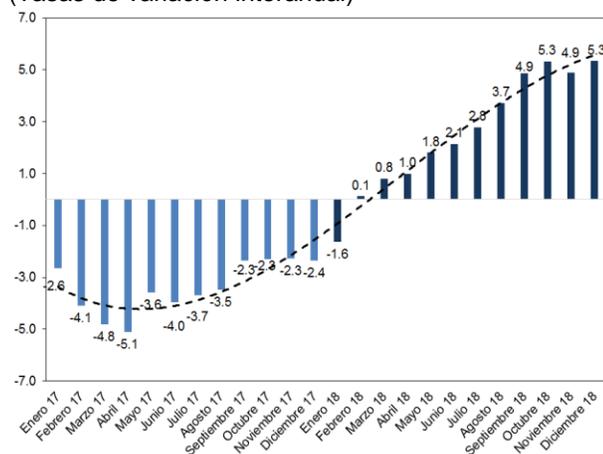
(1) Al 31 de diciembre de 2018.

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 31 de diciembre de 2018, se tornó en una depreciación interanual de 5.3%, como se muestra en la gráfica siguiente.

### Gráfica 44

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



(1) Al 31 de diciembre de 2018.

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

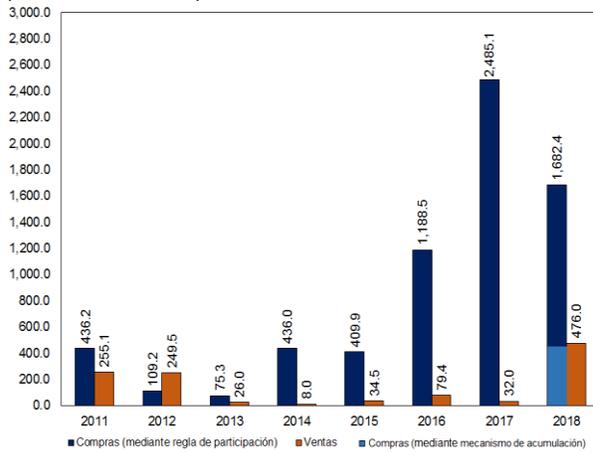
objetivo primordial es el de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En adición, con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario, para fortalecer la posición externa del país en momentos que es factible, en particular para enfrentar retos 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 citada, 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 de 2018. En efecto, al 31 de diciembre de ese año, el Banco de Guatemala compró US\$1,226.5 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, efectuó ventas por US\$476.0 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 45). En ese sentido, la participación neta (compras menos ventas) del Banco Central durante 2018 se situó en US\$1,206.4 millones, equivalente a 2.53% 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 45

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.

(2) En 2018 se incluyen compras de US\$1,226.5 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.

## SEGUNDA PARTE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

### I. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2019

#### A. DEL ENTORNO EXTERNO

##### 1. Crecimiento económico

En el documento relativo a las perspectivas de la economía mundial, actualizado en enero de 2019, el FMI estimó que el crecimiento económico mundial se debilitaría levemente, al pasar de una tasa de 3.7% en 2018 a otra de 3.5% en 2019 (3.8% en 2017). El ritmo de crecimiento previsto estaría 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 2018, debido, principalmente, a que la actividad económica de algunas economías avanzadas se habría moderado durante el segundo semestre del año anterior (particularmente, la Zona del Euro, el Reino Unido y Japón); 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 las estimaciones del 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 plazo, 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, entre otros posibles factores, 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 crecieron 2.3% en 2018 y crecerían 2.0% 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 se ubicó en 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 2.4% 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 fue de 1.8% en 2018 y se ubicaría en 1.5% 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 moderación 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 creció 1.4% en 2018 y crecería 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, la incertidumbre con respecto a estas perspectivas se ha incrementado, dado que las mismas 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, se estima que éste fue de 0.9% en 2018 y sería de 1.1% 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 presente año, en particular por el incremento al impuesto al consumo que está previsto para octubre, el cual impactaría, principalmente, en el consumo.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecieron 4.6% en 2018 y crecerían 4.5% 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 fue de 6.6% en 2018 y sería de 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 ralentizó levemente a 1.1% en 2018, reflejo, principalmente, de la contracción en Argentina y Venezuela, pero se aceleraría a 2.0% 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 1.3% en 2018 y 2.5% 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% tanto en 2018 como 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 aceleró 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 en 2018 fue influenciada, en buena medida, por las variaciones de los precios de los productos básicos y de la energía, por lo que la misma registró una disminución en las economías avanzadas, en tanto que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se registró un aumento. 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, provocó que la inflación se situara en 1.9% 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 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 ubicó en 1.6%, en tanto que para 2019 aumentaría moderadamente 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, provocó que la inflación se desacelerara y se ubique en 2.1% en 2018 y 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 desaceleró moderadamente, ubicándose en 0.3% 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 ubicó en 2.4% 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 ubicó en 3.8% en 2018 y se situaría en 4.2% 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 moderó en 2018 a 4.8%, 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 ubicó en 2018 en 2.6% y 3.2%, respectivamente, en tanto que en 2019 se estima que la misma se situaría en 3.0% en ambos países. En Perú, la inflación se ubicó en 2.2% 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 2.6%, 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)		
	2017	Proyecciones		2017	2018 (a)	Proyecciones
		2018	2019			2019
<b>Principales socios comerciales de Guatemala</b>						
Estados Unidos	2.2	2.9	2.4	2.2	1.9	2.3
El Salvador	2.3	2.5	2.3	2.0	0.4	2.0
Honduras	4.8	3.5	3.6	4.7	4.2	4.5
Zona del Euro	2.4	1.8	1.5	1.4	1.6	1.7
México	2.1	2.1	2.1	6.8	4.8	3.1
<b>Otros socios comerciales</b>						
Colombia	1.8	2.8	3.6	4.1	3.2	3.0
Japón	1.9	0.9	1.1	0.6	0.3	1.7
Brasil	1.1	1.3	2.5	2.9	3.8	4.2
Chile	1.5	4.0	3.4	2.3	2.6	3.0
Perú	2.5	4.1	4.1	1.4	2.2	2.0
Reino Unido	1.8	1.4	1.5	3.0	2.1	2.1
República Popular China	6.9	6.6	6.2	1.8	2.4	2.3
<b>Mundial</b>	3.8	3.7	3.5	3.3	4.2	3.6
-Economías avanzadas	2.4	2.3	2.0	1.7	1.9	2.0
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.6	4.5	4.5	5.7	4.7
-América Latina y el Caribe (1)	1.3	1.1	2.0	5.9	6.8	4.9
-Centroamérica	3.3	2.3	2.8	4.1	2.6	4.1
<b>Principales socios (2)</b>	2.4	2.7	2.3	2.9	2.2	2.5

(a) Cifras a diciembre.

(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 actualización a enero de 2019, consultas del artículo IV, Fondo Monetario Internacional. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a enero de 2019.

## B. DEL ENTORNO INTERNO

### 1. Actividad económica

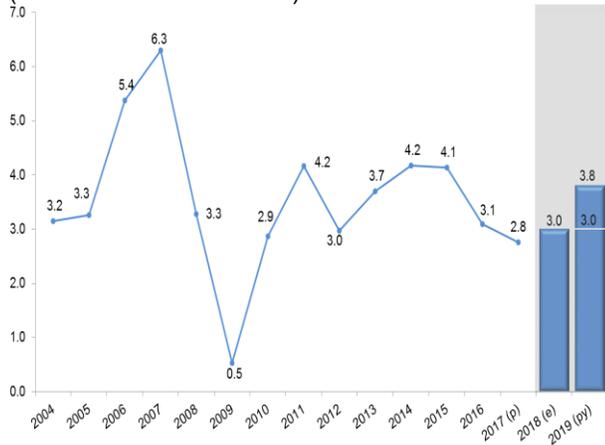
En el transcurso de 2018, se observó un desempeño positivo en la mayoría de indicadores relacionados con la medición de la actividad económica en Guatemala. El dinamismo en la demanda interna fue resultado del comportamiento positivo del gasto de consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, 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 46

Producto Interno Bruto  
(Variaciones interanuales)



(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

(py) 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)
<b>1. DEMANDA INTERNA</b>				<b>2.8</b>	<b>4.7</b>	<b>3.6</b>
<b>GASTO DE CONSUMO FINAL</b>	<b>97.6</b>	<b>98.7</b>	<b>99.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>
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
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO</b>	<b>14.8</b>	<b>14.9</b>	<b>14.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>
<b>VARIACIÓN DE EXISTENCIAS</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>			
<b>2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	<b>26.6</b>	<b>24.5</b>	<b>24.4</b>	<b>2.1</b>	<b>-5.2</b>	<b>3.4</b>
<b>3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	<b>39.7</b>	<b>40.1</b>	<b>40.4</b>	<b>2.3</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)</b>				<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0 - 3.8</b>

(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, tasas de variación y contribución al PIB)

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
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>				<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0 - 3.8</b>			

(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. 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 en 2018 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 pase de un crecimiento de 11.0% en 2018 a una tasa de variación interanual 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 un comportamiento más dinámico y se situaron a finales de 2018 en un

crecimiento de 9.4%, en tanto que para 2019 se ubicarían entre 8.0% y 10.0%, reflejo de 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 el aumento 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, la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubicó en 7.0% 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 2019  
(Millones de quetzales)

Concepto	2019
<b>CUENTAS FISCALES</b>	
Ingresos	68,547
Egresos	83,751
Corrientes	66,721
Capital	17,030
Déficit	15,203
(% del PIB)	2.4
Financiamiento externo neto	2,201
Financiamiento interno neto	9,635
Variación de Caja (-) Aumento (+) Disminución	3,367
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>	
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>0</b>
En US\$	0
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>1,076</b>
1. Gobierno Central	3,367
2. Resto del sector público	-885
3. Posición con bancos	-1,614
Crédito a bancos	0
Reserva bancaria	-1,614
4. Otros Activos Netos	208
Gastos y productos	199
Otros	9
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>1,076</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>3,690</b>
<b>C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>2,614</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>2,614</b>

### 3. Balanza de pagos

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.

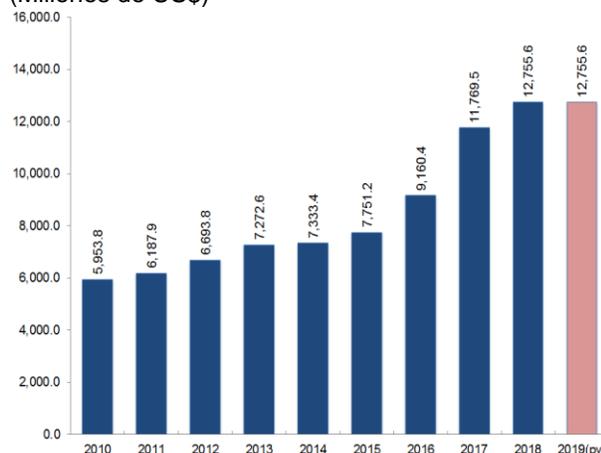
El comportamiento del comercio exterior sería congruente con el desempeño esperado del comercio mundial. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$11,756.7 millones, mayor en 7.5% al de 2018. Dicho resultado estaría determinado por el aumento de US\$145.0 millones (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 47.

**Gráfica 47**

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



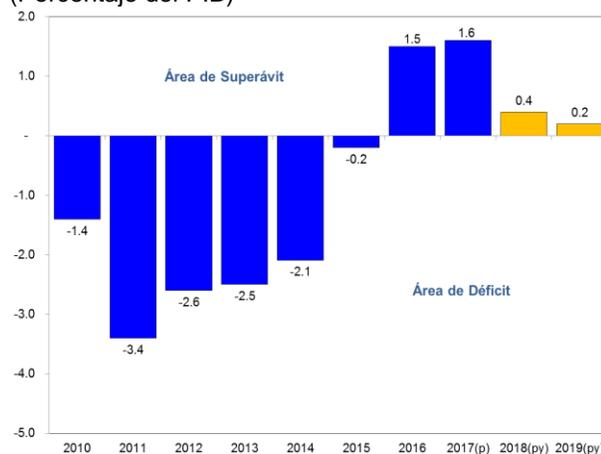
(py) Cifras proyectadas.

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 para 2019, el superávit que se registró en 2016 y 2017 se reduciría a 0.4% del PIB en 2018 y a 0.2% del PIB en 2019, como se observa en la gráfica 48.

**Gráfica 48**

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	%
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>1,188.7</b>	<b>326.7</b>	<b>173.5</b>	<b>-862.0</b>	<b>-72.5</b>	<b>-153.2</b>	<b>-46.9</b>
<b>A- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-6,010.0</b>	<b>-7,714.8</b>	<b>-8,299.4</b>	<b>-1,704.8</b>	<b>28.4</b>	<b>-584.6</b>	<b>7.6</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>11,100.3</b>	<b>10,935.7</b>	<b>11,756.7</b>	<b>-164.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>821.0</b>	<b>7.5</b>
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
<b>Importaciones FOB</b>	<b>17,110.3</b>	<b>18,650.5</b>	<b>20,056.1</b>	<b>1,540.2</b>	<b>9.0</b>	<b>1,405.6</b>	<b>7.5</b>
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>B- SERVICIOS</b>	<b>-412.9</b>	<b>-670.2</b>	<b>-719.0</b>	<b>-257.3</b>	<b>62.3</b>	<b>-48.8</b>	<b>7.3</b>
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
<b>C- INGRESO PRIMARIO</b>	<b>-1,363.3</b>	<b>-1,273.3</b>	<b>-1,553.1</b>	<b>90.0</b>	<b>-6.6</b>	<b>-279.8</b>	<b>22.0</b>
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
<b>D- INGRESO SECUNDARIO NETO</b>	<b>8,974.9</b>	<b>9,985.0</b>	<b>10,745.0</b>	<b>1,010.1</b>	<b>11.3</b>	<b>760.0</b>	<b>7.6</b>
Remesas Familiares (Netas)	8,338.4	9,455.7	10,212.2	1,117.3	13.4	756.5	8.0
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>-1,655.8</b>	<b>-731.4</b>	<b>-182.7</b>	<b>924.4</b>	<b>-55.8</b>	<b>548.7</b>	<b>-75.0</b>
<b>A- CUENTA DE CAPITAL (NETO)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>--</b>	<b>0.0</b>	<b>--</b>
<b>B- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-1,655.8</b>	<b>-731.4</b>	<b>-182.7</b>	<b>924.4</b>	<b>-55.8</b>	<b>548.7</b>	<b>-75.0</b>
Préstamos neto (+) / endeudamiento neto (-)							
<b>1- Inversión Directa</b>	<b>-1,000.9</b>	<b>-962.9</b>	<b>-981.2</b>	<b>38.0</b>	<b>-3.8</b>	<b>-18.3</b>	<b>1.9</b>
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
<b>2- Inversión de Cartera</b>	<b>-842.3</b>	<b>-2.5</b>	<b>-441.0</b>	<b>839.8</b>	<b>-99.7</b>	<b>-438.5</b>	<b>17,538.6</b>
<b>3- Otra Inversión</b>	<b>187.4</b>	<b>234.0</b>	<b>1,239.5</b>	<b>46.6</b>	<b>24.9</b>	<b>1,005.4</b>	<b>429.7</b>
Préstamos del Sector Público	-342.1	29.3	126.3	371.4	-108.6	97.0	331.1
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-279.0</b>	<b>-100.8</b>	<b>-356.2</b>	<b>178.2</b>	<b>-63.9</b>	<b>-255.4</b>	<b>253.4</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (+ aumento)<sup>(1)</sup></b>	<b>2,565.5</b>	<b>957.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-1,608.2</b>	<b>-62.7</b>	<b>-957.3</b>	<b>-100.0</b>

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.

## 4. 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, alcanza un monto de Q87,715.0

millones (13.8% del PIB), mayor en Q9,323.6 millones (11.9%) al presupuesto vigente al 31 de diciembre de 2018 (Q78,391.5 millones, equivalente a 13.3% del PIB), como se ilustra en el cuadro 7.

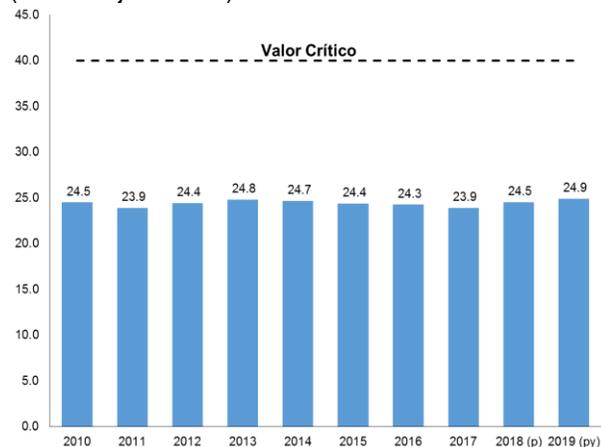
Para el ejercicio fiscal 2019 los ingresos y donaciones se ubicarían en Q68,547.4 millones, mayores en Q6,180.5 millones (10.1%) respecto a las cifras preliminares al 31 de diciembre de 2018, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q83,750.7 millones, monto superior en Q11,040.1 millones (15.2%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q15,203.3 millones, equivalente a 2.4% del PIB, porcentaje superior a las cifras preliminares al 31 de diciembre de 2018 (1.8% 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 mercado<sup>53</sup>.

Por su parte, el financiamiento interno neto sería de Q9,548.2 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q10,341.5 millones, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q697.5 millones<sup>54</sup> y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q95.8 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q2,287.7 millones, resultado de desembolsos por Q1,592.6 millones, amortizaciones por Q3,171.0 millones y la negociación de Q3,866.1 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 24.5% en 2018 a 24.9% 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 49

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



(p) Cifras preliminares.

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

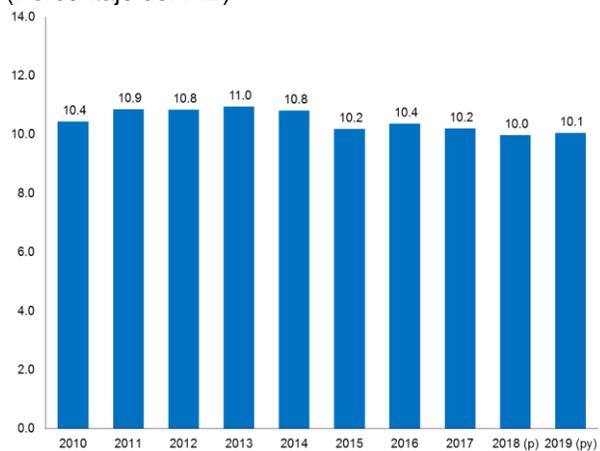
Cabe destacar que, según el presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2019, se prevé una leve recuperación de la carga tributaria, la cual pasaría de 10.0% en 2018 a 10.1% en 2019, sustentada en un mayor crecimiento económico previsto para el presente año, así como en la implementación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria (ver gráfica 50).

<sup>53</sup> En 2017 el Ministerio de Finanzas Públicas realizó una colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones a 10 años plazo con tasa de interés de cupón 4.375% y tasa de rendimiento 4.50%.

<sup>54</sup> 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.

### Gráfica 50

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



(p) Cifras preliminares.

(py) Cifras proyectadas.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

**Cuadro 7**

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

Concepto	2017	2018 <sup>(p)</sup>	2019 <sup>(py)</sup>	Variaciones 2018 - 2017		Variaciones 2019 - 2018	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>59,986.9</b>	<b>62,275.2</b>	<b>68,547.4</b>	<b>2,288.3</b>	<b>3.8</b>	<b>6,180.5</b>	<b>10.1</b>
A. Ingresos (1+2)	59,844.7	62,112.4	68,293.0	2,267.7	3.8	6,180.5	10.0
1. Ingresos Corrientes	59,841.3	62,109.6	68,289.6	2,268.3	3.8	6,179.9	10.0
a. Tributarios	56,684.1	58,835.3	64,027.7	2,151.2	3.8	5,192.4	8.8
b. No Tributarios	3,157.2	3,274.4	4,261.9	117.2	3.7	987.5	30.2
2. Ingresos de Capital	3.4	2.8	3.4	-0.6	-18.0	0.6	22.2
B. Donaciones	142.2	162.8	254.5	20.6	14.5	91.7	56.3
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>67,274.8</b>	<b>72,710.6</b>	<b>83,750.7</b>	<b>5,435.8</b>	<b>8.1</b>	<b>11,040.1</b>	<b>15.2</b>
A. De Funcionamiento	55,141.5	58,355.5	66,720.5	3,214.0	5.8	8,365.0	14.3
B. De Capital	12,133.3	14,355.0	17,030.2	2,221.7	18.3	2,675.1	18.6
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal</b>	<b>-7,287.9</b>	<b>-10,435.4</b>	<b>-15,203.3</b>	<b>-3,147.5</b>	<b>43.2</b>	<b>-4,859.6</b>	<b>45.7</b>
(-) Déficit							
<b>IV. Financiamiento Total (A + B + C)</b>	<b>7,287.9</b>	<b>10,435.4</b>	<b>15,203.3</b>	<b>3,147.5</b>	<b>43.2</b>	<b>4,767.9</b>	<b>45.7</b>
A. Interno (1-2+3)	6,623.7	10,270.9	9,548.2	3,647.2	55.1	-722.6	-7.0
1. Negociación neta de bonos del tesoro	7,094.1	9,710.0	10,341.5	2,615.9	36.9	631.5	6.5
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	560.9	-95.8	385.3	219.4	-656.7	-117.1
B. Externo (1-2+3)	1,179.7	446.3	2,287.7	-733.4	-62.2	1,841.3	412.5
1. Desembolsos	770.4	2,961.9	1,592.6	2,191.5	284.5	-1,369.3	-46.2
2. Amortizaciones	3,268.6	2,515.6	3,171.0	-753.0	-23.0	655.5	26.1
3. Negociación Neta EUROBONO	3,677.9	0.0	3,866.1	-3,677.9	-100.0	3,866.1	0.0
C. Variación de Caja	-515.5	-281.8	3,367.4	233.7	-45.3	3,649.2	-1,295.0
(-) aumento (+) disminución							
<b>Carga tributaria</b>	<b>10.2</b>	<b>10.0</b>	<b>10.1</b>				
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.4</b>				

(p) Cifras preliminares al 31 de diciembre de 2018.

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

## II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

La mayoría de bancos centrales en el mundo, y particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, determinan su política monetaria sin un periodo de vigencia definido, por lo que ésta es ajustada cuando ocurren cambios en el entorno macroeconómico externo o interno que la afectan. Ello refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria y da certeza a los agentes económicos, respecto al compromiso de la autoridad monetaria de cumplir con el objetivo de su política monetaria.

En el caso de Guatemala, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 133 de la Constitución Política de la República y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, una de las atribuciones de la Junta Monetaria es 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 ese contexto, desde 2012 se adoptó una política monetaria, cambiaria y crediticia sin vigencia definida, contenida en la resolución JM-171-2011 y sus modificaciones en resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014, JM-120-2015, JM-123-2016, JM-113-2017 y JM-111-2018 (Anexos del 1 al 9). Dentro de dicha normativa, entre otros aspectos, se determinó una meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual y se previó que la referida política se revise por lo menos una vez al año y, de ser el caso, el Banco Central proponga a la Junta Monetaria las modificaciones que considere convenientes, tomando en cuenta la coyuntura tanto interna como externa.

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 aprobada por la autoridad monetaria a finales de 2018, fue 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 venía 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 siguiera 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 era necesario efectuar un ajuste a las ponderaciones de las metodologías, a efecto de generar un nuevo cálculo de inflación subyacente que 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 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 Centroamérica, 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 realizar 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, no se realizaron modificaciones a la misma.

Finalmente, se aprobó 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. Las modificaciones realizadas por la Junta Monetaria a la política monetaria,

cambiaria y crediticia están contenidas en la resolución JM-111-2018 (Anexo 9)

# ANEXOS

## ANEXO 1

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-171-2011

Inserta en el Punto Primero del Acta 50-2011, correspondiente a la sesión extraordinaria celebrada por la Junta Monetaria el 22 de diciembre de 2011.

**PUNTO PRIMERO: Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.**

**RESOLUCIÓN JM-171-2011.** Conocidos los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en los que se presentan la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2011 y la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, respectivamente.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2011 se llevó a cabo en un escenario en el que el crecimiento económico mundial evolucionó favorablemente, aunque a dos velocidades: economías avanzadas con lenta evolución y economías emergentes con crecimientos altos; **CONSIDERANDO:** Que en el ámbito interno, la economía nacional continuó con la recuperación económica, al crecer el PIB 3.8% y que se ha materializado en la recuperación de los ingresos tributarios, del comercio exterior, de las remesas familiares, así como del crédito bancario al sector privado; **CONSIDERANDO:** Que el ritmo inflacionario a noviembre se situó en 6.05%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual; **CONSIDERANDO:** Que mediante la política monetaria se logró abatir parcialmente las expectativas inflacionarias, fortalecer las reservas monetarias internacionales y la liquidez del sistema bancario, y se moderó la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia; **CONSIDERANDO:** Que la coordinación de las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para el sostenimiento de la estabilidad macroeconómica, aspecto que permitió impulsar el proceso de recuperación económica; **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2012, la economía mundial estaría creciendo, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro; **CONSIDERANDO:** Que ante las perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que la política fiscal continuaría con el proceso de consolidación y fortalecimiento de las expectativas de los agentes económicos, se proyecta que para 2012 el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, registre un crecimiento de entre 2.9% y 3.3%; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se sustentan en las últimas estimaciones disponibles, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales por el FMI y otros organismos financieros internacionales, las cuales, podrían ser revisadas a la baja dada la incertidumbre que todavía prevalece en el ámbito mundial; **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2012 un ritmo inflacionario de 6.13%, por arriba del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna, a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación; **CONSIDERANDO:** Que la continuación del proceso de consolidación fiscal de mediano plazo sirve de apoyo permanente a la conducción de la política monetaria y facilita la consecución de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual en el horizonte de mediano plazo; **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala; **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno macrofinanciero incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambiario que brinden mayor efectividad al Banco Central; **CONSIDERANDO:** Que el Banco Central, en el ámbito de su competencia, adopte acciones encaminadas a la modernización, desarrollo y profundización del mercado secundario de valores, en virtud de que dicho desarrollo mejora el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, por ende, aumenta su efectividad; **CONSIDERANDO:** Que para el propósito indicado en el considerando anterior, las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo se realizan al plazo de 1 día (*overnight*); **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe velar porque la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que en la mayoría de bancos centrales en el mundo, particularmente aquellos que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, su política monetaria no tiene período de vigencia definido, lo cual refleja la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente determinar dicha política en los términos propuestos,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta los dictámenes CT-3/2011 y CT-4/2011 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala,

#### RESUELVE:

- I. TENER POR EVALUADA LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DE 2011.
- II. DETERMINAR LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, DE LA MANERA SIGUIENTE:
  - A. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

##### 1. Objetivo fundamental

Congruente con el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, relativo a contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia está determinada para alcanzar dicho objetivo.

En apoyo al logro del objetivo fundamental y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación interna converja a la meta, la ejecución de la política monetaria se complementa con acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la consolidación de las finanzas públicas, en el marco de una política económica integral y sostenible que propicie la competitividad y la eficiencia del sector productivo.

##### 2. Meta de política

En un esquema de metas explícitas de inflación, cobra particular relevancia definir una trayectoria para la meta de inflación que permita anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, en el corto, mediano y largo plazos, en niveles consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios. La fijación de metas facilita que las referidas expectativas se anclen a la citada trayectoria, por lo que la meta de mediano plazo a partir de 2013, se establece en 4.0% +/- 1 punto porcentual. Para diciembre de 2012 se establece una meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual.

#### B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas para la toma de decisiones de política monetaria, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo.

##### 1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

##### 2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. Adicionalmente, con fines informativos, se continuarán presentando los pronósticos con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

##### 3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Las expectativas de inflación que para un cierto período se formen los agentes económicos pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente y se comparará con las metas de inflación establecidas para cada uno de esos años. En adición, con fines informativos, se continuarán reportando las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

##### 4. Tasa de interés parámetro

Con el propósito de que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con la tasa de interés parámetro, dentro de un corredor.

5. Tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS)

La tasa de interés recomendada por el MMS reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere la trayectoria que debiera tener la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en el corto y mediano plazos. La tasa de interés líder de la política monetaria se estará comparando con la tasa de interés recomendada por el MMS dentro de un corredor.

C. VARIABLES INFORMATIVAS

1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria y enfatizar el enfoque prospectivo de las variables informativas, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para diciembre del año corriente y para diciembre del año siguiente. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles de 12 y de 24 meses.

4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación (sobredespreciación) del tipo de cambio real.

5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

6. Tasas de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día.

D. ENFOQUE DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

A fin de contribuir a la consecución del objetivo fundamental de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, se considera conveniente explicitar el enfoque que orientará la participación del Banco Central tanto en el mercado monetario como en el Mercado Institucional de Divisas (mercado cambiario).

1. Objetivo fundamental

En congruencia con el esquema de metas explícitas de inflación, la participación del Banco de Guatemala en los mercados monetario y cambiario se realizará privilegiando la consecución de su objetivo fundamental.

2. Operaciones de estabilización monetaria

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para moderar la liquidez primaria de la economía lo constituye la realización de Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM), que para el caso de Guatemala comprenden la recepción de depósitos a plazo (neutralización de liquidez), las operaciones de inyección de liquidez, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero y público, con la finalidad de contraer o expandir la liquidez primaria, a efecto de que incida en el comportamiento de la demanda agregada de la economía, con el propósito de contribuir al logro del objetivo fundamental de la política monetaria.

3. Flexibilidad cambiaria

Si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre oferentes y demandantes de divisas en el mercado, existen razones para justificar la eventual participación del Banco Central en el Mercado Institucional de Divisas, cuando dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

E. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

I. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de la política monetaria

La tasa de interés líder es la tasa de interés de referencia para las operaciones al plazo de 1 día (*overnight*), la que seguirá siendo utilizada por el Banco Central para dar a conocer la postura de la política monetaria.

b) Operaciones de estabilización monetaria

Las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para moderar la liquidez primaria, en virtud de que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero, coadyuvando a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Se continuará participando en el mercado mediante los mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de Depósitos a Plazo (DP), siendo éstos:

i) Operaciones de neutralización de liquidez

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD)

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo de los bancos y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día.

• Subasta

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país con cupos determinados, y en forma directa con entidades públicas sin cupos, utilizando subastas de derechos de constitución de depósitos a plazo por fechas de vencimiento.

• Ventanilla

Mediante este mecanismo se realizarán captaciones de Depósitos a Plazo con entidades del sector público.

ii) Operaciones de inyección de liquidez

El Banco de Guatemala realizará operaciones de inyección de liquidez con los bancos del sistema y sociedades financieras, aceptando como garantía depósitos a plazo en el Banco Central y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, mediante los mecanismos siguientes:

• Mesa Electrónica Bancaria de Dinero

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

• Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 1 día.

Los Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala y los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, que el Banco Central acepte como garantía en las operaciones de inyección de liquidez serán valorizados, conforme a la metodología que apruebe el Comité de Ejecución.

iii) Recepción de Depósitos a Plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año

El Banco Central, cuando los espacios monetarios lo permitan, y en coordinación con la política fiscal, podrá realizar operaciones de estabilización monetaria cuyos vencimientos sean mayores a un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero y mejore el manejo de sus pasivos, mediante la extensión de esos vencimientos.

iv) Operaciones de mercado abierto

El Banco de Guatemala podrá realizar operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, mediante la negociación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, para cuyo efecto los mismos se definen elegibles, de conformidad con lo establecido en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

c) Encaje bancario

14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

2. Política cambiaria

a) Regla de participación

El Banco de Guatemala continuará participando en el mercado cambiario, con el fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia, de acuerdo con la regla de participación cambiaria contenida en el Anexo 1 de esta resolución.

b) Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América

El Banco de Guatemala continuará disponiendo de un instrumento que le permita regular liquidez en moneda extranjera, mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, de conformidad con lo dispuesto en la resolución JM-99-2004.

3. Política crediticia

a) Prestamista de última instancia

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005.

F. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Eliminación del mecanismo de recepción de Depósitos a Plazo con el sector privado no financiero, por medio de la ventanilla

A partir del 1 de enero de 2012, el Banco de Guatemala ya no realizará la recepción de Depósitos a Plazo del sector privado no financiero, mediante el mecanismo de ventanilla.

2. Información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Los bancos del sistema y las sociedades financieras deberán informar diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con Depósitos a Plazo constituidos en el Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, o sus Certificados Representativos, en el mercado bursátil y extrabursátil, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.

3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (overnight)

Se instruye al Banco de Guatemala para que realice las acciones necesarias con el propósito de contar diariamente con información, en línea y en tiempo real, de las operaciones interbancarias de reporto al plazo de 1 día (overnight).

4. Información sobre liquidez bancaria

Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre su posición de liquidez.

5. Información de las operaciones en el mercado cambiario

Se instruye a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en el horario y por los medios que éste indique, sobre las operaciones realizadas en el mercado cambiario.

6. Información del mercado de divisas a plazo

Se instruye a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen diariamente al Banco de Guatemala las características financieras de los contratos adelantados (forward) negociados y liquidados, por los medios, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central. Una vez consolidada dicha información, éste la pondrá a disposición de los participantes, en su sitio de Internet.

7. Coordinación con la política fiscal

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

8. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones, que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro del objetivo fundamental del Banco Central. Asimismo, a efecto de brindar certeza en los agentes económicos

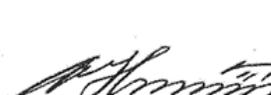
para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que esta Junta adoptará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria.

9. Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Se instruye al Banco de Guatemala para que, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional y, por lo menos una vez al año, revise y, de ser el caso, proponga las modificaciones que se consideren necesarias a la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

III. MANTENER VIGENTES LAS DEMÁS DISPOSICIONES DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA QUE NO SE OPONGAN A LAS CONTENIDAS EN LA PRESENTE RESOLUCIÓN.

IV. AUTORIZAR A LA SECRETARÍA DE ESTA JUNTA PARA QUE PUBLIQUE LA PRESENTE RESOLUCIÓN, LA QUE ENTRARÁ EN VIGENCIA EL 1 DE ENERO DE 2012.

  
Armando Felipe García Salas Alvarado  
Secretario  
Junta Monetaria



ANEXO 1

REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

• Criterios para la Compra

La regla para la compra estará activa permanentemente. Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.

• Criterios para la Venta

La regla para la venta estará activa permanentemente. Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

• Participación por volatilidad inusual

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

• Liquidación

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

ANEXO 2

CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012

FECHA
15 DE FEBRERO
28 DE MARZO
25 DE ABRIL
27 DE JUNIO
25 DE JULIO
26 DE SEPTIEMBRE
31 DE OCTUBRE
28 DE NOVIEMBRE

(213378-2)-29-diciembre

## ANEXO 2

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-139-2012

Inserta en el Punto Segundo del Acta 49-2012, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 26 de diciembre de 2012.

**PUNTO SEGUNDO:** Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

**RESOLUCIÓN JM-139-2012.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, en el que se presenta la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), para 2013, la economía mundial estaría creciendo más, aunque continuarían los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana y financiera en la Zona del Euro; **CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que para 2013 el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, registre un crecimiento de entre 3.5% y 3.9%; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre las que destacan las perspectivas económicas mundiales del FMI y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisión, dada la incertidumbre y volatilidad que todavía prevalece en el ámbito mundial; **CONSIDERANDO:** Que los modelos econométricos proyectan para finales de 2013 un ritmo inflacionario de 4.91%, muy cerca del límite superior de la meta de inflación, razón por la cual el Banco Central deberá estar atento para actuar de manera oportuna, a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación; **CONSIDERANDO:** Que de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, el déficit fiscal respecto del PIB se ubicaría en 2.5%, lo que interrumpiría el proceso de consolidación fiscal; **CONSIDERANDO:** Que un esquema de flexibilidad cambiaria, como el vigente en Guatemala, se constituye en un elemento fundamental para el fortalecimiento del esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala; **CONSIDERANDO:** Que para una adecuada ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia, en un entorno global incierto, es imprescindible que la referida política se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambiario que brinden mayor efectividad al Banco Central; **CONSIDERANDO:** Que la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria debe propiciar que la ejecución de las mismas sea congruente con los objetivos macroeconómicos acordados; **CONSIDERANDO:** Que la política monetaria, cambiaria y crediticia, a partir de 2012, no tiene período de vigencia definido, aspecto que provee la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de la misma; **CONSIDERANDO:** Que, en congruencia con el considerando anterior, la evaluación y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2012, sugieren modificaciones mínimas, que la hacen coherente con el esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras, por lo que esta Junta estima pertinente introducir las modificaciones a dicha política,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2012.

#### RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 1

##### REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**  
La regla para la compra estará activa permanentemente.  
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.65%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.  
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
- **Criterios para la Venta**  
La regla para la venta estará activa permanentemente.  
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor

al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.65%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

- **Participación por volatilidad inusual**  
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.
  - **Liquidación**  
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.
2. Modificar el Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2012, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 2

##### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2013

FECHA
20 DE FEBRERO
20 DE MARZO
24 DE ABRIL
26 DE JUNIO
31 DE JULIO
25 DE SEPTIEMBRE
30 DE OCTUBRE
27 DE NOVIEMBRE

3. Modificar los numerales 3 y 7 de la literal F, MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 3 siguiente:

#### ANEXO 3

- “3. Información de la tasa de interés interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día (*overnight*)

Se instruye a los bancos del sistema y a las sociedades financieras para que informen diariamente al Banco de Guatemala, en línea y en tiempo real, por los medios que éste indique, sobre la totalidad de las operaciones interbancarias de reporto que realicen al plazo de 1 día (*overnight*).”

- “7. Coordinación con la política fiscal

Con el propósito de continuar con una adecuada coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se instruye al Banco de Guatemala para que, en el ámbito de su competencia, continúe, por una parte, fortaleciendo dicha coordinación y, por la otra, sugiriendo avanzar en el proceso de consolidación fiscal mediante el logro de déficits fiscales consistentes con la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

Adicionalmente, el Banco de Guatemala deberá informar oportunamente a la Junta Monetaria sobre las decisiones que se adopten en materia de política fiscal.”

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2013.

  
Armando Felipe García Salas Alvarado  
Secretario  
Junta Monetaria



## ANEXO 3

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-62-2013

Inserta en el Punto Sexto b) del Acta 22-2013, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 19 de junio de 2013.

**PUNTO SEXTO b): Solicitud a la Junta Monetaria para que modifique el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011.**

**RESOLUCIÓN JM-62-2013.** Conocido el Dictamen Conjunto BG-SB 1/2013, del Banco de Guatemala y de la Superintendencia de Bancos, del 29 de mayo de 2013, mediante el cual se solicita a esta Junta que modifique el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que en resolución JM-171-2011, del 22 de diciembre de 2011, determinó la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, consignando en el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, que el Banco de Guatemala, en su calidad de prestamista de última instancia, proveerá asistencia crediticia a los bancos del sistema, conforme lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y lo dispuesto en la resolución JM-50-2005; **CONSIDERANDO:** Que esta Junta, mediante resolución JM-61-2013, del 19 de junio de 2013, emitió el Reglamento para el Otorgamiento de Crédito a los Bancos del Sistema, de conformidad con el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y derogó la resolución JM-50-2005, del 2 de marzo de 2005, por lo que se estima pertinente, en aras de mantener la certeza jurídica, modificar el numeral 3 de la literal E, Instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala; así como tomando en cuenta el Dictamen Conjunto BG-SB 1/2013 del Banco de Guatemala y de la Superintendencia de Bancos, del 29 de mayo de 2013,

#### RESUELVE:

1. Modificar el numeral 3 de la literal E, INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, del punto II, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 4 siguiente:

#### ANEXO 4

##### “3. Política crediticia. Prestamista de última instancia.

Se proveerá asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, de acuerdo con el Reglamento para el Otorgamiento de Crédito a los Bancos del Sistema, de conformidad con el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, emitido mediante resolución JM-61-2013.”

2. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el día de su publicación.

  
Armando Felipe García Salas Alvarado  
Secretario  
Junta Monetaria



## ANEXO 4

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-121-2013

Inserta en el Punto Tercero b) del Acta 48-2013, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 18 de diciembre de 2013.

**PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013.**

**RESOLUCIÓN JM-121-2013.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, en el que se presenta la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013, y Perspectivas Económicas para 2014.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que, para 2014, la economía mundial crecerá 3.6% (2.9% en 2013); **CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.3% y 3.9% para 2014, apoyado por el dinamismo previsto en el consumo privado, en las remesas familiares y en el crédito bancario al sector privado; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del FMI y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisión, dado que las perspectivas económicas globales continúan acotadas por la presencia de algunos riesgos, aunque los mismos parecieran estar más balanceados; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 será el vigente para el ejercicio fiscal 2013, razón por la cual no se tiene certeza sobre las fuentes de financiamiento de dicho presupuesto; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuye a que la economía absorba choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que en economías pequeñas, como en el caso de Guatemala, se justifica la participación del banco central en el mercado cambiario por razones de asimetrías de información y baja profundidad de los mercados financieros, por lo que se considera prudente darle mayor flexibilidad al mercado cambiario de manera gradual y progresiva; **CONSIDERANDO:** Que a partir de 2012 la política monetaria, cambiaria y crediticia tiene vigencia permanente, aspecto positivo que provee la flexibilidad y oportunidad que debe tener la citada política y da certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2013, esta Junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma.

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2013, y Perspectivas Económicas para 2014,

#### RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 1

#### REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**  
La regla para la compra estará activa permanentemente.  
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.70%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.  
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.
  - **Criterios para la Venta**  
La regla para la venta estará activa permanentemente.  
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.70%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.  
El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.
  - **Participación por volatilidad inusual**  
El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.
  - **Liquidación**  
La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.
2. Modificar el Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 2

- a. Para el 2014 el calendario es el siguiente:

#### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2014

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

- b. La Junta Monetaria, luego de conocer la evaluación y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia en diciembre de cada año, dará a conocer el calendario de sesiones en las cuales tomará decisión respecto de la tasa de interés líder.
3. Modificar la literal B, VARIABLES INDICATIVAS, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 5 siguiente:

#### ANEXO 5

#### "B. VARIABLES INDICATIVAS

Las variables indicativas, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten orientar las acciones de la política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo. Se dará seguimiento, entre otras, a las variables indicativas siguientes:

##### 1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado y se comparará con las metas de inflación para los periodos establecidos. Adicionalmente, con fines informativos, se presentarán los pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

##### 2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado y se comparará con las metas de inflación para los periodos establecidos. Adicionalmente, con fines informativos, se presentarán los pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

##### 3. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Estas expectativas de inflación pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación, por lo que se dará seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de una encuesta de expectativas económicas y se comparará con las metas de inflación para los periodos establecidos. En adición, con fines informativos, se presentarán las expectativas de inflación, provenientes de la referida encuesta, con horizontes móviles.

##### 4. Tasa de interés parámetro

Se dará seguimiento a la tasa de interés parámetro (basada en la denominada Regla de Taylor), comparando el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria con dicha tasa, dentro de un corredor.

##### 5. Tasa de interés de política monetaria de los modelos macroeconómicos

La tasa de interés recomendada por los modelos macroeconómicos reviste importancia como indicador de la postura y orientación de la política monetaria, dado que sugiere trayectorias de la tasa de interés líder para alcanzar determinada tasa de inflación en determinado plazo, por lo cual se dará seguimiento al promedio aritmético de las tasas de interés de política recomendadas por los modelos macroeconómicos."

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongan a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2014.

  
 Armando Felipe García Salas Alvarado  
 Secretario  
 Junta Monetaria



## ANEXO 5

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-133-2014

Inserta en el Punto Tercero b) del Acta 51-2014, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 17 de diciembre de 2014.

**PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014.**

**RESOLUCIÓN JM-133-2014.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015, del 15 de diciembre de 2014.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que ante las mejores perspectivas de la economía mundial, en un entorno en el que se vislumbran expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.5% y 4.1% para 2015, apoyado por el dinamismo previsto en el consumo privado, en las remesas familiares y en el comercio exterior; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que dichas perspectivas continúan acotadas por la presencia de algunos riesgos a la baja, que parecieran estar equilibrados en algunos socios comerciales del país; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2015, aprobado por el Congreso de la República, prevé un déficit fiscal de 2.0% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad del tipo de cambio nominal contribuye a que la economía absorba choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios y que en economías pequeñas y abiertas, se justifica la participación del Banco Central en el mercado cambiario, para acumular reservas monetarias internacionales, que permita enfrentar vulnerabilidades de origen externo; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2014, esta Junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

#### PORTANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015, del 15 de diciembre de 2014,

#### RESUELVE:

1. Modificar el inciso a, del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 2

- a. Para 2015 el calendario es el siguiente:

#### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2015

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

2. Modificar la literal C, VARIABLES INFORMATIVAS, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos a que se refiere el Anexo 6 siguiente:

#### ANEXO 6

#### "C. VARIABLES INFORMATIVAS

Las variables informativas, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, permiten mejorar la comprensión de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, así como de su postura. Se dará seguimiento, entre otras, a las variables informativas siguientes:

#### 1. Emisión monetaria

Con el propósito de dar seguimiento integral al comportamiento de la emisión monetaria, se monitoreará la referida variable mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los períodos establecidos. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

#### 2. Medios de pago

Se dará seguimiento a los medios de pago (oferta de dinero) con proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los períodos establecidos. En adición, se realizarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

#### 3. Crédito bancario al sector privado

Se dará seguimiento a la tasa de variación interanual del crédito bancario al sector privado, mediante proyecciones macroeconómicamente consistentes de su tasa de variación interanual, para los períodos establecidos. Adicionalmente, se efectuarán pronósticos de esta variable con horizontes móviles.

#### 4. Tipo de cambio real de equilibrio

Se dará seguimiento de manera trimestral a las desviaciones del tipo de cambio real respecto del tipo de cambio real de equilibrio, con el fin de estimar el valor de sobreapreciación o el valor de sobredepreciación del tipo de cambio real.

#### 5. Tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario

Para complementar el seguimiento que se hace al crédito bancario al sector privado y a los medios de pago se dará seguimiento a las tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario.

#### 6. Tasa de interés de corto plazo

Se dará seguimiento a la tasa de interés de las operaciones de reporto al plazo de 1 día.

#### 7. Tasa de interés neutral

Se dará seguimiento a la estimación de la tasa de interés neutral a efecto de determinar la postura de la política monetaria (neutral, restrictiva o acomodaticia).

#### 8. Índice de Condiciones Monetarias (ICM)

Se dará seguimiento al cálculo del Índice de Condiciones Monetarias, también para determinar la postura de la política monetaria."

3. Modificar el numeral 2, de la literal E, INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, del punto II, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en el sentido de adicionar el inciso c, en los términos a que se refiere el Anexo 7 siguiente:

#### ANEXO 7

#### 2. Política cambiaria

##### "c) Acumulación de reservas monetarias internacionales

Se autoriza al Banco de Guatemala para participar en el mercado cambiario con el propósito de acumular reservas monetarias internacionales, para cuyo efecto deberá tomar en cuenta la evolución de los mercados monetario y cambiario, de manera que no se ponga en riesgo el objetivo fundamental del Banco Central ni se introduzcan distorsiones en variables macroeconómicas relevantes."

4. Mantener vigentes las demás disposiciones de política monetaria, cambiaria y crediticia que no se opongán a las contenidas en la presente resolución.
5. Autorizar a la Secretaría de esta Junta para que publique la presente resolución, la cual entrará en vigencia el 1 de enero de 2015.

  
Armando Felipe García Salas Alvarado  
Secretario  
Junta Monetaria



## ANEXO 6

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-120-2015

Inserta en el punto tercero b) del acta 48-2015, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 16 de diciembre de 2015.

**PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2015.**

**RESOLUCIÓN JM-120-2015.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, del 14 de diciembre de 2015.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que ante las perspectivas favorables de la economía mundial, en un entorno en el que se anticipan expectativas positivas de los agentes económicos, se proyecta que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.1% y 3.9% para 2016; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros organismos financieros internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que el proceso de recuperación de la economía mundial continúa siendo moderado, en una coyuntura en la que prevalece el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2016, aprobado por el Congreso de la República, prevé un déficit fiscal de 1.6% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, el enfoque de gradualidad en la flexibilización cambiaria sigue siendo una opción razonable para la economía guatemalteca, dado que contribuye a absorber choques externos y a que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene como objetivo fundamental la estabilidad en el nivel general de precios; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2015, esta junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, del 14 de diciembre de 2015,

#### RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 1

##### REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

#### • Criterios para la Compra

La regla para la compra estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra de divisas por día.

#### • Criterios para la Venta

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de venta de divisas por día.

#### • Participación por volatilidad inusual

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

#### • Liquidación

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

2. Modificar el inciso a, del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución JM-171-2011, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### ANEXO 2

- a. Para 2016 el calendario es el siguiente:

##### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2016

FECHA
24 DE FEBRERO
30 DE MARZO
27 DE ABRIL
25 DE MAYO
29 DE JUNIO
31 DE AGOSTO
28 DE SEPTIEMBRE
30 DE NOVIEMBRE

3. Autorizar a la secretaría de esta junta para que publique la presente resolución, la que entrará en vigencia el 1 de enero de 2016.

  
Armando Felipe García Salas Alvarado  
Secretario  
Junta Monetaria



## ANEXO 7

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-123-2016

Inserta en el punto tercero b) del acta 53-2016, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 14 de diciembre de 2016.

**PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2016.**

**RESOLUCIÓN JM-123-2016.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2016, y Perspectivas Económicas para 2017, del 12 de diciembre de 2016.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que ante las perspectivas de crecimiento de la economía internacional, incluyendo la de los principales socios comerciales de Guatemala, así como las condiciones económicas internas previstas, se estima que el país podría registrar un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.0% y 3.8% para 2017; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros entes internacionales, las cuales están sujetas a revisiones periódicas, dado que la recuperación de la economía mundial está rodeada de riesgos, en una coyuntura en la que prevalece el avance del proceso de normalización de la política monetaria estadounidense; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2017 prevé un déficit fiscal de 1.9% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, el enfoque de gradualidad en la flexibilización cambiaria sigue siendo una opción razonable para la economía guatemalteca, particularmente en la actual coyuntura, dado que contribuye a que el tipo de cambio nominal absorba choques externos y brinde señales claras a los agentes económicos acerca de la determinación del precio de la divisa; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2016, este cuerpo colegiado estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2016, y Perspectivas Económicas para 2017, del 12 de diciembre de 2016,

#### RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, y sus modificaciones, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### “ANEXO 1

##### REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**

La regla para la compra estará activa permanentemente.  
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado de las operaciones de compra liquidadas con el público, o de las operaciones interbancarias liquidadas, en ambos casos en el horario establecido por el Comité de Ejecución, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cinco subastas de compra de divisas por día.

- **Criterios para la Venta**

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado de las operaciones de venta liquidadas con el público, o de las operaciones interbancarias liquidadas, en ambos casos en el horario establecido por el Comité de Ejecución, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.75%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cinco subastas de venta de divisas por día.

- **Participación por volatilidad inusual**

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

- **Liquidación**

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.”

2. Modificar el inciso a del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución JM-171-2011, y sus modificaciones, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### “ANEXO 2

- a. Para 2017 el calendario es el siguiente:

##### CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, DURANTE 2017

FECHA
22 DE FEBRERO
22 DE MARZO
26 DE ABRIL
31 DE MAYO
28 DE JUNIO
30 DE AGOSTO
27 DE SEPTIEMBRE
29 DE NOVIEMBRE

3. Autorizar a la secretaría de esta junta para que publique la presente resolución, la que entrará en vigencia el 1 de enero de 2017.

  
Armando Felipe García Salas Alvarado  
Secretario  
Junta Monetaria



## ANEXO 8

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-113-2017

Inserta en el punto tercero b) del acta 50-2017, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 13 de diciembre de 2017.

**PUNTO TERCERO b): Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2017.**

**RESOLUCIÓN JM-113-2017.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2017, y Perspectivas Económicas para 2018, del 11 de diciembre de 2017.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que las estimaciones de cierre para 2017 y las proyecciones para 2018 relativas a la evolución de la economía mundial, incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala, así como las condiciones económicas internas previstas, anticipan un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.0% y 3.8% para 2018; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI), y de otros entes internacionales, las cuales denotan un fortalecimiento del proceso de recuperación de la economía mundial, como resultado del aumento en los flujos de comercio mundial, el incremento de la inversión privada y la producción manufacturera, la menor volatilidad en los mercados financieros internacionales e importantes niveles de confianza económica. Dicho entorno sería favorable para el país, en particular la mejora del crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales, dado que tendría un efecto positivo en la demanda de las exportaciones guatemaltecas; así como en los flujos de remesas familiares, de turismo e inversión extranjera directa. No obstante, dichas perspectivas están sujetas a revisiones periódicas, dado que aún privan riesgos a la baja, debido, entre otros factores, al sesgo proteccionista en algunas de las principales economías avanzadas, el gradual endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, la falta de certeza sobre la efectiva implementación de medidas de política económica por parte del gobierno estadounidense, la incertidumbre sobre los efectos de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*), las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, el débil incremento de la productividad, la desigualdad del ingreso y la intensificación de las tensiones geopolíticas; **CONSIDERANDO:** Que, en el ámbito interno, se anticipa un mayor crecimiento del consumo privado, asociado, entre otros factores, al efecto positivo de la evolución de los salarios en términos reales, la recuperación prevista en el crédito al consumo y el dinamismo de las remesas familiares que aún se mantendría en buena parte del año; asimismo, se anticipan mayores niveles de inversión privada; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado que registró para el ejercicio fiscal 2018, dado que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de presupuesto correspondiente, será el presupuesto vigente para el ejercicio fiscal 2017, ello implicará un atraso en la ejecución del gasto público a inicios del próximo año en la medida que se logren efectuar las adecuaciones presupuestarias que correspondan y se establezcan las fuentes de financiamiento de dicho presupuesto; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, continuar avanzando en el enfoque de gradualidad en la flexibilización cambiaria sigue siendo una opción razonable para la economía guatemalteca, particularmente en la actual coyuntura, dado que contribuye a que el tipo de cambio nominal absorba choques externos, que en caso contrario se trasladarían directamente a variables del sector real, al mismo tiempo que brinda señales claras a los agentes económicos acerca de, por una parte, la determinación del precio de la divisa y, por la otra, que las acciones de la autoridad monetaria se centran en mantener la estabilidad en el nivel general de precios y, por ende, no tiene un objetivo cambiario; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2017, este cuerpo colegiado estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2017, y Perspectivas Económicas para 2018, del 11 de diciembre de 2017,

#### RESUELVE:

1. Modificar el Anexo 1, REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS, de la resolución número JM-171-2011, y sus modificaciones, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### "ANEXO 1

##### REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO INSTITUCIONAL DE DIVISAS

- **Criterios para la Compra**  
La regla para la compra estará activa permanentemente.  
Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado de las operaciones de compra liquidadas con el público, o de las operaciones interbancarias liquidadas, en ambos casos en el horario establecido por el Comité de Ejecución, sea igual o menor al promedio

móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.80%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cinco subastas de compra de divisas por día.

- **Criterios para la Venta**

La regla para la venta estará activa permanentemente.

Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado de las operaciones de venta liquidadas con el público, o de las operaciones interbancarias liquidadas, en ambos casos en el horario establecido por el Comité de Ejecución, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.80%, el Banco de Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones.

El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cinco subastas de venta de divisas por día.

- **Participación por volatilidad inusual**

El Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma.

- **Liquidación**

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme a los criterios mencionados, se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real."

2. Modificar el inciso a) del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución JM-171-2011, y sus modificaciones, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### "ANEXO 2

- a. Para 2018 el calendario es el siguiente:

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

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

3. Autorizar a la secretaría de esta junta para que publique la presente resolución, la que entrará en vigencia el 1 de enero de 2018.

  
Ronneo Augusto Arhila Navarro  
Secretario  
Junta Monetaria



(132919-2)-22-diciembre

## ANEXO 9

### JUNTA MONETARIA RESOLUCIÓN JM-111-2018

Inserta en el punto tercero b) del acta 48-2018, correspondiente a la sesión celebrada por la Junta Monetaria el 12 de diciembre de 2018.

**PUNTO TERCERO b):** Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2018.

**RESOLUCIÓN JM-111-2018.** Conocido el documento del Banco de Guatemala, que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2018, y Perspectivas Económicas para 2019, del 10 de diciembre de 2018, elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

#### LA JUNTA MONETARIA:

**CONSIDERANDO:** Que esta junta en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones, determinó la política monetaria, cambiaria y crediticia, mediante la cual estableció una meta de inflación de mediano plazo a partir de 2013 de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual ha tenido una significativa importancia para anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que influye favorablemente en las decisiones de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro; **CONSIDERANDO:** Que en la citada resolución se establece que, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional, la política monetaria, cambiaria y crediticia se revise por lo menos una vez al año y, de ser el caso, se propongan las modificaciones que se consideren convenientes; **CONSIDERANDO:** Que las estimaciones de cierre para 2018 y las proyecciones para 2019 relativas a la evolución de la economía mundial, incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala, así como las condiciones económicas internas previstas, se anticipa un incremento del Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, de entre 3.0% y 3.8% para 2019; **CONSIDERANDO:** Que las proyecciones de los sectores monetario, real, fiscal y externo se fundamentan en la información más reciente, entre la que destaca las perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI), y de otros entes internacionales, las cuales denotan que el crecimiento económico mundial continuará siendo sólido, al prever que la economía mundial crezca 3.7% tanto en 2018 como en 2019, resultado del aumento de consumo privado y del comercio internacional; no obstante, dicho crecimiento sería ligeramente más bajo y menos sincronizado que el previsto a principios de año, debido a la moderación en la actividad económica de algunas economías avanzadas durante el segundo semestre de 2018. No obstante, dichas perspectivas están sujetas a revisiones periódicas, dado que aún privan riesgos a la baja, debido, entre otros factores, a 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, la desigualdad del ingreso y la intensificación de las tensiones geopolíticas; **CONSIDERANDO:** Que, en el ámbito interno, se anticipa un mayor crecimiento del consumo privado, asociado, entre otros factores, al incremento en el ingreso real de los hogares, que seguiría apoyado por el aumento de las remesas familiares y de las remuneraciones; asimismo, se anticipan mayores niveles de inversión pública y privada; **CONSIDERANDO:** Que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019, aprobado por el Congreso de la República, prevé un déficit fiscal de 2.4% del PIB; **CONSIDERANDO:** Que en un esquema de metas explícitas de inflación, 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, 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; **CONSIDERANDO:** Que, de la evaluación

realizada a la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2018, esta junta estima pertinente introducir modificaciones a la misma,

#### POR TANTO:

Con fundamento en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala; 3, 4, 13 y 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, y tomando en cuenta el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2018, y Perspectivas Económicas para 2019, del 10 de diciembre de 2018, elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala,

#### RESUELVE:

1. Modificar el inciso a, del Anexo 2, CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER, de la resolución número JM-171-2011, y sus modificaciones, por virtud de la cual se determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, en los términos siguientes:

#### "ANEXO 2

- a. Para 2019 el calendario es el siguiente:

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

2. Autorizar a la secretaría de esta junta para que publique la presente resolución, la que entrará en vigencia el 1 de enero de 2019.

Romero Augusto Arce Jimenez  
Secretario  
Junta Monetaria



[161089-2]-21-diciembre