



BANCO DE GUATEMALA



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

JULIO DE 2018

CONTENIDO¹

| | |
|--|-----------|
| ANTECEDENTES | 1 |
| SÍNTESIS EVALUATIVA..... | 2 |
| I. DESEMPEÑO ECONÓMICO MUNDIAL | 7 |
| A. COYUNTURA RECIENTE..... | 7 |
| 1. Desempeño general..... | 7 |
| 2. Desempeño de las economías avanzadas | 9 |
| 3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo | 11 |
| 4. Mercados financieros internacionales..... | 15 |
| 5. Precios internacionales de algunas materias primas..... | 16 |
| 6. Inflación y política monetaria..... | 20 |
| II. DESEMPEÑO ECONÓMICO INTERNO | 26 |
| A. ACTIVIDAD ECONÓMICA | 26 |
| B. SECTOR EXTERNO | 30 |
| C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2018..... | 35 |
| 1. Evolución reciente de la inflación..... | 35 |
| 2. Proyecciones y expectativas de inflación | 39 |
| 3. Variables informativas de la política monetaria | 40 |
| 4. Respuesta de política..... | 45 |
| 5. Evolución de las finanzas públicas | 46 |

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 20 de julio de 2018.

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

ANTECEDENTES

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Presidente del Banco de Guatemala debe comparecer ante el Honorable Congreso de la República para rendir informe circunstanciado durante los meses de enero y de julio de cada año. De acuerdo con el artículo citado, en julio, debe dar cuenta de la ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en el ejercicio corriente.

Para dar cumplimiento al mandato legal señalado, el Presidente en funciones del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a julio de 2018. Como marco del citado informe, se considera importante hacer énfasis ante el Honorable Congreso que 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.

Para tal propósito, la Junta Monetaria en resolución JM-171-2011 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 y JM-113-2017, 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.

SÍNTESIS EVALUATIVA

En el **entorno externo**, durante el primer semestre del año, la economía mundial evidenció una expansión generalizada, tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, impulsada por el aumento del volumen de comercio internacional, el dinamismo de la inversión y el repunte de la producción industrial; aunque en un contexto en el que privaron riesgos a la baja e incertidumbre. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial crecería 3.9% tanto en 2018 como en 2019, ligeramente por arriba de lo registrado en 2017 (3.7%).

En las economías avanzadas, la actividad económica continuó fortaleciéndose, por lo que las perspectivas de crecimiento económico son positivas para 2018 (2.4%) y para 2019 (2.2%). Estados Unidos de América siguió mostrando un sólido desempeño económico y se prevé que crezca 2.8% en 2018 y 2.6% en 2019, resultado de mayores niveles de confianza de empresarios y consumidores, derivados del efecto expansivo derivado de los recortes de impuestos a las empresas y a las personas y de la fortaleza del mercado laboral; así como, de un entorno en el que las condiciones monetarias siguen siendo acomodaticias, en congruencia con el proceso gradual de normalización de la política monetaria en dicho país. No obstante, existen riesgos que están sesgados a la baja, particularmente, las medidas proteccionistas en el ámbito del comercio internacional y la intensificación de las tensiones geopolíticas. Adicionalmente, es importante destacar que mayores presiones inflacionarias respecto de las previstas podrían propiciar una normalización más acelerada de la política monetaria y, por ende, afectar las expectativas actuales respecto del crecimiento económico estadounidense.

En la Zona del Euro, el crecimiento de la actividad económica continuó dinámico y generalizado entre los países de la zona. Las previsiones de crecimiento económico para 2018 (2.2%) y para 2019 (1.8%), se

fundamentan en el aumento tanto de la demanda interna como de la demanda externa; sin embargo, privan riesgos que podrían afectar el desempeño económico, en particular, la incertidumbre política, las negociaciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*) y la vulnerabilidad de los sistemas financieros, en algunos países de la región.

Por su parte, para las economías de mercados emergentes y en desarrollo se estima un crecimiento de 4.9% en 2018 y de 5.1% en 2019, reflejo del fortalecimiento de la actividad económica en un número cada vez mayor de países. En efecto, destaca el crecimiento económico esperado tanto en la República Popular China (6.6% en 2018 y 6.4% 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. No obstante, al igual que para las economías avanzadas, los riesgos para este grupo de economías siguen sesgados a la baja, derivado, principalmente, de la expectativa de condiciones financieras menos favorables y del potencial efecto negativo de un aumento de las medidas proteccionistas a nivel mundial.

En el caso de los países de Centroamérica, el PIB registraría un crecimiento de 3.5% tanto en 2018 como en 2019, apoyado por el comportamiento favorable de la demanda interna, particularmente del consumo privado y de la demanda externa, asociada a la mejora en el entorno económico mundial, en particular, al fortalecimiento de la actividad económica de Estados Unidos de América, aunque los riesgos a la baja persisten, ante la caída de los precios de algunos de los principales productos de exportación de la región y el incremento de las tasas de interés a nivel internacional, particularmente en los Estados Unidos de América.

En los mercados financieros internacionales, los principales índices accionarios, en particular en las economías avanzadas, mostraron una corrección a la baja desde inicios de febrero, luego de la marcada tendencia al alza observada desde finales del año

anterior, ante la expectativa de que la Reserva Federal (FED) podría acelerar el proceso de normalización de su política monetaria, como consecuencia del mayor dinamismo en el crecimiento de esa economía y que la inflación se acerca cada vez más al objetivo de mediano plazo de ese banco central. A pesar de ello, los índices accionarios se mantienen en niveles elevados y las condiciones financieras internacionales, aunque continúan siendo favorables, han comenzado a generar ciertas presiones en algunas economías emergentes y la volatilidad permanece elevada.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala presentaron incrementos durante el primer semestre de 2018. El aumento en el precio del petróleo refleja, por una parte, el mayor dinamismo de la demanda mundial y algunos factores de oferta, asociados, principalmente, al cumplimiento pleno de la cuota de producción establecida por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y, por la otra, el aumento de tensiones geopolíticas en Oriente Medio, aunque el constante crecimiento de la producción de Estados Unidos de América continúa moderando parte de las presiones al alza en el precio del crudo. Por su parte, el aumento de los precios del maíz amarillo y del trigo, responde, principalmente, a condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores. En ese contexto, para 2018, las proyecciones de precios promedio del petróleo, del maíz amarillo y del trigo, en el escenario base, se ubicarían por arriba de los registrados en 2017.

A nivel internacional, la inflación se mantuvo relativamente moderada, reflejo de presiones inflacionarias que se mantuvieron contenidas en las economías avanzadas y de la desaceleración en la inflación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se desaceleró, aunque en un contexto en el que los factores que ejercieron presiones

a la baja han comenzado a revertirse. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantiene alrededor de las respectivas metas de inflación de los países de la región, aunque no se descartan presiones al alza provenientes del aumento en los precios de los combustibles.

En el **entorno interno**, el producto interno bruto durante el primer trimestre de 2018, registró una tasa de crecimiento interanual de 2.0%, por debajo de lo observado en el primer trimestre del año previo (3.2%). En cuanto a la estimación de crecimiento del PIB anual para 2018, esta se revisó a la baja a un rango entre 2.8% y 3.2%², como resultado, principalmente, de la desaceleración de la demanda externa y de un crecimiento menor al previsto en algunos componentes de la demanda interna. A mayo del presente año, la variación interanual de la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica fue de 2.8%, la cual es congruente con el límite inferior del rango de crecimiento anual previsto, antes citado. En cuanto al comercio exterior a mayo, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró una disminución de 2.8%, respecto de similar periodo de 2017, explicada por la reducción en el volumen exportado (9.3%), contrarrestado, en parte, por el aumento en el precio medio de exportación (8.3%), incremento que ocurrió a pesar de que los precios del caucho natural, del azúcar y del café registraron disminuciones importantes. Entre los principales productos de exportación que registraron disminuciones en volumen destacan: plomo; azúcar; piedras y metales preciosos y semipreciosos; café; y banano; no obstante, un grupo importante de productos registró incrementos significativos. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 9.8%, reflejo de un incremento en el precio medio de importación (11.3%), compensado, parcialmente, por una disminución en el volumen importado (1.4%),

² El rango anterior se ubicaba entre 3.0% y 3.8%. Las razones que dieron lugar a su revisión a la baja se explican en el apartado sobre actividad económica del desempeño económico interno.

comportamiento asociado, principalmente, al alza registrada en el precio internacional del petróleo, que propició una menor demanda de combustibles, por el incremento que registraron los precios de estos productos. Dicho aumento en el precio del crudo generó un alza de US\$183.8 millones en el pago de la factura petrolera, a diferencia de lo registrado en 2015 y 2016, años en los que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones de ese rubro.

Al 30 de junio de 2018, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$4,399.1 millones, superior en US\$346.7 millones (8.6%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo; esto representa una desaceleración respecto del año anterior, que, como se anticipó, refleja la reducción de los envíos extraordinarios (constituidos principalmente por ahorros); no obstante, el flujo de remesas familiares, en términos nominales (en dólares estadounidenses), continúa siendo dinámico, dado que el desempleo hispano se mantiene en niveles históricamente bajos. Sin embargo, el principal riesgo a la baja para el flujo de remesas familiares lo constituye la política anti-inmigratoria de los Estados Unidos de América.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de junio de 2018, registró un monto de US\$11,979.2 millones, mayor en US\$209.7 millones al de diciembre de 2017, debido, fundamentalmente, a las compras netas efectuadas mediante la activación de la regla de participación cambiaria y del mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales³, lo que compensó, por una parte, los pagos por deuda externa del sector público y, por la otra, la amortización de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América. El referido nivel de RIN equivale a 7.3

meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

En cuanto al tipo de cambio nominal, durante el primer semestre registró una depreciación interanual de 2.16% (depreciación acumulada de 2.02%), como resultado de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las remesas familiares, del aumento en el valor de las importaciones y del menor dinamismo de las exportaciones. El Banco Central continuó participando en el mercado cambiario con el objetivo 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\$376.3 millones. En tanto que, la participación por acumulación de reservas monetarias internacionales (vigente entre enero y mayo del presente año) alcanzó un monto de US\$348.4 millones, lo que sitúa la participación del Banco Central, en términos netos, en US\$724.7 millones. Por otra parte, el saldo de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América se situó en US\$106.0 millones, menor en US\$89.0 millones al saldo observado a finales de 2017.

El ritmo inflacionario a junio se ubicó en 3.79%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria de la inflación responde a condiciones tanto de demanda como de oferta y estuvo explicada, principalmente, por el alza de los precios de los bienes de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, dado que el resto de divisiones de gasto no registraron incrementos significativos en sus precios. Cabe destacar que la evolución de precios de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, refleja, según lo previsto, la reversión de los choques de oferta que afectaron su trayectoria a finales del año anterior, particularmente, los rubros de hortalizas, verduras y tubérculos y de frutas. Adicionalmente a los choques de oferta a los que ha

³ Dicho mecanismo, previsto en la política cambiaria vigente, se implementó entre enero y mayo del presente año (acumulándose un total de US\$348.4 millones), con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario que se observó a finales del año previo.

estado expuesta la inflación, esta ha respondido a las condiciones de la demanda agregada, particularmente las del consumo privado, asociadas al comportamiento de los salarios, de las remesas familiares y del crédito bancario al consumo, cuyo crecimiento ha sido moderado, dada la posición cíclica de la economía, lo cual 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), estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas de interés, activa y pasiva del sistema bancario, continuaron estables, lo que evidencia que los elevados niveles de liquidez en la economía responden a la menor demanda de créditos.

Los principales agregados monetarios y de crédito, al 30 de junio, evidenciaron un comportamiento congruente con las condiciones de la actividad económica. El crecimiento interanual de la emisión monetaria se ubicó en 8.5% (12.3% a finales del año anterior), comportamiento congruente con su estacionalidad y con el menor dinamismo que registraron los flujos de remesas familiares en los primeros meses del presente año; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 7.3%, en términos interanuales. El crédito bancario al sector privado mostró un mejor desempeño (aumento de 4.4% en términos interanuales) que el crecimiento interanual observado a finales del año anterior (3.8%), resultado de la recuperación que muestra el crédito al sector empresarial, el cual ha sido parcialmente compensado por la moderación del crédito destinado 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, rige el presupuesto del ejercicio fiscal anterior. En ese contexto, el monto del presupuesto inicial para 2018 equivale a

12.9% del PIB, previéndose que el déficit fiscal se sitúe en 1.7% del PIB a finales del presente año (1.3% en 2017). Según cifras al 30 de junio, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.1%; mientras que los gastos fueron superiores en 7.0%, respecto de similar periodo del año anterior, previéndose que su dinámica se mantenga en la medida en que las entidades gubernamentales ajusten sus planes de trabajo a los techos presupuestarios del año anterior o que se realicen las modificaciones presupuestarias correspondientes, en este último caso destaca la ampliación presupuestaria aprobada por el Congreso de la República para atender la emergencia asociada a la erupción del Volcán de Fuego por Q582.5 millones, lo que elevaría a 1.9% del PIB el déficit previsto en el presupuesto vigente. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q77,187.4 millones, mayor en Q4,451.5 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\$8,088.0 millones, menor en US\$93.5 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). A junio, el Ministerio de Finanzas Públicas había realizado colocaciones de bonos del tesoro equivalentes al 37.7% del monto programado para el ejercicio fiscal 2018 (Q13,749.1 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la actividad económica mundial mantiene un crecimiento sólido, impulsada por un mejor desempeño tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque los riesgos permanecen sesgados a la baja. Las condiciones financieras internacionales siguen siendo benignas, a pesar del reciente incremento en los niveles de volatilidad que registran los principales índices accionarios. Los precios internacionales de las materias primas que pueden afectar la inflación en Guatemala mostraron incrementos respecto del año pasado, en tanto que los pronósticos de precios medios para 2018 prevén que estos registrarían incrementos moderados,

por lo que aún se mantendrían en niveles relativamente bajos.

En el entorno interno, el PIB real creció 2.8% en 2017, menor al crecimiento del año anterior (3.1%) y debajo del PIB potencial (3.5%); en tanto que para 2018 se estima que la actividad económica crecería en un rango entre 2.8% y 3.2%. En ese sentido, el desempeño económico evoluciona conforme el rango revisado, como lo confirma el comportamiento del IMAE, el comercio exterior y las remesas familiares. Por su parte, la estabilidad de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) reflejó el manejo prudente de la política monetaria y cambiaria, como fue resaltado tanto por la misión del FMI que visitó Guatemala del 6 al 19 de marzo, como por el Directorio Ejecutivo de dicho organismo en su sesión del 25 de mayo, en el marco de la Consulta del Artículo IV con el país correspondiente a 2018.

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

I. DESEMPEÑO ECONÓMICO MUNDIAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Desempeño general

Durante el primer semestre de 2018, la actividad económica a nivel mundial continuó experimentado un sólido crecimiento, el cual deviene, entre otros factores, del incremento del volumen del comercio internacional, del aumento en la inversión privada y de la recuperación de la producción manufacturera, en un ambiente en el que las condiciones macroeconómicas siguen siendo favorables, ante los elevados niveles de confianza, la mejora en los precios de las materias primas, las condiciones financieras internacionales aún benignas y el apoyo de las políticas económicas. Este panorama se ha traducido en una mejora en las perspectivas de crecimiento económico mundial para el presente año y para el próximo.

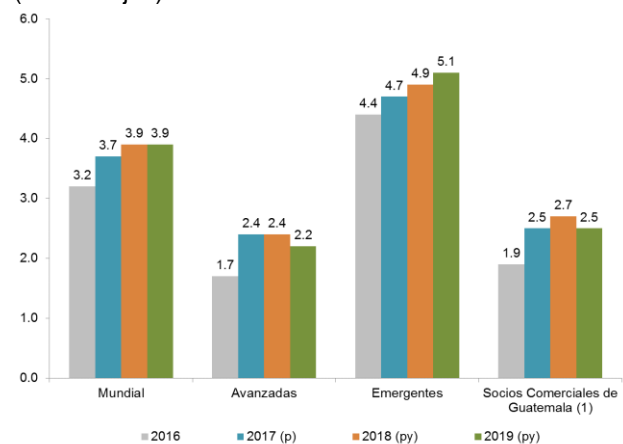
No obstante, aún prevalecen riesgos a la baja, especialmente los derivados del ámbito político y geopolítico. En Estados Unidos de América destaca, por una parte, la materialización de medidas comerciales proteccionistas, las cuales ya han generado reacciones por parte de otros países (particularmente la República Popular China) y, por la otra, la probabilidad de que el ritmo de normalización de su política monetaria sea más rápido de lo esperado, lo cual ha comenzado a generar alguna volatilidad en los mercados financieros. En la Zona del Euro, continúa la incertidumbre asociada a las negociaciones en el marco del *Brexit* y la gestión del proceso de normalización de la política monetaria. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, prevalecen las tensiones políticas en algunos países, los efectos negativos que se derivarían de un aumento del proteccionismo y la mayor exposición ante el endurecimiento de las condiciones financieras. En cuanto a los factores geopolíticos, sobresale la posible intensificación de las tensiones existentes (principalmente Rusia, Corea del Norte y Siria).

Con ese panorama, se prevé que la economía mundial crezca 3.9% tanto en 2018 como en 2019, por

arriba de lo registrado en 2017 (3.7%), resultado del mejor desempeño esperado tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas crecerían por encima de su nivel potencial, 2.4% en 2018 y 2.2% en 2019 (2.4% en 2017), 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. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.9% en 2018 y 5.1% en 2019, reflejo del impulso proveniente de las economías avanzadas, el aumento en los precios de las materias primas y condiciones financieras aún benignas.

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (Porcentajes)



(p) Preliminar.

(py) Proyectado.

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

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

En Estados Unidos de América, el crecimiento sigue apoyado por la mayor demanda interna, ante el aumento de la inversión y del consumo, los cuales registrarían un impulso adicional, resultado de los recortes de impuestos contemplados en la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, en un entorno de condiciones monetarias acomodaticias, el fortalecimiento patrimonial de los hogares y la mejora sustancial del mercado laboral; no obstante, aún prevalece la incertidumbre en el ámbito político, la cual podría afectar la confianza y el desempeño de la actividad económica. Las proyecciones anticipan que la economía estadounidense crecería 2.8% en 2018 y 2.6% en 2019.

En la Zona del Euro, la recuperación económica se ha consolidado y generalizado, impulsada por la demanda interna, la que se ha beneficiado de la mejora en la confianza de los consumidores y de los empresarios; sin embargo, el proceso de negociación del *Brexit* y los retos que implica la normalización de la política monetaria de dicha zona, siguen siendo riesgos relevantes. El crecimiento previsto para la región es de 2.2% para 2018 y de 1.8% para 2019.

Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo las perspectivas siguen mejorando, lo que propiciaría un mayor aporte de estas economías al crecimiento mundial. Destaca, por una parte, el dinamismo en el crecimiento económico esperado tanto en India como en la República Popular China y, por la otra, la consolidación gradual de la recuperación de Brasil y de Rusia. No obstante, este conjunto de economías sigue enfrentando importantes retos, particularmente los derivados de la expectativa de condiciones financieras más restrictivas a nivel mundial, la potencial introducción de barreras al comercio internacional, la vulnerabilidad del sistema financiero chino y la posibilidad de una eventual reducción de los precios de las materias primas. Se estima que este grupo de economías, en conjunto, crecerían 4.9% en 2018 y 5.1% en 2019.

Los mercados financieros internacionales, a pesar del desempeño macroeconómico favorable, presentaron una dinámica caracterizada por elevados niveles de volatilidad, luego de la corrección que experimentaron los principales índices accionarios a principios de febrero, reflejando el aumento de la aversión global al riesgo, ante la preocupación de que el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense pudiera ser más rápido de lo anticipado, el posible aumento del proteccionismo y la intensificación de las tensiones geopolíticas. Aun cuando existe una mayor cautela en los mercados financieros, las condiciones continúan siendo favorables; sin embargo, esas condiciones podrían cambiar en la medida en que aumenten las tasas de interés a nivel mundial.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden afectar la inflación de Guatemala registraron incrementos respecto de los niveles observados a finales del año anterior. El aumento en el precio del petróleo refleja la mayor demanda mundial, el cumplimiento pleno del acuerdo de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros importantes productores (especialmente Rusia) y, más recientemente, la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, que han contribuido a reducir los inventarios mundiales; aunque el incremento sostenido en la producción de Estados Unidos de América ha limitado un crecimiento más acelerado de los precios del crudo. Por su parte, el incremento en el precio del maíz amarillo se explica por condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores de América del Sur y de Estados Unidos de América y, en menor medida, por el aumento de la demanda mundial; mientras que el incremento en el precio del trigo se asocia a la preocupación sobre el daño que la producción estadounidense pudiera experimentar ante las condiciones climáticas poco propicias en las zonas productoras de ese país.

En cuanto a la inflación internacional, a pesar del aumento en los precios de algunas materias primas, en particular del petróleo y sus derivados, esta se ha mantenido relativamente moderada, reflejo de menores presiones inflacionarias en la mayoría de economías avanzadas y de cierta desaceleración en la inflación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se desaceleró, aunque los factores que ejercieron presiones a la baja han comenzado a revertirse gradualmente. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se moderó ligeramente, ante la disminución en la inflación de alimentos, que compensó las presiones provenientes del aumento en los precios de los combustibles.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico fue de 2.0% en el primer trimestre de 2018, inferior al registrado en el trimestre previo (2.9%). A pesar del menor ritmo de crecimiento⁴, atribuido, en buena medida, a la moderación del consumo privado, la actividad económica mantiene un sólido desempeño, respaldado por el repunte de la inversión empresarial, especialmente en el sector minero, el aumento del consumo de los hogares, las condiciones financieras aún favorables, los elevados niveles de confianza (reforzados por la aprobación de la reforma tributaria a finales del año anterior), el fortalecimiento patrimonial de los hogares (como resultado de las ganancias en el mercado de valores y de los precios más altos de las viviendas) y la mejora continua del mercado laboral (que se refleja en la tasa de desempleo de 3.8% en mayo, la más baja desde 2000).

⁴ A esto se debe adicionar el efecto que genera la desestacionalización de la serie del PIB, que según indica la BEA, provoca que su nivel sea sistemáticamente más bajo en el primer trimestre del año y mayor en los trimestres subsiguientes.

La Reserva Federal continuó avanzado con el proceso gradual de normalización de su política monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), luego de incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés objetivo de fondos federales en marzo, ubicándola en un rango entre 1.50% y 1.75%, decidió no modificarla en mayo y la aumentó nuevamente en junio a un rango de entre 1.75% y 2.00%, conforme lo había anticipado el mercado; además continúa con la reducción de su hoja de balance. Cabe destacar que las expectativas de mercado sugieren, con una alta probabilidad, que dicha tasa de interés podría registrar dos incrementos adicionales en lo que resta de 2018.

En un horizonte de mediano plazo, el mercado espera que prevalezca el enfoque gradual y predecible en el proceso de normalización de la política monetaria⁵. No obstante, el aumento de las expectativas de inflación, asociado a los potenciales efectos de la política fiscal expansiva, podría generar presiones inflacionarias que podrían acelerar el ritmo de normalización anticipado; 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, como se indicó, sería más expansiva, ante la aprobación de la reforma tributaria, que entró en vigencia el 1 de enero del presente año y la ampliación de los límites de gasto público para los años fiscales 2018 y 2019 (por US\$143 millones y US\$153 millones, respectivamente), la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) anticipa un déficit presupuestario de 3.9% del PIB en 2018 y de 4.6% en 2019 (3.5% en

⁵ El nombramiento de Jerome Powell como Presidente de la Reserva Federal, a partir del 3 de febrero de 2018, refleja, en buena medida, la continuidad del proceso de normalización de la política monetaria.

2017)⁶. Cabe destacar que, además de las medidas antes indicadas, el congreso estadounidense suspendió el techo de la deuda en febrero del presente año, el cual deberá ser discutido nuevamente antes del 1 de marzo de 2019. Adicionalmente, en marzo del presente año, aprobó el presupuesto para el actual año fiscal (por alrededor de US\$1.3 billones).

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería 2.8% en 2018 y 2.6% en 2019, apoyada por el incremento de la inversión y del consumo privado, en un ambiente caracterizado por altos niveles de confianza, condiciones financieras aún favorables, un mercado laboral robusto y un mayor impulso fiscal; sin embargo, la incertidumbre política y los riesgos a la baja continuarían presentes, especialmente por la posibilidad de que se produzca un aumento de las represalias comerciales por varios países, ante la implementación de restricciones al comercio exterior por parte del gobierno estadounidense.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 2.5% en el primer trimestre de 2018, inferior al registrado en el trimestre previo (2.8%). Dicha desaceleración se asocia al menor impulso de la demanda interna, debido, entre otros factores, a las condiciones climáticas adversas y al efecto en la confianza debido a las tensiones comerciales con Estados Unidos de América; no obstante lo anterior, la expansión económica de la zona continúa, apoyada por la demanda tanto interna como externa, la postura acomodaticia de la política monetaria y la política fiscal moderadamente expansiva en algunas de las principales economías de la región. El consumo privado y la inversión siguen respaldados por la mejora de las condiciones del mercado laboral, la mayor confianza del consumidor, el incremento en las

ganancias empresariales y los bajos costos de financiamiento; mientras que el crecimiento de las exportaciones, a pesar de la apreciación del euro, refleja el fortalecimiento de la demanda mundial. Los indicadores de la actividad económica son particularmente sólidos en las economías del centro, destacando Alemania, España y Francia, aunque el proceso de recuperación económica ha sido cada vez más firme y generalizado en toda la zona.

El panorama económico de la Zona del Euro se ha fortalecido, debido a un mejor desempeño respecto de lo previsto, indicadores de confianza en niveles relativamente altos y disminución de la incertidumbre política; no obstante, el sentimiento populista aún latente, la incertidumbre que rodea las negociaciones del *Brexit*, el posible aumento del proteccionismo comercial y la normalización de la política monetaria, junto con otros riesgos de índole geopolítico, continúan siendo motivo de preocupación. En el escenario base, las proyecciones anticipan un crecimiento de la actividad económica de 2.2% en 2018 y de 1.8% en 2019.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del primer trimestre de 2018 se situó en 1.2%, levemente inferior al registrado en el trimestre previo (1.4%). La moderación en el desempeño de la actividad económica obedece al ligero aumento del consumo privado, reflejo del leve incremento del ingreso real disponible, en un entorno en el que condiciones climáticas adversas afectaron la inversión empresarial, especialmente del sector de la construcción; en contraste, el aumento de la demanda mundial continuó contribuyendo al crecimiento de las exportaciones y, en menor medida, a la recuperación de la inversión, principalmente la orientada al sector exportador. En ese sentido, se espera que la economía mantenga un ritmo de crecimiento moderado, de 1.5% tanto para 2018 como para 2019, respaldado por el impulso de la demanda externa, condiciones financieras acomodaticias, el proceso de consolidación fiscal más gradual y una ligera mejora en el crecimiento del ingreso real de los hogares, aunque las perspectivas

⁶ Aunque la incertidumbre alrededor del impacto del estímulo fiscal es elevada, el consenso de analistas coincide en que las medidas aprobadas impulsarían el crecimiento económico en el corto plazo, pero que, a su vez, implicaría 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).

para la inversión permanecen fuertemente influenciadas por la incertidumbre que rodea las negociaciones en materia comercial y financiera con la Unión Europea en el marco del *Brexit*⁷.

En Japón, la actividad económica registró una contracción de 0.6% en el primer trimestre de 2018, después de haber crecido 1.0% en el trimestre previo. Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, el resultado refleja la disminución de la inversión privada; en tanto que el consumo se mantuvo sin cambios, debido a las condiciones climáticas adversas y al débil incremento salarial; y las exportaciones aumentaron, pero a un menor ritmo. La economía japonesa registraría una recuperación a partir del segundo trimestre del año, impulsada por la mayor demanda de exportaciones y la evolución positiva de la demanda interna, respaldada por la mejora en las condiciones del mercado laboral, las sólidas ganancias corporativas y el incremento de la inversión empresarial, especialmente la relacionada con la organización de los Juegos Olímpicos de 2020, así como por las políticas de apoyo del gobierno, en

⁷ Las negociaciones iniciaron en junio de 2017, luego de que el Reino Unido invocara el artículo 50 del Tratado de Lisboa el 29 de marzo de ese mismo año, lo cual dio inicio al proceso formal para su salida de la Unión Europea, que según el referido artículo, debe hacerse en un plazo no mayor de dos años. El 8 de diciembre de 2017 concluyó la primera fase de negociaciones, la cual estuvo centrada en garantizar los derechos de los ciudadanos europeos que viven en el Reino Unido y de los británicos que viven en Europa, en evitar una frontera muy estricta entre Irlanda e Irlanda del Norte y en el compromiso del gobierno británico de pagar un importe de entre €40.0 billones y €60.0 billones por su salida de la Unión Europea; cuyos acuerdos fueron aprobados por el Consejo Europeo durante la Cumbre Europea celebrada el 14 y 15 de diciembre de 2017. El 19 de marzo de 2018 finalizó la segunda fase de negociaciones, en la cual se acordó el periodo de transición que seguirá a la fecha de salida formal prevista para el 29 de marzo de 2019, la cual se extenderá 21 meses (hasta el 31 de diciembre de 2020), evitando así una salida abrupta. Durante dicho periodo, el acuerdo de transición le permite al Reino Unido seguir formando parte del mercado común europeo y negociar acuerdos comerciales con terceros países, aunque estos no entrarían en vigor hasta que termine la transición, a cambio le exige aceptar la normativa europea, la jurisprudencia y autoridad del Tribunal de Justicia de la Unión Europea y la libre circulación y establecimiento de ciudadanos europeos en su territorio; le prohíbe tomar parte en las decisiones de la Unión Europea, dado que perderá su representación en las reuniones de ministros europeos, tanto de la Comisión Europea como del Parlamento Europeo; y le obliga a continuar contribuyendo al presupuesto europeo; cuyas disposiciones fueron respaldadas por el Consejo Europeo durante la Cumbre Europea celebrada el 22 y 23 de marzo de 2018. Lo anterior, sentó las bases para la siguiente fase de negociaciones, en la que se abordará la configuración de las futuras relaciones comerciales y otros aspectos pendientes por resolver, como el papel de la Corte Europea de Justicia luego de que se produzca la salida efectiva y la resolución definitiva sobre la frontera irlandesa.

particular el mantenimiento de una política monetaria ampliamente expansiva 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) y la transición demográfica. Derivado de lo anterior, se anticipan tasas de crecimiento económico modestas (1.2% tanto para 2018 como para 2019).

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron fortaleciéndose, impulsadas por las condiciones financieras internacionales aún benignas, la mejora del comercio internacional, el aumento en los precios de las materias primas y una fuerte inversión en infraestructura en algunas economías asiáticas (especialmente la República Popular China). Este conjunto de economías sigue contribuyendo de manera relevante al crecimiento económico mundial, sobre una base más amplia, dado que la mayoría de países registra mayores niveles de actividad económica. Destaca el dinamismo en el crecimiento económico tanto de India como de la República Popular China, así como la consolidación gradual de la recuperación de Brasil y de Rusia; sin embargo, las economías de mercados emergentes y en desarrollo todavía enfrentan riesgos relevantes, asociados, principalmente, a la previsión de condiciones financieras más restrictivas, la introducción de barreras al comercio mundial y a la inversión internacional, la reversión de los precios de las materias primas, 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 6.8% durante el primer trimestre de 2018, igual a la observada en los dos trimestres previos. Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico estuvo influenciado por la

aceleración de la inversión, el sólido desempeño de las ventas minoristas, el aumento de las exportaciones, la mayor demanda energética y el repunte de la inversión residencial. Este resultado es congruente con el objetivo de crecimiento económico que la Asamblea Popular Nacional de China anunció en marzo del presente año (de alrededor de 6.5% para 2018), por lo que el proceso de desaceleración previsto en el marco de la agenda económica, que busca reequilibrar el modelo de crecimiento económico, resultaría más gradual respecto del esperado. No obstante, las autoridades de gobierno mantienen los esfuerzos orientados a garantizar la estabilidad financiera, continuar con las reformas estructurales y fortalecer las políticas ambientales, lo que, según el comunicado del XIX Congreso del Partido Comunista, constituye las principales prioridades para el presente año. En lo que resta de 2018, la economía china podría registrar una moderación en su ritmo de expansión, 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 posible guerra comercial con Estados Unidos de América, representan riesgos importantes para las perspectivas de crecimiento.

En Rusia, luego de cierta desaceleración a finales de 2017, explicada, en buena medida, por factores transitorios⁸, el crecimiento económico repuntó, alcanzando una tasa de 1.3% en el primer trimestre de 2018. La recuperación de la actividad económica, tras la profunda recesión que terminó a finales de 2016, refleja el aumento del consumo de los hogares y la dinámica favorable de la inversión, impulsada por el incremento de los salarios reales, la mejora en los niveles de confianza,

⁸ En particular, la menor producción y distribución de energía, gas y agua, como resultado de las condiciones climáticas prevaletentes, y la ralentización del crecimiento tanto de la industria metalúrgica como de la manufacturera.

la flexibilidad gradual de las condiciones crediticias y el aumento en el precio internacional del petróleo, lo cual ha permitido compensar los efectos adversos de una política fiscal restrictiva y de las sanciones comerciales y financieras internacionales⁹. Sin embargo, 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, a pesar de algunos choques negativos¹⁰, el cambio de tendencia en el crecimiento económico sigue consolidándose a un ritmo moderado, debido a la mayor demanda mundial, la mejora de los indicadores de confianza, la flexibilidad de las políticas monetarias en algunos de estos países, el impulso de la inversión en infraestructura (Argentina, Colombia y Perú, principalmente) y el aumento del precio de algunas de las materias primas relevantes para la región. A nivel de países, el desempeño sigue siendo heterogéneo y aunque los riesgos para el crecimiento económico se han moderado, ante la menor probabilidad de un ajuste abrupto de la economía china, estos permanecen sesgados a la baja. 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; mientras que, en el entorno

⁹ Estados Unidos de América y la Unión Europea 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, Estados Unidos de América ha impuesto sanciones adicionales por la supuesta intromisión en las elecciones estadounidenses de 2016 y ataques cibernéticos de gran magnitud; por su parte, la Unión Europea amplió y prorrogó la aplicación de sanciones hasta el 15 de septiembre del presente año. Estas medidas podrían afectar los niveles de inversión y, por tanto, comprometer la recuperación económica de mediano plazo. Rusia, en contraposición, extendió, hasta finales de 2018, la prohibición de importar productos alimenticios de Estados Unidos de América, la Unión Europea, Australia, Canadá y Noruega y recientemente aprobó una amplia gama de restricciones para las empresas estadounidenses en Rusia.

¹⁰ La materialización de algunos riesgos políticos, choques de oferta en el sector agrícola y el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

interno, sobresale la inestabilidad política derivada, principalmente, de los procesos electorales en algunos países, 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 1.2% en el primer trimestre de 2018, por debajo de lo observado en el trimestre previo (2.1%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al aumento de la inversión, del consumo privado y de las exportaciones, lo cual compensó la disminución del gasto de gobierno. A pesar de que el proceso de recuperación sigue siendo lento, debido a la incertidumbre política, la demanda interna mantiene un desempeño positivo, influenciado por la mejora en el ingreso de los hogares, ante la considerable reducción de la inflación, la política monetaria expansiva (en contraste con la política fiscal contractiva) y la reducción del desempleo; mientras que el dinamismo del sector externo responde a la mejora de los precios de exportación y la mayor demanda externa. No obstante, la economía brasileña todavía enfrenta importantes riesgos en el ámbito fiscal¹¹, que de materializarse, limitarían un proceso de recuperación más robusto.

En México, el crecimiento económico continuó moderándose, afectado por los riesgos y la incertidumbre sobre las renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)¹². La actividad económica registró un crecimiento de 1.3% en el primer trimestre de 2018, levemente inferior al del trimestre previo (1.5%). Las exportaciones siguen siendo

el principal impulso para el crecimiento, ante el fortalecimiento de la actividad económica a nivel mundial (en especial de Estados Unidos de América). El consumo privado mantiene un moderado crecimiento; no obstante, la expansión del crédito al consumo ha contribuido a compensar la reducción de los salarios reales (debido al aumento de la inflación en 2017). Por su parte, la inversión continúa débil, aunque se espera que este año se lleven a cabo importantes actividades de reconstrucción relacionadas con los terremotos ocurridos a finales del año anterior. En ese contexto, la economía mexicana sigue enfrentando un panorama complejo, relacionado, principalmente, con las preocupaciones en torno a la relación comercial con Estados Unidos de América.

En Centroamérica, la actividad económica sigue mostrando un desempeño favorable, respaldado por la mejora de los precios internacionales de algunos productos de exportación y el mayor dinamismo de la economía mundial, en especial de Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región. El consumo privado ha sido beneficiado por el mayor ingreso de los hogares, derivado del aumento en el flujo de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), en un ambiente de moderada inflación. Las perspectivas económicas siguen siendo positivas, sustentadas en la expansión del consumo privado y en el aumento de las exportaciones; no obstante, los niveles de inversión continúan siendo bajos y algunas economías enfrentan importantes retos en materia fiscal (especialmente Costa Rica y El Salvador). Además, la región está expuesta a riesgos asociados a la coyuntura internacional, fundamentalmente, al aumento de las tasas de interés; la materialización de restricciones al comercio, a las migraciones y a la inversión; así como una posible reducción de la cooperación técnica y financiera por parte de Estados Unidos de América.

¹¹ En especial la incertidumbre respecto a la consolidación fiscal y la estabilización de la deuda pública, debido a las dificultades que enfrenta la aprobación de la reforma a la seguridad social.

¹² El proceso comenzó el 16 de agosto de 2017, inicialmente se tenían previstas siete rondas de negociación, con un cierre en marzo de 2018; sin embargo, hubo poco avance, concluyéndose solo seis capítulos de un total de treinta que integran el TLCAN. Los temas más complicados en la mesa de negociación son: la inclusión de una cláusula de extinción cada cinco años (conocida como: *sunset clause*), a menos que los tres países acuerden la extensión del tratado; las reglas de origen (en particular del sector automotriz); y los mecanismos de resolución de controversias (capítulo 19).

RECUADRO 1

CRECIMIENTO INCLUSIVO: RETOS Y OPORTUNIDADES PARA CENTROAMÉRICA Y REPÚBLICA DOMINICANA

Durante 2017, el crecimiento económico de Centroamérica y la República Dominicana (CARD) continuó en una senda positiva. La estabilidad de precios de las materias primas y un mayor dinamismo de la economía estadounidense impulsaron el crecimiento del consumo y la inversión, dando paso a una expansión de la economía regional de 3.8%, resultado ligeramente superior al de 2016; sin embargo, cuando se analiza el crecimiento de la región en un contexto de largo plazo, resulta evidente que este desempeño económico no es suficiente para generar las ganancias necesarias en materia de reducción de la pobreza.

Dicha situación plantea retos importantes para la región, en particular, si se considera que las perspectivas de crecimiento para los próximos tres años no son tan optimistas, debido, entre otros factores, a los riesgos asociados a la política comercial estadounidense. En el entorno interno, cabe resaltar que el sector fiscal enfrenta importantes retos en el mediano plazo y, ante la falta de acuerdos políticos, no se perciben cambios importantes en la política fiscal. Ello podría implicar que el déficit fiscal y la deuda pública mantengan su tendencia creciente y, consecuentemente, afectar el crecimiento económico.

De acuerdo con un estudio publicado recientemente por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), un aspecto favorable para CARD es que su población es relativamente joven. De hecho, la fuerza laboral como proporción de la población total se incrementaría gradualmente hasta 2035, por lo que este bono demográfico es una oportunidad para impulsar el crecimiento económico regional; sin embargo, para aprovecharlo y que no se convierta en una carga adicional, se necesitan acciones complementarias que fortalezcan tanto el capital humano como la eficiencia del mercado laboral, a fin de vincular la oferta laboral con las necesidades de las empresas.

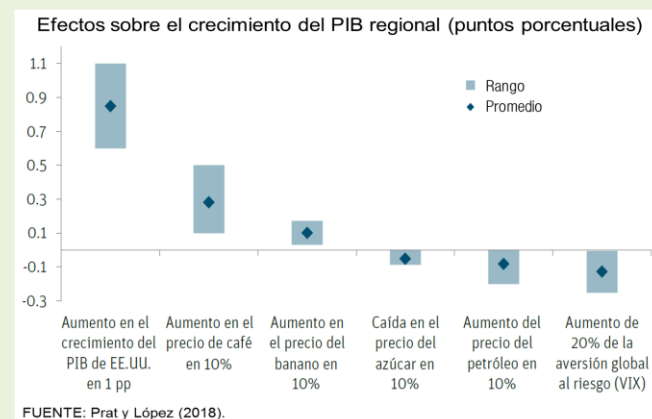
Los autores señalan que es importante que la región invierta en educación y salud, factores clave para generar un crecimiento económico inclusivo que redunde en un círculo virtuoso de bienestar y crecimiento económico regional. Si bien la región tiene una ventana de oportunidad para mejorar el perfil de su fuerza laboral, existen retos para mejorar la calificación del capital humano, los cuales se ven reflejados en indicadores sociales por debajo de la media del resto de países latinoamericanos. Por tanto, es importante que las autoridades regionales identifiquen estos desafíos, pues ello permitirá focalizar sus agendas de política económica y, consecuentemente, incrementar la eficiencia de sus acciones en el corto y mediano plazos.

Por otra parte, los autores también analizan la evolución de la convergencia del crédito en los países de la región, con el propósito de explorar el grado de sincronización de las variables financieras y la capacidad de amplificación de las mismas ante choques inesperados.

En ese sentido, determinaron que la convergencia del crédito muestra respuestas asimétricas, una desaceleración de la actividad económica de un socio comercial, reduce el crédito de manera sincronizada (mayor convergencia); mientras que una aceleración aumenta el crédito en los países de manera heterogénea (menor convergencia).

Por lo anterior, entender cómo se ve afectada la convergencia, si los detonantes externos son al alza o a la baja, proporcionaría información relevante sobre la dinámica regional del crédito. En ese sentido, los autores señalan que resulta relevante la planeación de políticas públicas orientadas a mitigar los riesgos para el sector bancario.

Asimismo, los autores señalan que a pesar de que en el mediano plazo los riesgos para el crecimiento económico regional están sesgados a la baja, las expectativas en las condiciones de demanda externa, en especial de productos primarios relevantes para la región, sugieren un impulso favorable para el crecimiento del PIB en 2018. Sin embargo, aún si Estados Unidos de América logra tener un mayor crecimiento económico en 2018 respecto de lo que se previó a mediados del año anterior, no se debe descartar que otras de sus políticas podrían afectar el crecimiento económico de la región. En particular, una política comercial más restrictiva, reduciría el PIB regional, en promedio, en 0.6 puntos porcentuales anualmente en un periodo de diez años. De manera análoga, un endurecimiento de su política migratoria, podría reducir la tasa de crecimiento del PIB de los países del Triángulo Norte (en promedio 0.6 puntos porcentuales).



Finalmente, los autores recomiendan que la agenda de política regional debe examinarse en el contexto descrito, con el propósito de establecer prioridades claras que permitan aprovechar la creciente fuerza laboral, el sólido sistema financiero, el elevado grado de integración y el acervo natural e histórico con que cuenta la región, factores que podrían acelerar el crecimiento y permitirían una distribución más equitativa de los beneficios.

Fuente: Jordi Prat y Arnoldo López (2018). "Crecimiento Inclusivo: Retos y oportunidades para Centroamérica y República Dominicana". Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo.

4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer semestre de 2018, los mercados financieros internacionales presentaron una elevada volatilidad, atribuida, principalmente, a la expectativa de que el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense podría ser más acelerado de lo anticipado, ante el posible resurgimiento de las presiones inflacionarias en ese país; el riesgo de un aumento del proteccionismo, tras el anuncio de medidas de esta índole por parte de Estados Unidos de América y las represalias de la República Popular China; así como por las crecientes tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

Dichos factores provocaron un aumento de la aversión global al riesgo, que se reflejó en fuertes correcciones a la baja de corta duración en los mercados accionarios desde febrero, especialmente de las economías avanzadas, aunque recientemente han mostrado cierta recuperación. Esto ha propiciado una mayor 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, las fuentes de incertidumbre, relacionadas con riesgos de carácter tanto económico como político y geopolítico, son más prominentes, lo cual no permite descartar la posibilidad de que se produzcan nuevos episodios de ajustes en los precios de los activos, dado que, incluso después de las correcciones observadas, las valoraciones de una amplia variedad de activos se mantienen elevadas.

En las economías avanzadas, los índices accionarios registraron disminuciones respecto de los niveles observados a finales del año anterior. En Estados Unidos de América, la disminución en los precios de las acciones responde, en gran medida, a las preocupaciones sobre la posible adopción de medidas proteccionistas más agresivas, que eventualmente podrían convertirse en una guerra comercial de gran escala; al débil desempeño de las acciones del sector tecnológico, tras el presunto mal uso de datos de los

usuarios de *Facebook* por parte de los consultores políticos *Cambridge Analytica*; al repunte de las tasas de interés de los bonos soberanos; y a los temores de una materialización de los riesgos geopolíticos. En Europa, además de las tensiones comerciales, influyó la apreciación del euro y la incertidumbre política, particularmente en Italia y España, a pesar de que las condiciones económicas de la región han mejorado significativamente.

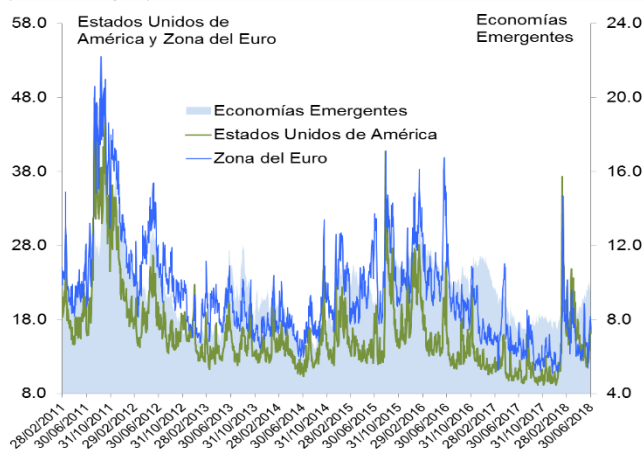
Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas, tras mantenerse estables durante 2017, comenzaron a incrementarse desde principios del presente año, como resultado, principalmente, del aumento en las expectativas de inflación, el desempeño económico positivo y el proceso 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.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, a pesar de la relativa resiliencia respaldada por la mejora en las perspectivas macroeconómicas mundiales y el aumento de los precios de las materias primas, los mercados financieros comenzaron a reflejar un menor apetito por riesgo, derivado de la creciente volatilidad en los mercados de las economías avanzadas, lo que se tradujo en una moderación de los flujos de capital, depreciaciones cambiarias y pérdidas en los precios de los activos, particularmente en algunos países de América Latina y de Asia Emergente (especialmente, la República Popular China e India). En América Latina, los mercados bursátiles experimentaron, con cierta heterogeneidad, una moderada tendencia positiva, respaldada por la recuperación de la actividad económica en la mayoría de los países de la región y el mejor desempeño de la economía china. Las principales excepciones fueron aquellas economías donde se observan desbalances macroeconómicos más

pronunciados, destacándose Argentina y, en menor medida, Brasil, aunque las tensiones financieras también aumentaron en México, por la renegociación del TLCAN y la incertidumbre alrededor de las elecciones presidenciales de este año, y en Colombia, por los comicios que tuvieron lugar a finales de mayo. Las condiciones financieras continuaron siendo benignas; sin embargo, prevalece cierta 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 Estados Unidos de América y al entorno político interno.

Gráfica 2

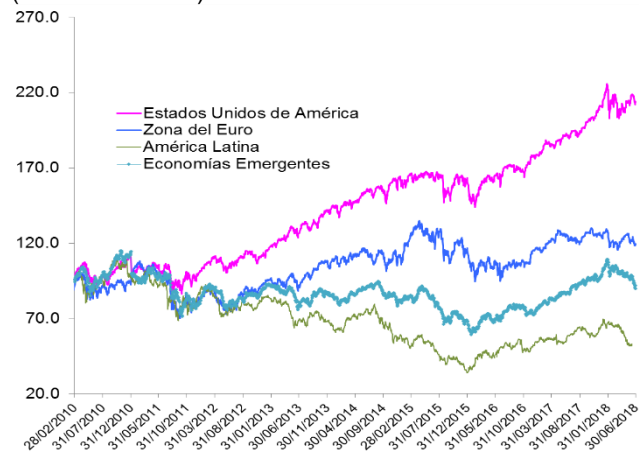
Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2) 2011-2018 (Porcentajes)



(1) Al 30 de junio 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*.

Gráfica 3

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



(1) Al 30 de junio de 2018.
 (2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona de Euro al *Euro Stoxx 50*; en Estados Unidos de América al *Standard & Poor's*; y en las economías emergentes y América Latina al *MCSI*.
 Fuente: *Bloomberg*.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer semestre de 2018, los precios internacionales de las materias primas que pueden incidir en la inflación de Guatemala presentaron una tendencia al alza. Dicho comportamiento se asocia al dinamismo de la actividad económica mundial, que se ha traducido, en términos generales, en una mayor demanda de materias primas, así como a factores de oferta que han afectado su producción; asimismo, las tensiones geopolíticas en algunas de las principales regiones productoras, también han influido en el referido comportamiento. En términos acumulados, al 30 de junio, el precio del petróleo mostró un aumento de 22.7%, el del maíz amarillo una disminución de 0.2% y el del trigo un incremento de 16.4%. En términos de precios promedio del año, los precios de las referidas materias primas también han sido superiores a los observados el año anterior.

a) Petróleo

El precio internacional del petróleo continuó con la tendencia al alza registrada desde mediados del año anterior, resultado del aumento de la

demanda mundial, el cumplimiento superior de las cuotas de producción establecidas en el acuerdo de la OPEP y de otros importantes países productores¹³ 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, aunque estos permanecen en niveles históricamente altos. Sin embargo, ese elevado nivel de inventarios, aunado al significativo aumento de la producción en Estados Unidos de América, especialmente de petróleo de esquisto (*shale oil*), moderaron la tendencia al alza del precio del petróleo durante el primer trimestre del año, el cual se mantuvo en alrededor de US\$63.00 por barril, ligeramente por arriba del nivel observado a finales del año pasado (US\$60.42 por barril). No obstante, a partir de la segunda semana de abril, el precio del petróleo experimentó persistentes alzas, hasta alcanzar valores superiores a US\$74.00 por barril en junio, asociados, en adición a los factores de demanda y de oferta mencionados, a las tensiones geopolíticas causadas por la respuesta por parte de los Estados Unidos de América y algunos países aliados a los ataques realizados por Siria en contra de la población civil de ese país; al retiro de Estados Unidos de América del Acuerdo Nuclear con Irán¹⁴, situación que le permitiría al gobierno estadounidense implementar nuevas sanciones comerciales a Irán y afectar las exportaciones de petróleo de dicho país, el tercer mayor productor de la OPEP; así como, a la reducción de las exportaciones de

¹³ El acuerdo para recortar la producción de crudo de la OPEP en alrededor 1.2 millones de barriles diarios (mbd), hasta una cuota de 32.5 mbd, y de otros once importantes productores no pertenecientes a la OPEP, incluidos Rusia y México, en aproximadamente 0.6 mbd, se acordó en noviembre de 2016 y se extendía hasta el primer semestre de 2017; sin embargo, el acuerdo se prorrogó en dos ocasiones (mayo y noviembre del año anterior), en cada una por nueve meses más, abarcando hasta finales de 2018. En la reunión más reciente, los miembros de la OPEP dispusieron revisar el acuerdo en junio del presente año y además, Libia y Nigeria, países miembros de la OPEP, pero que no forman parte del acuerdo, se comprometieron a limitar su producción a los niveles de 2017.

¹⁴ El acuerdo denominado "Plan de Acción Integral Conjunto (JCPOA, por sus siglas en inglés), firmado por 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.

Venezuela y Libia por conflictos políticos internos. Ante el escenario descrito, a finales de junio la OPEP, Rusia y otros productores acordaron incrementar las cuotas de producción con el fin de moderar el alza de los precios del crudo; sin embargo, el mercado percibió que dichas acciones reducirían la capacidad ociosa del cartel, en el contexto de una creciente demanda mundial de crudo.

Gráfica 4

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

En cuanto a la oferta de la OPEP, luego de registrar un cumplimiento pleno de la cuota de reducción de producción en 2017, en lo que va del presente año el nivel de cumplimiento ha sido significativamente superior a lo pactado (152% en mayo), resultado, principalmente, del importante recorte en la producción en Arabia Saudita y de la considerable disminución en el nivel de extracción en Venezuela¹⁵ y en Libia¹⁶. Por su parte, Rusia ha reducido su producción en un promedio de alrededor de 0.23 mbd de la cuota de producción de octubre de 2016 (11.6 mbd), lo que también equivale a

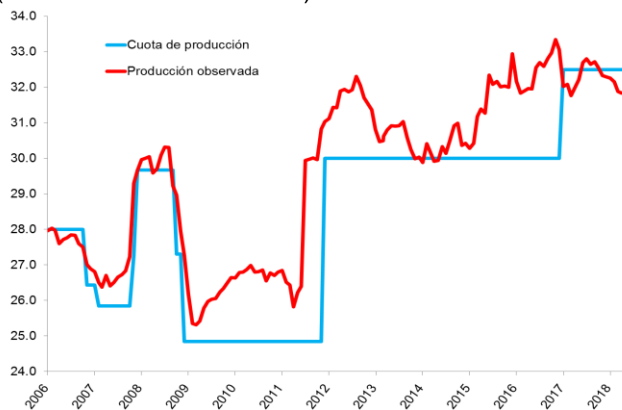
¹⁵ A diferencia de los recortes voluntarios en Arabia Saudita, la disminución de la producción de crudo en Venezuela, que en 2017 registró su nivel más bajo en las últimas tres décadas, se atribuye, fundamentalmente, a la falta de inversión en infraestructura extractiva y las sanciones comerciales y financieras impuestas por Estados Unidos de América.

¹⁶ 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.

más de 100% de cumplimiento del nivel de producción establecido. En ese contexto, como se indicó, la OPEP en su reunión del 22 de junio, decidió que a partir de julio, los países miembros se esforzarían por cumplir el nivel acordado a finales de 2016, lo cual implicaba un incremento en la producción de la organización.

Gráfica 5

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

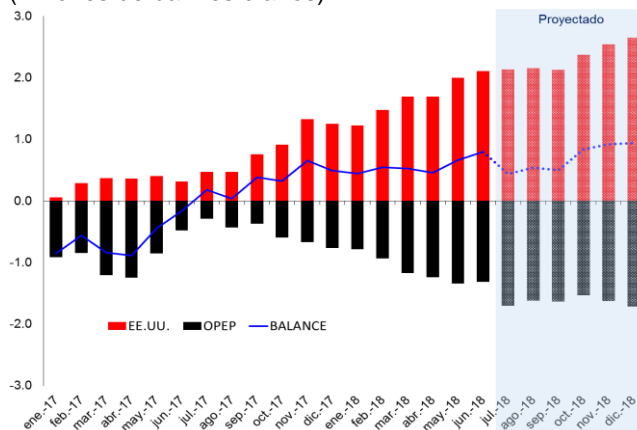


(1) Con información preliminar a mayo de 2018.
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la producción en los países no pertenecientes a la OPEP y que no forman parte del acuerdo, ha seguido incrementándose, como consecuencia, principalmente, de los mayores niveles de producción en Estados Unidos de América y, en menor medida, en Canadá y en Brasil. El incremento en la producción de crudo estadounidense, particularmente de esquisto (*shale oil*), se asocia al aumento en el precio internacional del petróleo, a las mejoras en la eficiencia en el proceso de extracción y al mayor número de plataformas petroleras activas, que a mediados de mayo se ubicó en alrededor de 1,060, un 16% más de las que estaban activas en promedio hace un año (916 plataformas). De esa cuenta, el aumento en la producción de crudo por parte de Estados Unidos de América ha compensado las restricciones de producción de la OPEP y ha suplido, parcialmente, una fracción de la creciente demanda mundial.

Gráfica 6

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



(1) Datos observados a junio de 2018 y proyectados hasta diciembre de 2018.
Fuente: Cálculos propios con base en datos de la Secretaría de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Administración de Información Energética de Estados Unidos de América y Bloomberg.

La firma IHS Energy, con cifras a mayo, prevé que en 2018 la producción mundial de petróleo se sitúe en 99.7 mbd, mayor en 2.0 mbd respecto a la registrada en 2017. Además, anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 100.0 mbd, mayor en 1.7 mbd a la de 2017, respaldada por las perspectivas favorables del crecimiento económico mundial. Lo anterior representaría un resultado negativo entre la oferta y la demanda mundial de crudo (de 0.3 mbd) al finalizar el año, aunque inferior al déficit (0.6 mbd) registrado en 2017.

Cuadro 1

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

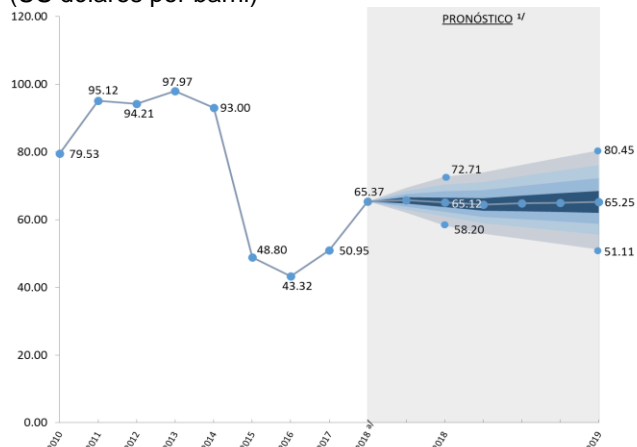
| Descripción | 2017 ^(a) | 2018 ^(b) | Variación 2018/2017 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Oferta | 97.7 | 99.9 | 2.2 |
| Demanda | 98.3 | 100.2 | 1.9 |
| Balance (oferta - demanda) | -0.6 | -0.3 | ----- |

(a) Cifras preliminares.
(b) Cifras proyectadas.
Fuente: IHS Energy, junio de 2018.

Los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que el barril se ubique en US\$65.12 en 2018 y en US\$65.25 en 2019, ambos superiores al precio promedio registrado en 2017 (US\$50.95 por barril).

Gráfica 7

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



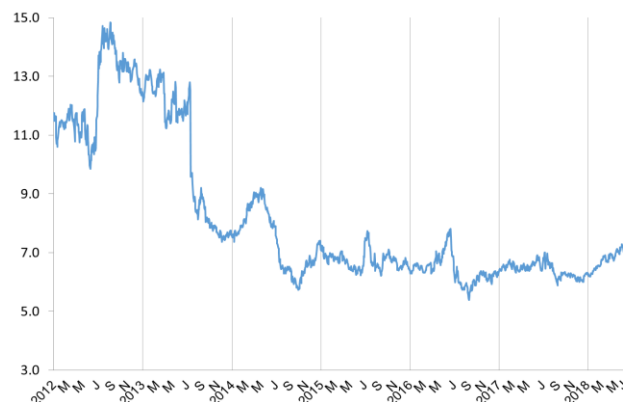
(1) Con información al 30 de junio de 2018.
Fuente: *Bloomberg*.

b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante el primer semestre, registró una tendencia al alza, explicada, en buena medida, por una mayor demanda, particularmente por parte de la República Popular China y de Estados Unidos de América y por las condiciones climáticas adversas que se observaron en importantes regiones productoras en Brasil, Argentina y Estados Unidos de América, lo cual impactó negativamente los suministros mundiales del grano. Sin embargo, la incertidumbre sobre el comercio mundial de cereales, producto de tensiones comerciales generadas por la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos de América a la República Popular China generaron represalias por parte del país asiático, centrándose principalmente en los productos de origen agrícola, por lo que el precio del maíz amarillo registró una tendencia a la baja durante junio.

Gráfica 8

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



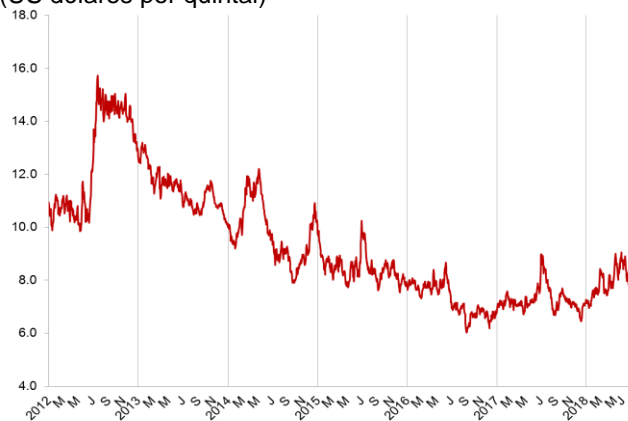
(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de junio de 2018.
Fuente: *Bloomberg*.

No obstante, los pronósticos del precio promedio del grano evidencian un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2017 (US\$6.42 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$7.16 por quintal en 2018, comportamiento que se extendería a 2019 y alcanzaría un precio de US\$7.35 por quintal.

El precio internacional del trigo también registró una tendencia al alza, registrando niveles no observados desde julio de 2015. Dicho comportamiento se asocia, fundamentalmente, a la expectativa de una menor oferta mundial, debido a los daños en los cultivos provocados por las condiciones climáticas adversas en las principales zonas productoras de Estados Unidos de América, Canadá, Rusia, Australia y Argentina, lo que podría afectar los niveles de suministro mundial del cereal en el corto plazo, aunque considerando expectativas de crecimiento moderado en la demanda, se espera una moderación de precios a finales del presente año. En junio el precio del trigo también disminuyó debido a las preocupaciones por las tensiones comerciales entre Estados Unidos de América y la República Popular China, debido al impacto que estas podrían tener en el comercio mundial de cereales.

Gráfica 9

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



(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de junio de 2018.

Fuente: *Bloomberg*.

Los pronósticos del precio promedio reflejan una moderada alza respecto del precio promedio registrado en 2017 (US\$7.26 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$8.21 por quintal en 2018, tendencia que se revertiría en 2019, al situarse en US\$8.14 por quintal.

6. Inflación y política monetaria

Durante el primer semestre de 2018, la inflación internacional, en términos generales, mostró un comportamiento moderado. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles cercanos a las metas de sus respectivos bancos centrales; aunque en niveles superiores a los del año previo, comportamiento asociado al resurgimiento de presiones asociadas al comportamiento de los mercados laborales y al incremento de los precios de algunas materias primas, como los combustibles. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias se mantuvieron relativamente contenidas, ante la moderación de algunos factores de oferta que impulsaron los niveles de precios en meses previos.

En Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en junio en 2.87%, nivel superior al objetivo de mediano plazo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, comportamiento que estuvo influenciado por el

dinamismo de la demanda interna y las recientes alzas en los precios de los combustibles. La FED ha indicado que la postura acomodaticia de la política monetaria sigue siendo la apropiada y que los aumentos de la tasa de interés de fondos federales seguirán siendo graduales y predecibles, dada la mejora del mercado laboral que justifica una tasa de inflación mayor al objetivo, al menos en el corto plazo. Al respecto, la FED mantuvo sin cambios el rango objetivo de la tasa de interés de fondos federales en enero y mayo, pero la aumentó en 25 puntos básicos en dos ocasiones, en marzo a un rango entre 1.50% y 1.75% y en junio a un rango de entre 1.75% y 2.00%. Las expectativas del mercado apuntan, con una alta probabilidad, a que durante el resto de 2018 se observen dos aumentos adicionales en la tasa de fondos federales. Adicionalmente, la FED indicó que el proceso de normalización de la política monetaria sigue siendo complementado con el programa de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017, con lo cual, a finales de mayo de 2018, dicha hoja se había reducido en aproximadamente US\$134.0 millardos.

En la Zona del Euro, la inflación, durante el primer semestre del año, se mantuvo relativamente estable, aunque recientemente se incrementó, ubicándose en 1.87% en mayo, nivel cercano a la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE). Dicho comportamiento se explica por el aumento de los rubros de alimentos y de energía, los cuales han sido compensados, parcialmente, por el efecto traspaso de la apreciación del euro. De acuerdo con el BCE, la inflación seguirá convergiendo gradualmente hacia su nivel objetivo, debido al mantenimiento de una política monetaria ampliamente acomodaticia y a la expansión de la actividad económica en el mediano plazo. En ese contexto, el BCE no ha modificado su postura de política monetaria durante 2018, pues en sus reuniones de enero, marzo, abril y junio, mantuvo la tasa de interés de política monetaria en 0.00% y, además, confirmó que el programa mensual de compras de activos continuará

hasta diciembre de 2018, a un ritmo de compras de €30.0 millardos hasta septiembre y luego de €15.0 millardos hasta diciembre, mes en el que concluirá dicho programa; asimismo, el BCE reafirmó su compromiso de mantener la tasa de interés de política monetaria en el nivel actual por un período prolongado.

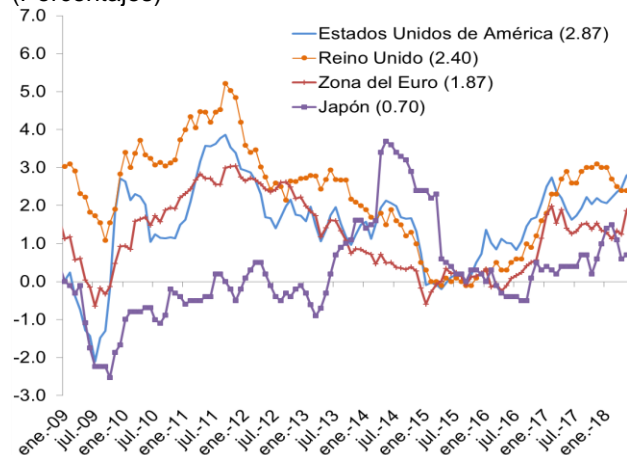
En el Reino Unido, luego de la aceleración del ritmo inflacionario del segundo semestre de 2017, este evidenció una reversión parcial en los primeros meses de 2018, alcanzando un nivel de 2.40% en mayo. Esta disminución, se asoció, principalmente, a la caída de los precios de los bienes importados, ante el desvanecimiento del efecto traspaso de la depreciación de la libra esterlina. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, la inflación continuará alrededor de la meta de 2.0%, tomando en cuenta que las expectativas de inflación se han mantenido estables y ancladas a dicho objetivo, en tanto que los indicadores de proyecciones de inflación de mediano plazo son igualmente consistentes con dichas expectativas. El Banco de Inglaterra anticipa que para garantizar el retorno sostenido de la inflación al nivel objetivo, en el transcurso de los próximos años requerirá de incrementos en la tasa de política monetaria (el último incremento lo realizó en noviembre de 2017).

En Japón, a pesar de que la inflación anual se aceleró a principios de 2018, esta se moderó nuevamente en mayo, al ubicarse en 0.7%, por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés). El comportamiento de la inflación ha sido determinado por la reversión del aumento del precio de los alimentos, a pesar del moderado aumento de los precios de los combustibles, así como por las menores presiones del mercado de vivienda. El Comité de Política del BOJ, en su reunión de abril, indicó que la inflación registraría una tendencia al alza en el mediano plazo hasta alcanzar el objetivo, en la medida en que aumente la brecha del producto y se empiecen a observar incrementos en los salarios, por lo que, en el corto plazo, se descarta la posibilidad de que el Comité empiece a

considerar la normalización de su política monetaria en el corto plazo.

Gráfica 10

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



(1) Datos a mayo de 2018. Estados Unidos de América a junio.
Fuente: Bancos centrales

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, como se indicó, la inflación se mantuvo relativamente contenida, particularmente en las principales economías de América Latina y en algunas de Asia. En el caso de los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se moderó durante el semestre, resultado del desvanecimiento de algunas presiones de oferta, aunado a presiones de demanda incipientes en algunas de estas economías, lo que permitió a algunos bancos centrales a mantener un sesgo acomodaticio de su política monetaria; no obstante, el incremento reciente de las tasas de interés de largo plazo a nivel internacional, ha provocado salidas de capital en algunas de estas economías, lo que está obligando a algunos bancos centrales a cambiar súbitamente su postura de política monetaria.

En la República Popular China, tras el importante repunte en febrero, la inflación se desaceleró gradualmente en los meses posteriores, hasta ubicarse en 1.90% en junio, debido, principalmente, a que los efectos estacionales de las celebraciones del Año Nuevo

Lunar empezaron a disiparse y que las condiciones climáticas mejoraron. Además, el gobierno chino confirmó en abril el nivel de la meta de inflación en 3.0%, aunque prevé que la inflación permanezca por debajo de ese objetivo en lo que resta del presente año. El Banco Popular de China (BPC) mantiene una postura de política monetaria prudente e implementó un nuevo marco de regulación financiera, denominado Evaluación Macropudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir las crecientes vulnerabilidades financieras. Cabe destacar que, dentro de la reestructuración del marco regulatorio, el BPC asume un papel central en la implementación de la política macropudencial y en el mantenimiento de la estabilidad financiera.

En México, la inflación continuó la tendencia decreciente iniciada desde principios de año, situándose en 4.65% en junio. El comportamiento reciente de la inflación se asocia al desvanecimiento de los choques de oferta observados en 2017, relacionados, entre otros, con el efecto de la depreciación del peso mexicano y de las alzas de los precios energéticos. No obstante, el ritmo inflacionario se mantuvo por arriba del límite superior de la meta establecida por la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual); mientras que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos se ubicaron alrededor de la misma. El Banco de México prevé que la inflación continúe disminuyendo, se aproxime al nivel objetivo en lo que resta del año y converja a la meta en el primer trimestre de 2019. En mayo decidió incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia, ubicándola en 7.75%, luego de haberla incrementado en 25 puntos básicos en febrero, con el propósito de coadyuvar al cumplimiento de la referida meta de inflación en el horizonte de mediano plazo.

En Brasil, el ritmo inflacionario se mantuvo en niveles inferiores a 3.0% durante los primeros cinco meses del año; sin embargo, mostró un repunte en junio, ubicándose en 4.39%, dentro del margen de tolerancia

de la meta (4.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), resultado, principalmente, del incremento en el precio de los alimentos, asociado a los efectos de la huelga de transportistas a finales de mayo, la cual causó un fuerte desabastecimiento en los principales centros urbanos del país. El Banco Central de Brasil, con el propósito de apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, redujo 50 puntos básicos el nivel de la tasa SELIC (tasa interés de política monetaria) en sus reuniones de febrero y marzo, y la mantuvo en 6.50% en mayo, su nivel mínimo histórico.

En Chile, la inflación se ubicó en 2.54% en junio, ligeramente por encima del límite inferior de la meta establecida por el Banco Central de Chile (3.0% +/- 1 punto porcentual). Dicho comportamiento se explica, fundamentalmente, por la reducción de la inflación de alimentos, como consecuencia de la mayor oferta de algunos productos agrícolas debido a factores estacionales, lo cual contrarrestó el incremento en el precio del transporte. El Banco Central de Chile prevé que la inflación se mantendrá en niveles bajos durante la mayor parte de 2018, influida, principalmente, por la brecha del producto negativa, lo cual ha justificado mantener la tasa de interés de política monetaria en 2.50% desde mayo de 2017.

En Colombia, la inflación ha registrado una moderación en lo que va del presente año y se ubicó en 3.20% en junio, cercana al valor central de la meta de inflación establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual). El desempeño de la inflación se explica, en parte, por el desvanecimiento del efecto atribuido al aumento de los impuestos a principios de 2017 y por la amplia oferta de alimentos, que ha reducido el precio de los mismos. Este comportamiento favorable permitió que la autoridad monetaria redujera, en sus reuniones de enero y de abril, la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos (en cada oportunidad), situándola en 4.25%, reflejando una postura de política monetaria ligeramente acomodaticia. No obstante, dicha autoridad considera

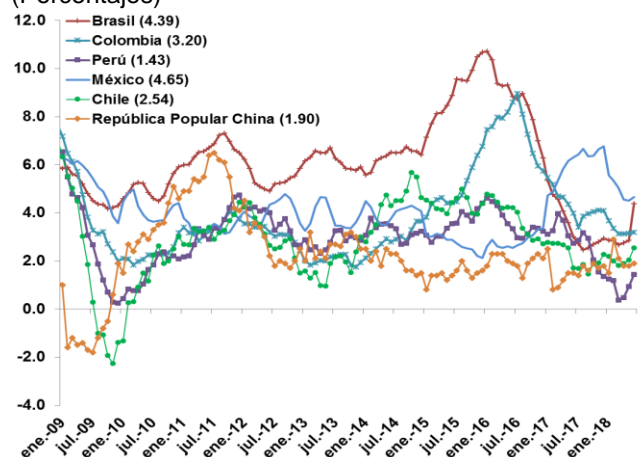
que persisten los riesgos que el año anterior impulsaron la inflación al alza, entre los que destacan un repunte en el precio de los alimentos y un efecto traspaso a los precios internos de una depreciación cambiaria mayor a la esperada.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 1.43% en junio, dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%). Este resultado, se asocia, principalmente, a presiones de demanda agregada, en un contexto en que los indicadores de actividad económica empiezan a mostrar un mayor dinamismo. En el primer semestre dicho banco central redujo en dos ocasiones 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 al valor central del rango meta, ante un crecimiento de la actividad económica menor a su potencial.

alimentos y los combustibles. Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, únicamente el Banco Central de Costa Rica incrementó su tasa de interés en 25 puntos básicos en enero, ubicándola en 5.00%, ante el aumento en las expectativas de inflación, las cuales mostraban una tendencia hacia el valor superior de la meta de inflación.

Gráfica 11

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



(1) Datos a junio de 2018.
Fuente: Bancos centrales.

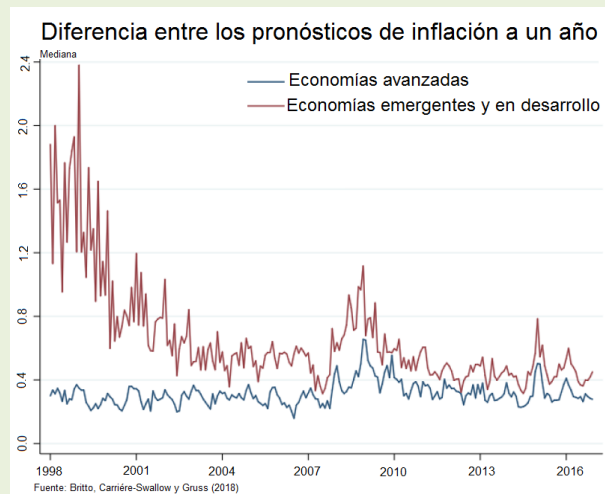
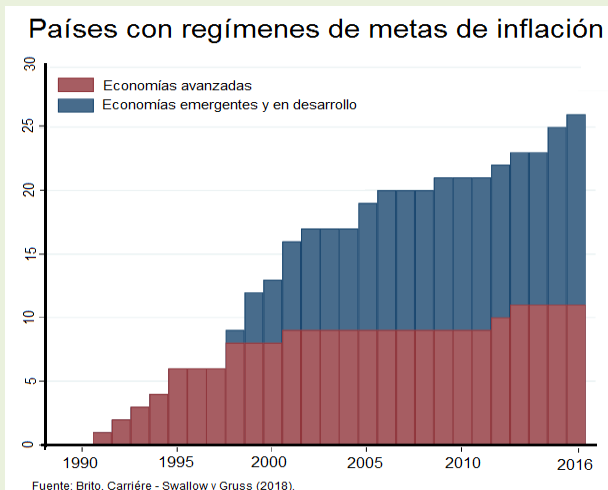
En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación continuó fluctuando en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región. Al respecto, destaca la estabilidad de la mayoría de las divisiones de gasto, aunque recientemente se han empezado a evidenciar presiones al alza sobre los

RECUADRO 2 ENTENDIENDO LA TRAYECTORIA FUTURA DE LA INFLACIÓN: BENEFICIOS DE LAS METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

De acuerdo a la literatura económica, la incertidumbre en torno a la trayectoria futura de la inflación puede inducir a una asignación subóptima de recursos e imponer costos al bienestar de una sociedad. Específicamente, dichos costos estarían relacionados con el aumento en el nivel y la volatilidad de la inflación, así como con el débil anclaje de las expectativas de inflación.

Un estudio publicado recientemente por el Fondo Monetario Internacional, analiza los determinantes que explican las diferencias en las proyecciones de inflación, utilizando la información de las encuestas efectuadas a expertos en la materia que fue recopilada por Consensus Forecasts en una muestra de 44 países entre economías avanzadas y emergentes y en desarrollo, para el periodo 1989-2016.

Al respecto, los autores señalan que, de acuerdo con los resultados obtenidos, la adopción del EMEI reduce, en promedio, el grado de dispersión en la trayectoria de los pronósticos de inflación; no obstante, dicho efecto se observa principalmente entre las economías emergentes y en desarrollo. Asimismo, la brecha entre los pronósticos en las economías avanzadas y en las economías emergentes, ha disminuido significativamente, lo que refleja, particularmente, la reducción constante de la volatilidad en los pronósticos en las economías emergentes y en desarrollo.



El estudio confirma muchos de los hallazgos de la literatura, por un lado, los resultados obtenidos indican que las diferencias en la trayectoria futura de la inflación aumentan conforme la volatilidad de la inflación es mayor y, por el otro, señalan que la dispersión de los pronósticos es contracíclica respecto de la actividad económica y de la incertidumbre económica global, es decir, aumenta durante las recesiones.

Al analizar de forma conjunta los efectos de la adopción del EMEI y del grado de transparencia del banco central sobre las diferencias en los pronósticos de inflación, destacan tres aspectos. En primer lugar, que existe una heterogeneidad sustancial en el grado en que aumenta la transparencia en torno a la adopción de EMEI; en segundo lugar, que los rendimientos son decrecientes en cuanto a la relación entre la transparencia del banco central y la diferencia en los pronósticos de inflación y que los beneficios de la transparencia se acumulan, principalmente, en los países que parten de un nivel relativamente bajo de transparencia; y, en tercer lugar, que la no linealidad del efecto de la transparencia sobre la diferencia en los pronósticos explica por qué los beneficios de la adopción de EMEI han sido tan específicos en relación con la muestra de países.

Adicionalmente, los autores analizan si la adopción del Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) ha sido determinante de la dispersión de los pronósticos elaborados por expertos y del desanclaje de las expectativas de inflación. La literatura ha estudiado ampliamente los beneficios de la adopción del EMEI, así como los beneficios asociados al aumento de la transparencia del banco central en términos de ofrecer una mayor estabilidad de precios y aumentar el anclaje de las expectativas de inflación.

En resumen, la adopción del EMEI reduce el grado de dispersión entre los pronósticos de los agentes económicos, mediante el aumento de la transparencia por parte del banco central. En ese sentido, el estudio concluye que este beneficio es particularmente significativo para aquellos países que parten de niveles relativamente bajos de transparencia, por lo que ha favorecido más a las economías emergentes y en desarrollo que a las economías avanzadas, en donde el efecto ha sido más bien limitado o nulo.

Fuente: Steve Brito, Yan Carrière-Swallow y Bertrand Gruss (2018). "Disagreement about Future Inflation: Understanding the Benefits of Inflation Targeting and Transparency". Document de Trabajo 18/24. Fondo Monetario Internacional. Enero.

En el cuadro siguiente se presentan los datos observados y las proyecciones para 2018 y 2019, relativas al crecimiento económico e inflación a nivel internacional.

Cuadro 2

Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación (Porcentajes)

| | PIB (variación anual) | | | INFLACIÓN (fin de período) | | |
|---|-----------------------|------|------|----------------------------|------|------|
| | Proyecciones | | | Proyecciones | | |
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Principales socios comerciales de | | | | | | |
| Guatemala | | | | | | |
| Estados Unidos | 2.3 | 2.8 | 2.6 | 2.1 | 2.6 | 2.3 |
| El Salvador | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.0 | 2.1 | 2.0 |
| Honduras | 4.8 | 3.5 | 3.6 | 4.7 | 5.0 | 4.5 |
| Zona del Euro | 2.4 | 2.2 | 1.8 | 1.4 | 1.6 | 1.8 |
| México | 2.0 | 2.3 | 2.4 | 6.8 | 3.6 | 3.0 |
| Otros socios comerciales | | | | | | |
| Colombia | 1.8 | 2.7 | 3.3 | 4.1 | 3.4 | 3.0 |
| Japón | 1.7 | 1.2 | 1.2 | 0.6 | 0.8 | 2.1 |
| Brasil | 1.0 | 1.8 | 2.5 | 2.9 | 3.9 | 4.3 |
| Chile | 1.5 | 3.4 | 3.3 | 2.3 | 2.6 | 3.0 |
| Perú | 2.5 | 3.7 | 4.0 | 1.4 | 2.3 | 2.0 |
| Reino Unido | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 3.0 | 2.7 | 2.0 |
| República Popular China | 6.9 | 6.6 | 6.4 | 1.8 | 2.8 | 2.6 |
| Mundial | 3.7 | 3.9 | 3.9 | 3.2 | 3.5 | 3.4 |
| -Economías avanzadas | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 1.7 | 2.0 | 2.0 |
| -Economías de mercados emergentes y países en desarrollo | 4.7 | 4.9 | 5.1 | 4.3 | 4.6 | 4.4 |
| -América Latina y el Caribe (1) | 1.3 | 1.6 | 2.6 | 4.1 | 3.6 | 3.5 |
| -Centroamérica | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| Principales socios (2) | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 2.8 | 2.7 | 2.5 |

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional, actualización de julio de 2018. *Consensus Forecasts* a julio de 2018 y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a junio de 2018.

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

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

II. DESEMPEÑO ECONÓMICO INTERNO

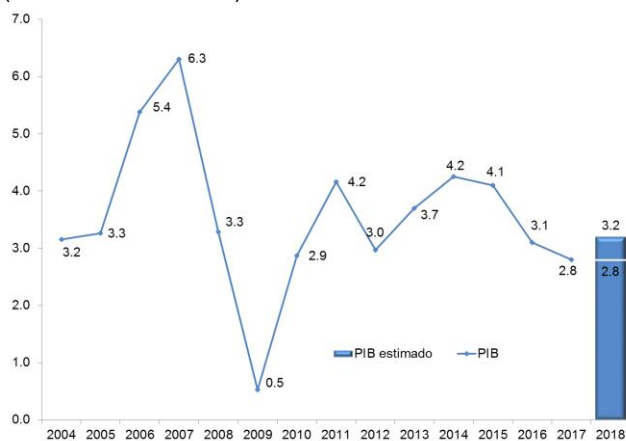
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Durante el primer semestre de 2018, en particular en los últimos meses, algunos indicadores de corto plazo de la actividad económica mostraron un crecimiento menor al esperado, resultado, entre otros factores, de la desaceleración de la demanda externa; el moderado crecimiento del gasto público; la desaceleración de la inversión privada, debido a la influencia que han ejercido algunos factores extraeconómicos (particularmente, en la inversión y exportaciones del sector minero); y la leve desaceleración del consumo privado, el principal componente de la demanda interna.

En ese contexto, se hizo necesario revisar las previsiones de crecimiento para 2018, con base en la información disponible más reciente, tanto de la evolución económica de los principales socios comerciales del país, como de las condiciones económicas internas, lo cual dio como resultado que el crecimiento estimado del PIB para finales del presente año se ajustara a la baja, ubicándose dentro de un rango de 2.8% y 3.2%, que refleja de mejor manera a las condiciones actuales y previstas de la actividad económica.

Gráfica 12

Producto Interno Bruto
Años 2004-2018 (1)
(Variación interanual)



(1) 2016 y 2017 cifras preliminares, 2018 cifras proyectadas.
Fuente: Banco de Guatemala.

Derivado de la revisión mencionada, la evolución esperada del PIB para 2018, medida por el origen de la producción, reflejaría tasas de crecimiento positivas en casi todas las actividades económicas con excepción de la actividad de explotación de minas y canteras; no obstante, es importante destacar que hubo actividades económicas que fueron revisadas al alza, como el suministro de electricidad y captación de agua; la construcción; el transporte, almacenamiento y comunicaciones; y la administración pública y defensa.

En lo que corresponde a la actividad de suministro de electricidad, se prevé un mayor dinamismo en la generación de energía eléctrica asociado al incremento esperado en la demanda externa proveniente de México y a la recomposición de la matriz energética. Por su parte, en las actividades de construcción y de administración pública se espera un incremento en la ejecución de inversión, debido a los trabajos de reconstrucción previstos por los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego. Asimismo, se prevé un mayor crecimiento en la actividad de telecomunicaciones, asociado al aumento esperado de suscriptores de servicios móviles.

En contraste, las actividades económicas que fueron revisadas a la baja fueron la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; la explotación de minas y canteras; el comercio al por mayor y al por menor; y los servicios privados.

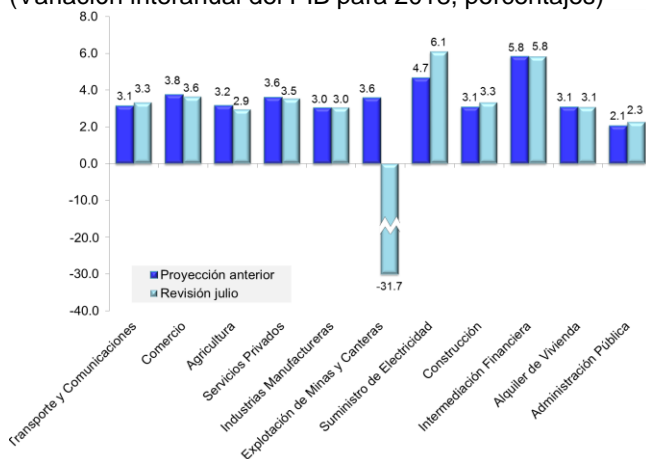
En lo que respecta a la agricultura se tienen expectativas menos favorables en la producción de banano, palma africana, café y caña de azúcar, como resultado del comportamiento en la demanda, tanto interna como externa, y por las condiciones climáticas desfavorables. Con relación a la actividad de explotación de minas y canteras, se espera una contracción en la extracción de minerales metálicos, particularmente de plata, plomo y zinc por parte de Minera San Rafael, debido a la suspensión temporal de la licencia de

explotación del proyecto El Escobal, a partir de julio de 2017. Cabe mencionar que, en la evaluación previa se estimó el reinicio de operaciones a partir del segundo trimestre, lo cual no ocurrió.

Con relación a los servicios privados, se tienen perspectivas menos favorables en la demanda intermedia de servicios empresariales, principalmente por parte de las actividades de comercio al por mayor y al por menor e intermediación financiera; así como un menor crecimiento esperado en la actividad de mantenimiento y reparación de vehículos.

Gráfica 13

Principales Actividades Económicas
Comparativo de la Revisión de Julio de 2018 (1)
(Variación interanual del PIB para 2018, porcentajes)



(1) Cifras proyectadas.
Fuente: Banco de Guatemala.

Por el lado del gasto, se prevé que la demanda interna crezca 3.5% (2.8% en 2017), impulsada por el comportamiento esperado en el consumo privado y público, así como en la formación bruta de capital. En lo que corresponde al gasto de consumo del gobierno central, se espera un mayor crecimiento en el pago de remuneraciones y en la compra de bienes y servicios. Asimismo, se prevé una mejora en la ejecución de inversión real directa, lo que impulsaría la formación bruta de capital.

Con relación al Producto Interno Bruto (PIB) observado en el primer trimestre de 2018, este registró una tasa de crecimiento interanual de 2.0%, inferior a la

registrada en el trimestre previo (2.9%) y a la observada en el mismo trimestre del año anterior (3.2%).

La evolución del PIB del primer trimestre del año, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas (con excepción de explotación de minas y canteras), destacando servicios privados; transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; y comercio al por mayor y al por menor. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 90% de dicho resultado.

El resultado de los servicios privados estuvo influenciado por el desempeño positivo mostrado en la actividad de restaurantes, bares y cantinas, como resultado del incremento del consumo de los hogares en servicios de alimentación fuera del hogar y por el asueto de Semana Santa. En lo correspondiente al dinamismo de las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, este se asoció al incremento en la demanda intermedia de este tipo de servicios, por parte de los sectores de telecomunicaciones, comercio al por mayor y al por menor, intermediación financiera y generación, captación y distribución de agua. Por su parte, el incremento de la actividad de mantenimiento y reparación de vehículos obedeció a la mayor demanda de este tipo de servicio, como consecuencia del aumento observado en el parque vehicular.

En el crecimiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones incidió, fundamentalmente, el crecimiento de la actividad de telecomunicaciones, debido al incremento de suscriptores de telefonía, servicios de aplicaciones que utilizan internet móvil y programación de televisión; además, fue influenciado por el incremento en la demanda de transporte terrestre por parte de algunas actividades agrícolas e industriales.

El desempeño de la actividad de industrias manufactureras fue influenciado positivamente por el incremento registrado en el grupo de alimentos, bebidas y tabaco, resultado del aumento en la demanda interna y

externa de carne de aves; productos lácteos; alcohol etílico y aguas minerales. Asimismo, el grupo de otros productos manufacturados se vio favorecido por el incremento en la demanda interna y externa de metales comunes; fabricación de papel y productos de papel; productos plásticos; fabricación de cemento, cal y yeso; entre otros. Por su parte, el comportamiento positivo en las actividades relacionadas con la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, responde al dinamismo en la demanda externa de prendas de vestir, particularmente de Estados Unidos de América.

El dinamismo del comercio al por mayor y al por menor obedeció, principalmente, al incremento del volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre las que destacan los alimentos, bebidas y tabaco; combustibles; prendas de vestir y aparatos de uso doméstico, entre otros.

Finalmente, en lo que respecta a la actividad de explotación de minas y canteras, esta registró una caída de 54.8% el primer trimestre de 2018 (-7.6% en el mismo trimestre del año previo), como resultado de la disminución en la extracción de minerales metálicos, particularmente de plata, plomo y zinc por parte de la empresa Minera San Rafael, S.A., debido a la suspensión temporal de la licencia de explotación del proyecto El Escobal, a partir de julio de 2017; así como por la reducción en la explotación de oro y plata por parte de la empresa Montana Exploradora, S.A., que operaba la Mina Marlin y que cerró operaciones en junio del referido año.

Cuadro 3

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

| Actividades Económicas | Participación Porcentual en el PIB | 2017 | | | | 2018 |
|---|------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| | | I | II | III | IV | I |
| Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca | 13.1 | 2.5 | 1.9 | 3.6 | 3.4 | 1.7 |
| Explotación de Minas y Canteras | 0.8 | -7.6 | -0.1 | -44.4 | -41.8 | -54.8 |
| Industrias Manufactureras | 18.7 | 3.2 | -1.4 | 3.8 | 2.8 | 2.3 |
| Suministro de Electricidad y Captación de Agua | 2.9 | 7.0 | 2.1 | 7.5 | 5.1 | 7.8 |
| Construcción | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 3.0 | 2.8 | 2.2 |
| Comercio al por mayor y al por menor | 11.2 | 5.1 | 3.5 | 3.3 | 2.6 | 3.7 |
| Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones | 10.3 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 6.7 | 4.2 |
| Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares | 6.7 | 2.1 | 3.4 | 3.9 | 3.0 | 4.0 |
| Alquiler de Vivienda | 10.2 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.1 | 3.1 |
| Servicios Privados | 15.9 | 3.3 | 3.7 | 3.1 | 3.3 | 3.5 |
| Administración Pública y Defensa | 7.8 | 0.4 | 1.8 | 2.2 | 4.2 | 2.3 |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | | 3.2 | 2.2 | 2.7 | 2.9 | 2.0 |

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, el PIB medido por el destino del gasto registró una tasa de crecimiento del consumo privado de 3.0%, (tasa menor a la del trimestre previo 3.6%), lo cual continúa reflejando el incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, asociado a la mejora en el ingreso disponible de los hogares de acuerdo a los niveles de ingreso y de empleo reportados en las estadísticas de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS), al incremento en las remesas familiares y al moderado desempeño del crédito al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un crecimiento de 3.1%, resultado del incremento, en términos reales, de las remuneraciones pagadas y de la compra de bienes y servicios de algunos renglones presupuestarios por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 1.8% debido principalmente al desempeño de la inversión en construcción de edificaciones residenciales privadas y obras de ingeniería civil, asimismo al incremento en la inversión

de bienes de capital de origen importado, particularmente los destinados para la industria, telecomunicaciones y construcción, lo cual fue moderado respecto de trimestres anteriores, por la reducción en la inversión de bienes de capital destinados al transporte.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una reducción de 2.6%, explicada, principalmente, por la caída del volumen exportado de níquel, azúcar, petróleo, banano, grasas y aceites comestibles, entre otros.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios disminuyeron en 2.4%, derivado del comportamiento registrado en el volumen importado de combustibles y lubricantes, materiales de construcción y bienes de consumo.

Cuadro 4

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

| Destino del Gasto | Participación Porcentual en el PIB | 2017 | | | | 2018 |
|--|--|------|------|------|-----|------|
| | | I | II | III | IV | I |
| Demanda Interna | | 3.2 | 3.1 | 1.9 | 3.0 | 1.9 |
| Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares | 85.8 | 4.0 | 3.6 | 3.1 | 3.6 | 3.0 |
| Gasto de Gobierno Central | 9.0 | -1.7 | 1.7 | -0.8 | 6.0 | 3.1 |
| Formación Bruta de Capital Fijo | 13.0 | 6.2 | 2.8 | 2.4 | 1.9 | 1.8 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 28.9 | 6.8 | -0.5 | 1.8 | 0.4 | -2.6 |
| (-) Importaciones de bienes y servicios | 43.9 | 5.0 | 3.6 | -1.2 | 1.6 | -2.4 |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | | 3.2 | 2.2 | 2.7 | 2.9 | 2.0 |

(1) Medido por el destino del gasto.

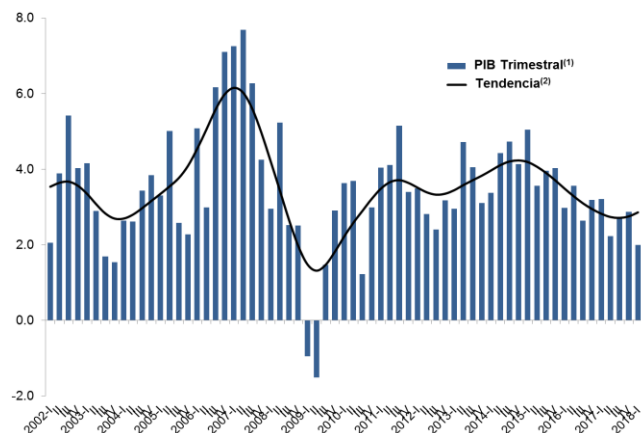
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 14

Producto Interno Bruto Trimestral
(Porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2018.

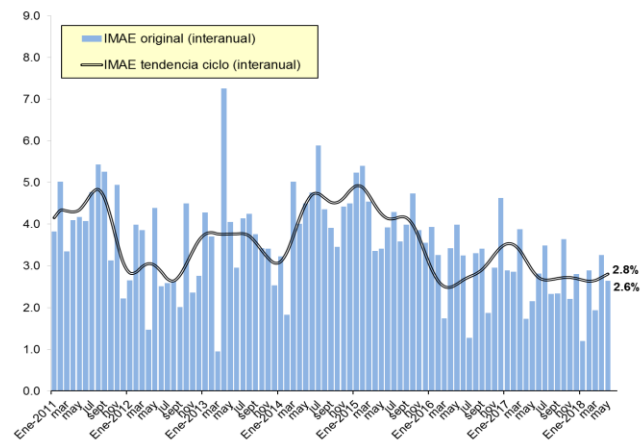
(2) Tendencia con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

A mayo de 2018, el IMAE registró un crecimiento interanual de 2.6%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; e industrias manufactureras; mientras que la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 2.8%, congruente con el crecimiento previsto del PIB anual para 2018 (entre 2.8% y 3.2%).

Gráfica 15

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



(1) Base 2001 = 100.

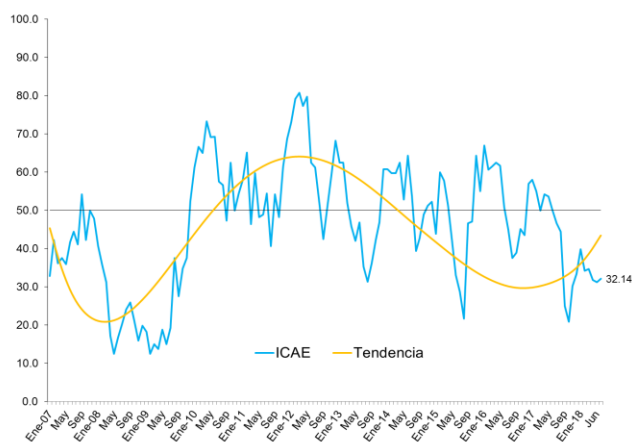
(2) Con información a mayo de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al ICAE, este se ubicó en 32.14 puntos en junio, menor al nivel observado el mismo mes del año anterior (50.00 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 junio 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 como transitoria.

Gráfica 16

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



materias primas, en especial del petróleo y sus derivados, han empezado a subir¹⁷.

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

Las ventas al exterior de plomo registraron una caída de US\$141.6 millones (98.2%), y las de piedras y metales preciosos y semipreciosos de US\$82.3 millones (94.4%); las cuales se explican por la suspensión temporal de operaciones de la Minera San Rafael (desde mediados de 2017) y del cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora¹⁸.

El valor exportado de azúcar disminuyó US\$113.3 millones (22.8%), derivado de la caída tanto del precio medio (13.2%), que pasó de US\$20.08 en mayo de 2017 a US\$17.42 por quintal en mayo de 2018, como del volumen (11.0%). Según *The Public Ledger*¹⁹ y *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del azúcar se asocia al aumento de la producción de caña en Brasil, India y Tailandia, por condiciones climáticas favorables.

La disminución en el valor de las exportaciones de café de US\$13.2 millones (3.4%), se asocia a la caída en el precio medio (12.8%), al pasar de US\$173.51 a US\$151.31 por quintal entre mayo de 2017 y mayo del presente año, dicha caída fue compensada, parcialmente, por un incremento en el volumen (10.8%). De acuerdo con *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del café se explica, principalmente, por las expectativas de una mayor producción en Brasil 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 2013²⁰.

La disminución en el valor de las exportaciones de banano de US\$5.1 millones (1.6%), se asocia a la reducción en el volumen (3.3%), que fue compensado, parcialmente, por el alza en el precio medio por quintal (1.8%), que pasó de US\$14.96 en mayo de 2017 a US\$15.23 en mayo 2018. Según *Sopisco News*, el aumento en el precio internacional de la fruta, en los primeros meses del año, refleja, fundamentalmente, el efecto de las inundaciones que dañaron la producción en Costa Rica y por condiciones climáticas adversas en Honduras, México, Guatemala y Ecuador.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$56.2 millones (68.7%), explicado por un incremento tanto en el volumen (33.1%) como en el precio medio (27.2%). Este comportamiento obedece principalmente a dos factores; el primero, a un cambio en la composición del volumen exportado, privilegiando las exportaciones de ferroníquel cuyo precio medio es mayor que el del resto de exportaciones en este rubro y, el segundo, a la moderada recuperación de los precios internacionales de algunos de estos metales.

Las ventas al exterior de frutas frescas, secas o congeladas registraron un aumento de US\$33.6 millones (21.5%), que se explica, por el incremento tanto en el precio medio (12.8%) como en el volumen (7.5%). En el comportamiento del volumen destacan las mayores ventas de melón, sandía, piña y papaya ante una mayor demanda por parte de Estados Unidos de América; país al que se destinó alrededor del 87% del total exportado bajo este rubro.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$25.5 millones (14.4%), explicado por el alza en el precio medio por quintal (9.1%), al pasar de US\$467.61 en mayo de 2017 a US\$510.33 en similar mes de 2018, y por el incremento en el volumen exportado (4.8%). De acuerdo con el Comité de

¹⁷ Esta situación ha reducido la presión hacia la apreciación en el tipo de cambio nominal, que se observó el año anterior.

¹⁸ El valor exportado a mayo de 2017 por Minera San Rafael y Montana Exploradora ascendió a US\$244.1 millones.

¹⁹ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

²⁰ Las plantaciones de café incrementan la productividad entre 4 y 5 años después de la siembra.

Cardamomo de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (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\$19.4 millones (22.5%), como consecuencia del aumento tanto en el volumen (10.8%) como en el precio medio (10.8%). En el comportamiento del volumen destacan las mayores ventas de arvejas, hortalizas cocidas o congeladas y coliflores, asociadas a una mayor demanda, especialmente, de Estados Unidos de América, Reino Unido, El Salvador, Japón y Canadá; países a los que se destinó alrededor del 86% del total exportado.

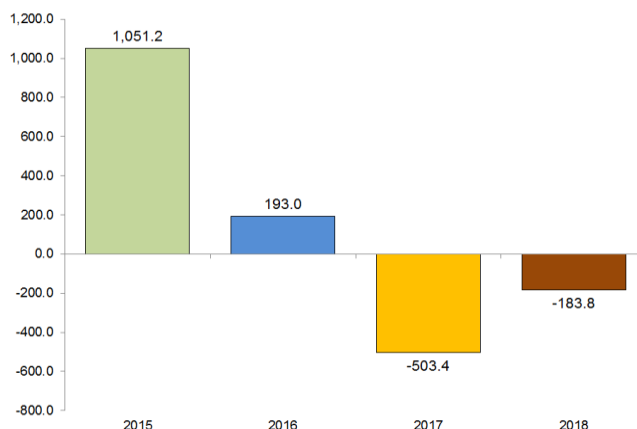
Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de estas (9.8%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza en el precio medio de importación (11.3%), el cual compensó, parcialmente, la disminución en el volumen (1.4%). El alza que se observó en el precio 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 la caída en el volumen importado, se explica por la menor demanda de materiales de construcción y de combustibles y lubricantes. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de combustibles y lubricantes (15.6%), de materias primas y productos intermedios (10.8%), de materiales de construcción (7.3%), de bienes de capital (6.6%) y de bienes de consumo (6.0%).

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\$503.4 millones en 2017). A mayo de 2018, la factura petrolera registró un aumento de US\$183.8 millones

respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual refleja la disolución gradual del ahorro obtenido en dicha factura en años previos.

Gráfica 18

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



(1) Con información a mayo de 2018.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de junio, se situó en US\$4,399.1 millones, superior en US\$346.7 millones (8.6%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo, resultado de la moderación de los envíos extraordinarios (constituidos principalmente por ahorros). Para el presente año se prevé un flujo de remesas familiares aún creciente, aunque convergiendo gradualmente a los valores históricos, dado que el desempleo hispano en Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos.

Al 30 de junio de 2018, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$11,979.2 millones, mayor en US\$209.7 millones al 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 vigente²¹ (US\$348.4

²¹ Cabe indicar que dicho mecanismo fue utilizado entre enero y mayo del presente año.

millones) y por las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$376.3 millones), lo cual fue compensado, parcialmente, por los pagos netos por deuda externa del sector público y por la amortización neta de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América emitidos por el Banco de Guatemala. El referido nivel de RIN equivale a 7.3 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

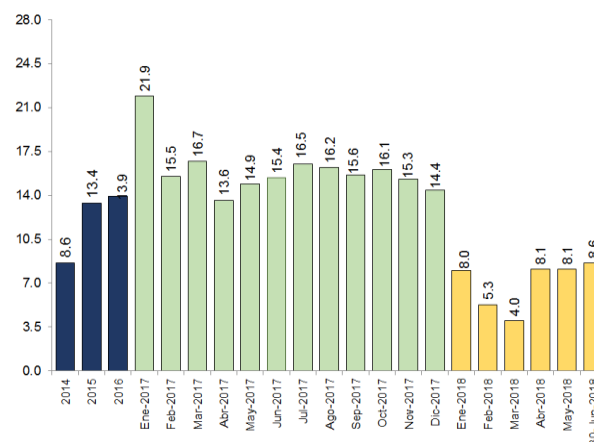
Con relación al tipo de cambio nominal, cabe destacar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como la única ancla nominal de su política monetaria.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

La apreciación interanual del quetzal que se observó en los años previos, se ha venido reduciendo gradualmente, hasta registrar, el 30 de junio del presente año, una depreciación nominal de 2.16% en términos interanuales (depreciación acumulada de 2.02%).

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

Gráfica 19

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

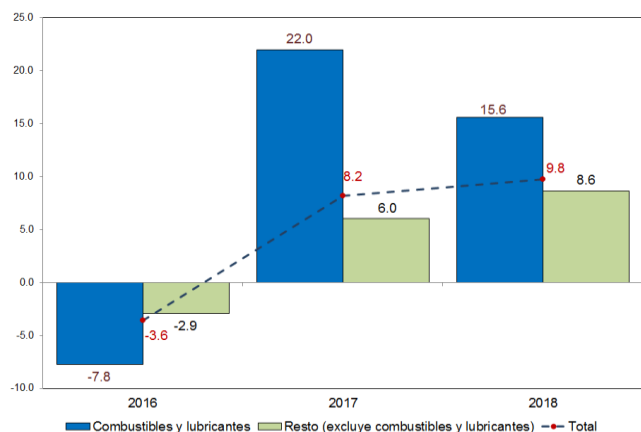


Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye el aumento en el valor de las importaciones desde el año anterior, asociado, tanto al crecimiento del rubro de combustibles y lubricantes como del resto de importaciones, como consecuencia de la recuperación de los precios internacionales del petróleo, que han reducido el ahorro por pago de factura petrolera registrado en 2015 y 2016; así como del incremento de los precios de los materiales de construcción, de las materias primas y productos intermedios y, en menor medida, de los bienes de consumo.

Gráfica 20

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



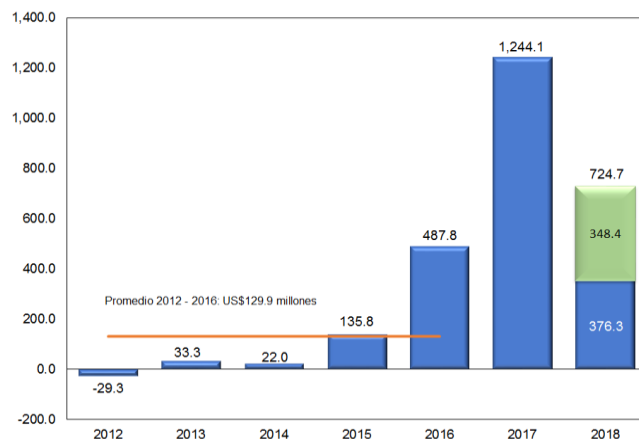
(1) Con información a diciembre de cada año. 2018 a mayo.
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

El tercer factor se refiere al bajo dinamismo de las exportaciones en esta primera parte del año, lo cual, en conjunto con los otros dos factores, desacelerarían el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, situación que es consistente con la absorción de choques externos que genera la flexibilidad cambiaria.

La participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas (MID), al 30 de junio de 2018, ha generado compras netas de divisas por US\$376.3 millones por activación de la regla cambiaria y US\$348.4 millones por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, lo que sitúa la participación del Banco Central en US\$724.7 millones, equivalente a 3.07% del total negociado en el MID (US\$1,244.1 millones, equivalente a 5.59% del total negociado, a esa misma fecha del año anterior). Al 30 de junio, el saldo de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América se situó en US\$106.0 millones, menor en US\$89.0 millones al saldo registrado el 31 de diciembre de 2017.

Gráfica 21

Participación Neta del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario mediante subastas de compra y venta de divisas (1) (2)
(Millones de US\$)

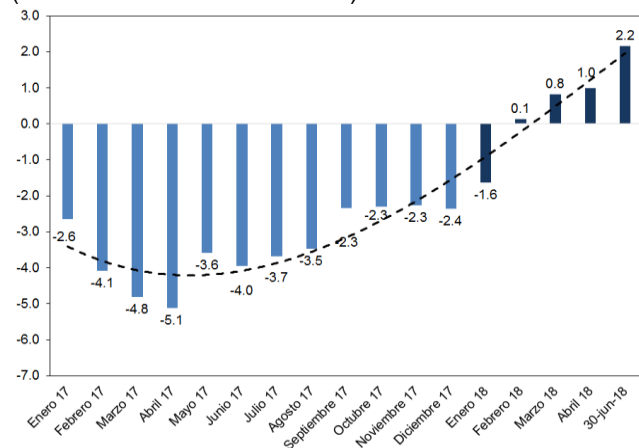


(1) Con información al 30 de junio de cada año.
(2) En 2018 se incluyen US\$376.3 millones por la activación de la regla de participación y US\$348.4 por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.
Fuente: Banco de Guatemala.

La apreciación interanual del quetzal en 2017 que alcanzó un máximo de 5.3% el 17 de abril de ese año y que se redujo gradualmente hasta alcanzar una apreciación de 2.4% al finalizar 2017, registra, al 30 de junio, una depreciación interanual de 2.2%, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 22

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



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

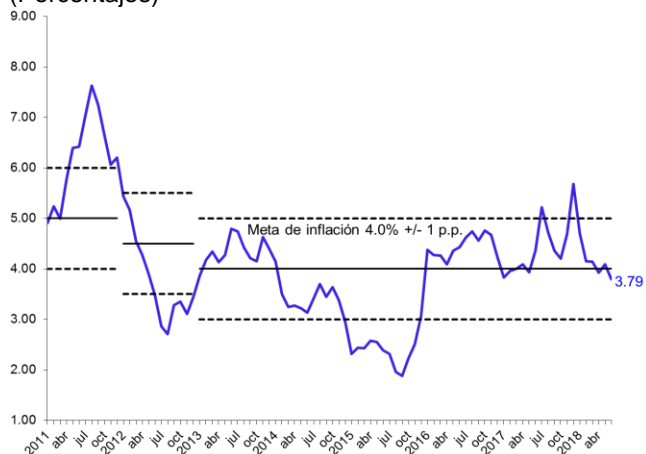
C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2018

1. Evolución reciente de la inflación

A junio de 2018, el ritmo inflacionario se situó en 3.79% valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual). Durante el primer semestre del año, el comportamiento de precios mostró, principalmente, la reversión parcial de los choques de oferta que afectaron a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas a finales de 2017. No obstante, las divisiones de gasto de transporte y vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, muestran un comportamiento al alza, asociado al incremento en los precios medios de algunos energéticos como las gasolinas y diésel, en el caso de la división transporte, y del servicio de electricidad en el caso de la segunda división indicada, incrementos que se explican por el alza observada en el precio internacional del petróleo.

Gráfica 23

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2018.

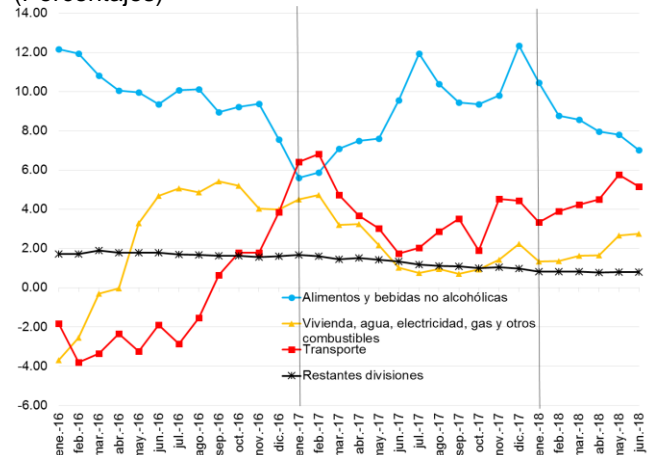
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En general, la trayectoria de la inflación se explicó, principalmente, por el comportamiento de los precios de los bienes de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, dado que el resto de divisiones de gasto, excluyendo a vivienda, agua, electricidad, gas

y otros combustibles y transporte, presentó un comportamiento relativamente estable, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 24

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



(1) Con información a junio de 2018.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

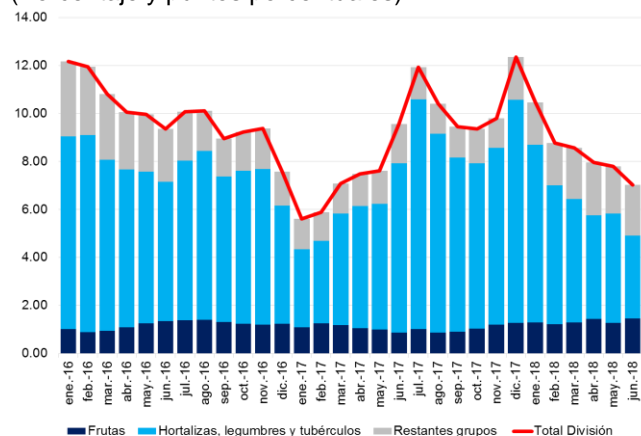
En el caso de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, durante 2017 registró una tendencia al alza, afectada por choques de oferta que provocaron que la variación interanual de dicha división de gasto pasara de 5.60% en enero a 12.35% en diciembre, siendo este el máximo valor registrado en ese año; sin embargo, como se indicó, la reversión parcial del choque de oferta provocó que a junio de 2018, la variación interanual de dicha división se situara en 7.03%, inferior en 5.32 puntos porcentuales respecto del valor registrado en diciembre de 2017. Dicha división está compuesta por diez grupos de gasto²², dentro de los cuales los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos; y de frutas son los que más han influido en el comportamiento en la inflación de alimentos. Entre los factores que incidieron en dicho comportamiento durante 2017 se encuentran, el copioso invierno, el incremento en la demanda externa, principalmente de El Salvador,

²² 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.

que limitó la oferta disponible en el mercado interno y los daños en la infraestructura vial del país, dichos factores afectaron, principalmente, los precios medios del tomate, la cebolla, la papa, el güisquil y el culantro, en el grupo de hortalizas, legumbres y tubérculos, así como los precios medios del aguacate, la naranja y las frutas de estación, en el grupo de frutas.

Gráfica 25

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



(1) Con información a junio de 2018.

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

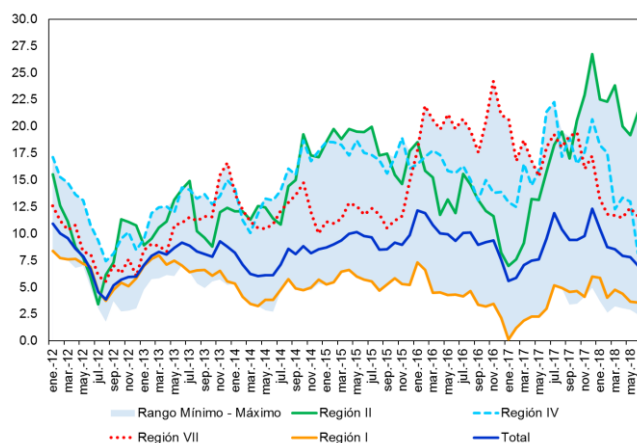
La inflación de la división de alimentos, en términos generales, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan presiones en los precios finales de los productos, como: la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos; 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. No obstante, como se mencionó, la normalización en el ciclo productivo de los productos que registraron incrementos en sus precios a finales del año anterior, así como la moderación en la demanda externa en algunos de estos

productos, contribuyeron a que a junio se continuara observando una desaceleración en la variación interanual de la división de alimentos.

Además, la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas es significativamente mayor en tres de las ocho regiones del país, siendo estas, 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 26

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



(1) Con información a junio de 2018.

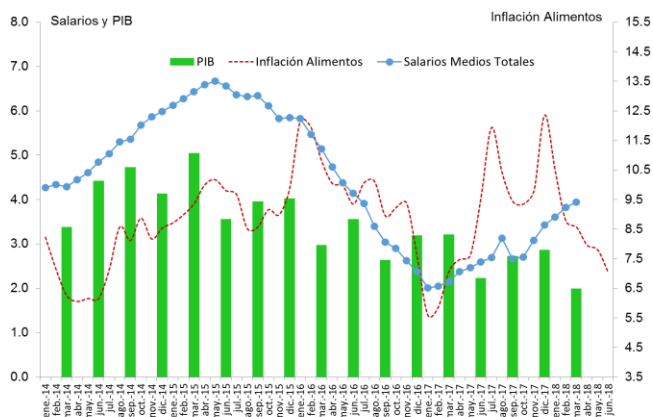
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

En la gráfica 27 se observa que los salarios medios y la inflación de alimentos muestran una alta correlación, registrando una desaceleración que abarca el periodo de junio de 2015 a enero de 2017 y mostrando una leve tendencia al alza a partir de 2017. Asimismo, se observa que, en términos generales, la

evolución de los salarios es congruente con las condiciones de actividad económica.

Gráfica 27

Salarios Medios de los Afiliados Cotizantes al IGSS (1), Producto Interno Bruto Trimestral (2) e Inflación de Alimentos (3) (Porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2018.

(2) Con información al primer trimestre de 2018.

(3) Con información a junio de 2018.

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

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

Por su parte, la división de transporte continúa mostrando una tendencia al alza, situación registrada desde julio de 2017 y que se explica por el comportamiento observado en el precio internacional del petróleo y que afectó el precio de los energéticos, destacando, entre estos, las gasolinas y el diésel.

En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, a junio, presenta un incremento el cual está asociado, por una parte, al aumento observado en el precio del gas propano registrado en noviembre de 2017, como resultado del alza observada en el precio internacional del petróleo y, por la otra, a los dos incrementos en los pliegos tarifarios trimestrales del servicio de electricidad durante el presente año²³, tanto para la tarifa social como para la

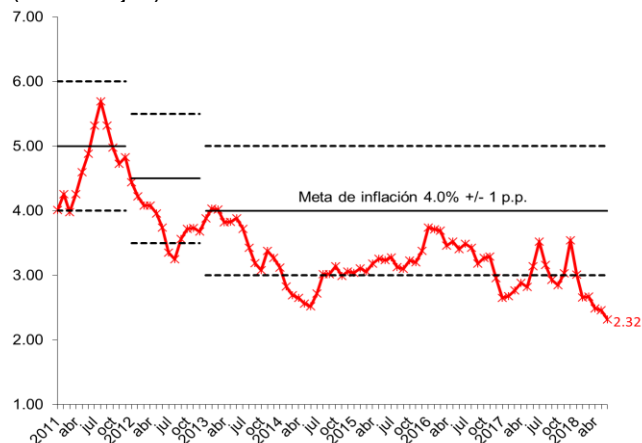
²³ Trimestres de febrero a abril y de mayo a julio de 2018.

tarifa no social, autorizado por la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE).

En cuanto a la inflación subyacente²⁴, 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 junio registró una variación interanual de 2.32%, situándose por debajo del límite inferior de la meta establecida por la autoridad monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual), 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 el primer semestre del presente año.

Gráfica 28

Inflación Subyacente (1) (Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2018.

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

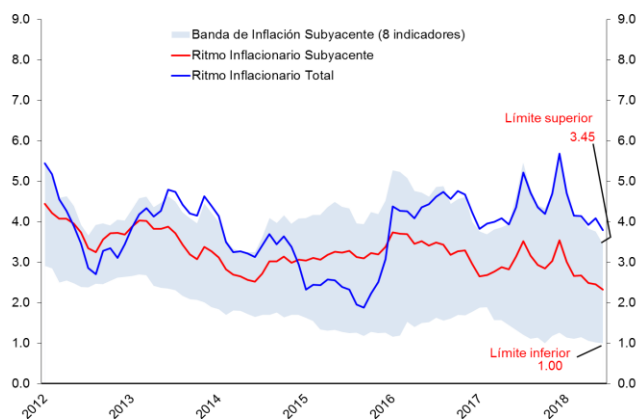
El Banco de Guatemala elabora ocho diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías tanto de exclusión fija como de exclusión variable. La inflación subyacente es un indicador que, por lo general,

²⁴ A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable. Para una mayor referencia ver el Anexo 2 de la "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2016 y Perspectivas Económicas para 2017".

se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 29). Al considerar el rango de variación de los métodos citados, a junio de 2018, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.00% y 3.45%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación han tenido una incidencia limitada.

Gráfica 29

**Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)**

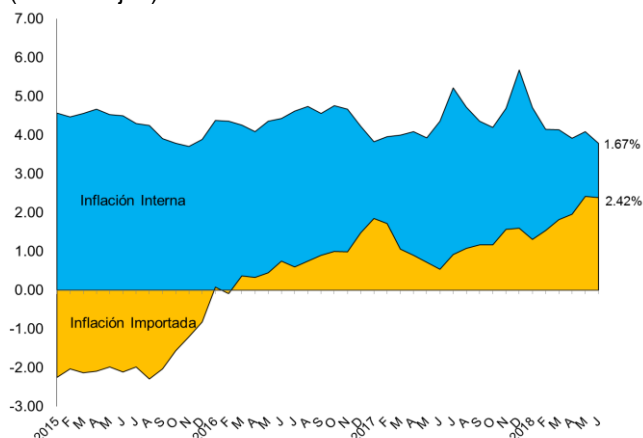


(1) Con información a junio de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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, así como de la inflación de los principales países socios comerciales. A junio de 2018, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 1.40% y la importada de 2.39%.

Gráfica 30

**Composición de la Inflación Total (1)
(Porcentajes)**



(1) Con información a junio 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 en torno al valor central de la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, para luego disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre y mantenerla en ese nivel en febrero, marzo, abril, mayo y junio de 2018, lo anterior a pesar de que aumentaron los niveles de liquidez en la economía como resultado de la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Cabe señalar que dichos excedentes de liquidez fueron compensados parcialmente con aumentos de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala y por incrementos en los niveles de encaje, que ocurrieron en un contexto de desaceleración del crédito bancario al sector privado. Como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda; es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia del anterior esquema de política monetaria de agregados

monetarios en el que se establecen metas operativas para dichos agregados.

2. Proyecciones y expectativas de inflación

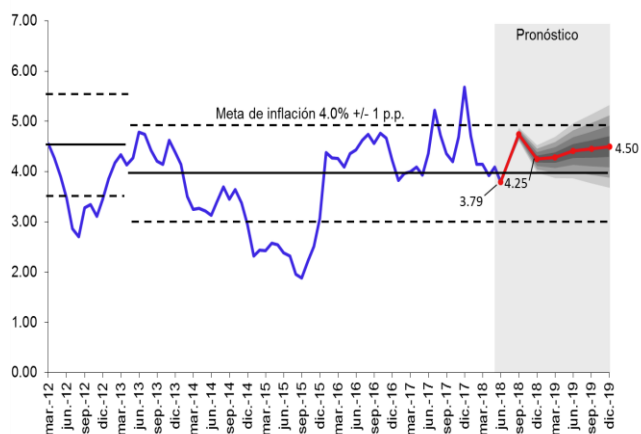
a) Proyecciones de inflación

Los pronósticos de inflación indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 4.25% para diciembre de 2018 y de 4.50% para diciembre de 2019, ubicándose por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia. Por su parte, el pronóstico de inflación subyacente se sitúa en 3.25% para diciembre de 2018 y en 3.75% para diciembre de 2019.

Dichos pronósticos 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 del precio internacional del petróleo; ii) estabilidad en el precio del gas propano durante los primeros tres trimestres de 2018 y alza prevista para el cuarto trimestre de 2018; iii) alzas previstas en el precio del servicio de electricidad para los pliegos tarifarios del segundo semestre de 2018; iv) variación en los precios de los productos agrícolas influenciados por la estacionalidad de su producción; v) incrementos moderados en el precio de la carne de res; y vi) alzas moderadas en el precio del pan y productos de tortillería, de acuerdo con su comportamiento histórico y con la evolución de precios de maíz y trigo a nivel mundial. Por el lado de la demanda: i) comportamiento de la actividad económica de acuerdo al ciclo económico; ii) brecha del producto negativa en 2018, pero cerrándose; 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 Estados Unidos de América, con un rezago de tres meses.

Gráfica 31

Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)

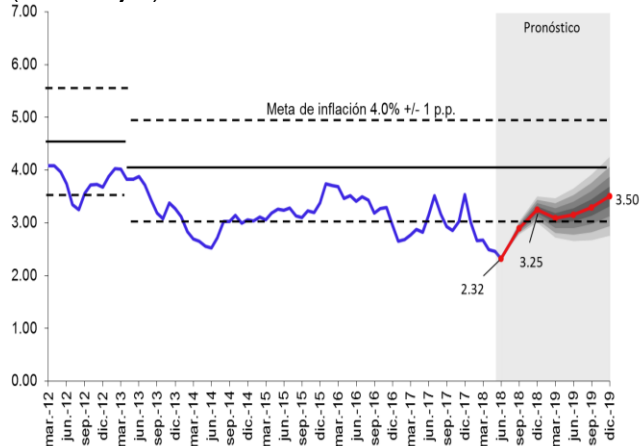


(1) Información observada a junio de 2018 y proyectada para diciembre 2019.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 32

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(Porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

b) Expectativas de inflación

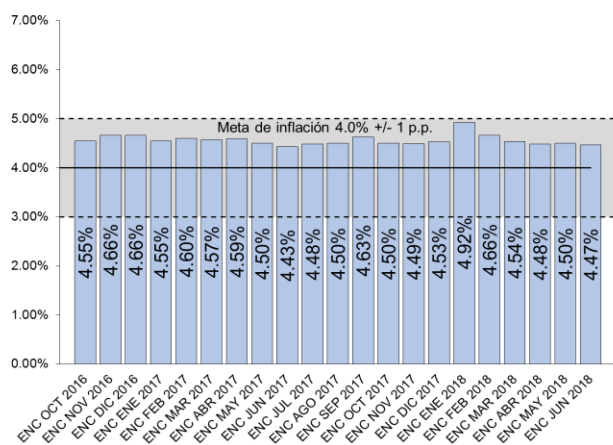
Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados²⁵, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2018 como para finales de 2019, se situaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.47% tanto para diciembre

²⁵ Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en mayo de 2018.

de 2018 como para diciembre de 2019. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: la trayectoria del precio internacional del petróleo, el comportamiento de los precios de los combustibles, el comportamiento del tipo de cambio nominal, el desempeño de la política fiscal, los precios de las materias primas y la estacionalidad de los productos agrícolas.

Gráfica 33

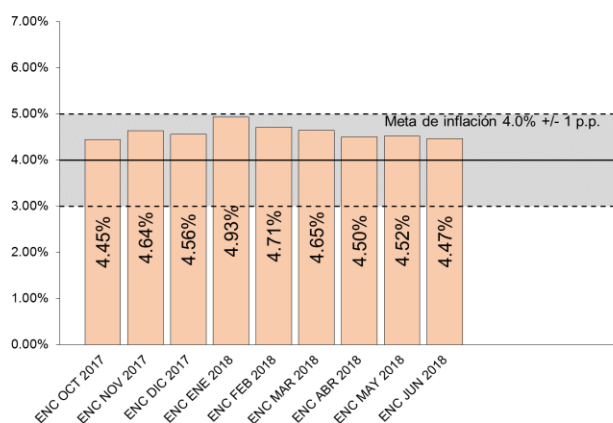
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2018 (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 34

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



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

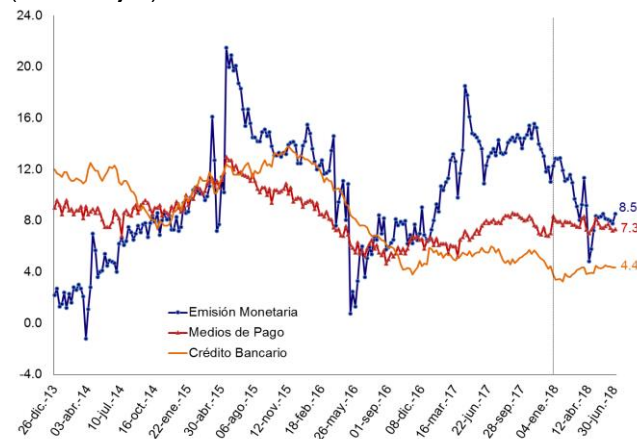
3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y crédito bancario al sector privado

Al 30 de junio, los principales agregados monetarios han evidenciado un comportamiento congruente con lo esperado.

Gráfica 35

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



(1) Variación interanual observada al 30 de junio de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

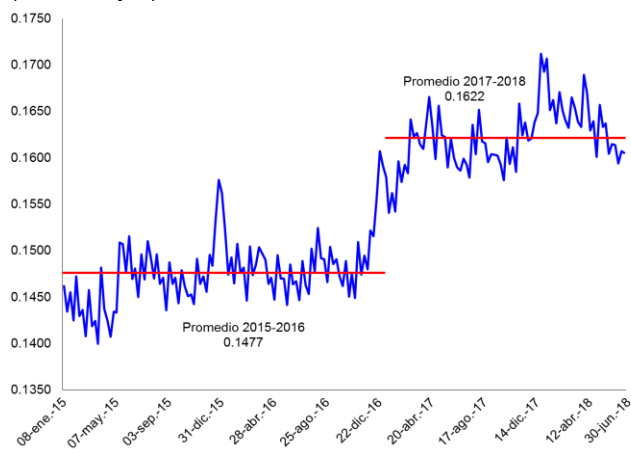
i) Emisión monetaria

Durante el primer semestre del año, el ritmo de la emisión monetaria ha mostrado una moderación en su comportamiento. Este comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial, que obedece, principalmente, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, en parte, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. Con relación al componente tendencial, el comportamiento de la emisión monetaria, aunque se ha moderado, en comparación con el crecimiento de dos dígitos 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 este ha mostrado niveles levemente inferiores a los estimados, se ha comportado de manera congruente con su estacionalidad.

Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria estuvo 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 liquidez²⁶. 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 en 2017. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez, en promedio, durante 2017-2018 se ubicó en 0.1622, superior al valor promedio observado en los años previos (0.1477); no obstante, en lo que va de 2018 ha evidenciado cierta normalización, congruente con la desaceleración en el ingreso de divisas por remesas familiares, entre otros factores.

Gráfica 36
Coeficiente de Preferencia de Liquidez (1) (2)
(Porcentajes)



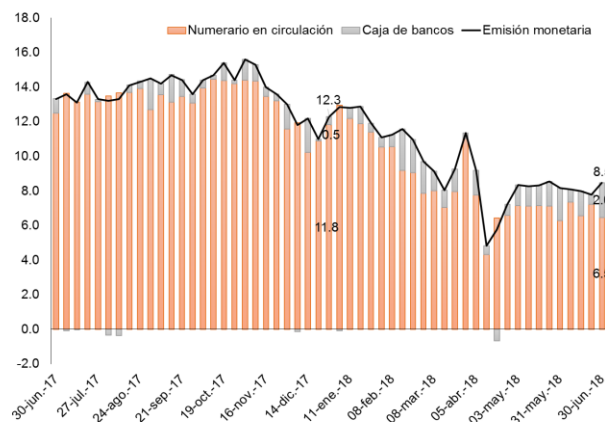
(1) Numerario en circulación/captaciones totales.
(2) Al 30 de junio de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

²⁶ El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Este es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 30 de junio, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 7.7%, incidiendo en 6.5 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 13.5% con una incidencia que pasó de 0.5 puntos porcentuales a finales del año anterior a 2.0 puntos porcentuales al 30 de junio del presente año (gráfica 37).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario²⁷ 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, los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala y un excedente de encaje bancario.

Gráfica 37
Composición del Ritmo de la Emisión Monetaria
Incidencia por Componentes (1)
(Porcentajes)



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

²⁷ Al 30 de junio las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$724.7 millones equivalente a Q5,356.2 millones.

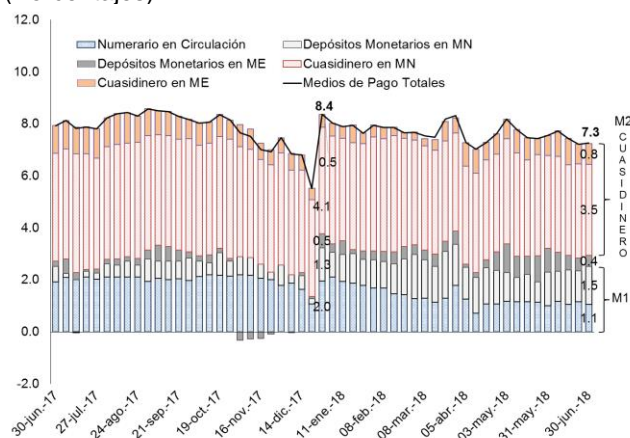
ii) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 30 de junio de 2018, registraron un crecimiento interanual de 7.3% (8.4% en diciembre de 2017). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año, se explica, principalmente, por el dinamismo mostrado por las captaciones en moneda nacional.

Al analizar por moneda, el crecimiento de los medios de pago, este se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 82.5% de dicho agregado y, en lo que va de 2018, estos muestran un crecimiento interanual de 7.3%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera al 30 de junio registraron una variación interanual de 7.6% (6.0% en diciembre de 2017).

Gráfica 38

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



(1) Con información al 30 de junio 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)²⁸ ha reflejado un crecimiento estable (7.1% al 30 de junio), asociado, principalmente, a un proceso moderado de recomposición entre el numerario en circulación y los

²⁸ Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

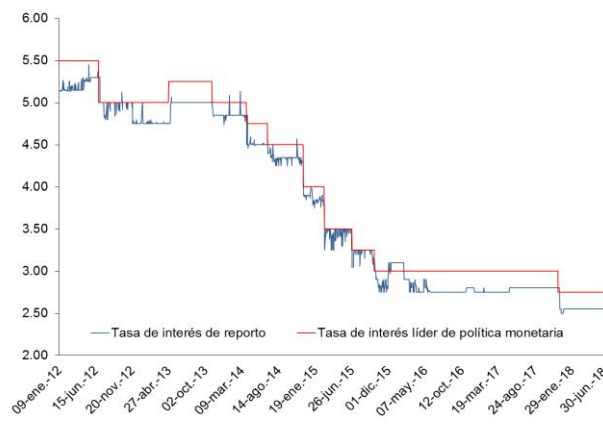
depósitos monetarios en moneda nacional, los cuales pasaron de una incidencia de 1.3 puntos porcentuales al finalizar 2017, a una incidencia de 1.5 puntos porcentuales al 30 de junio de 2018. En tanto que el numerario en circulación pasó de una incidencia de 2.0 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2017 a 1.1 puntos porcentuales al 30 de junio. Por su parte, el cuasidinero²⁹, en moneda nacional y extranjera, ha mostrado una tasa de variación interanual de 7.5% y 9.6%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido elevados al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2017 al 30 de junio de 2018 en Q5,419.2 millones.

Los altos niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día, la cual en lo que va del año, se ubica aproximadamente 20 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, alrededor de 2.55%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 39

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



(1) Con información al 30 de junio de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

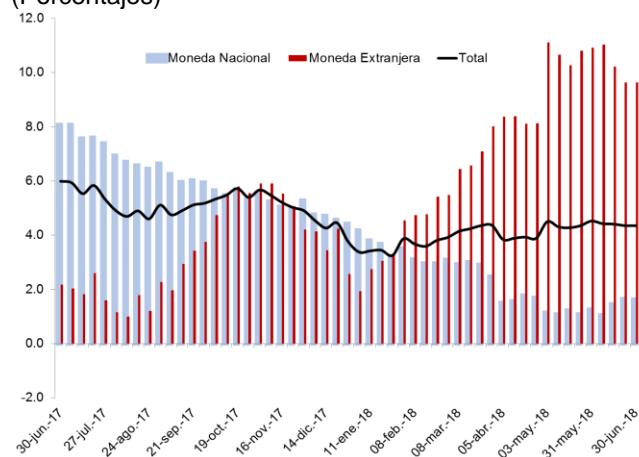
²⁹ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de junio registró un crecimiento interanual de 4.4%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (9.6%), ya que el crédito en moneda nacional creció únicamente 1.6%.

Gráfica 40

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



(1) Con información al 30 de junio de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un ritmo de crecimiento moderado (2.3% en promedio en lo que va del presente año), explicado principalmente por la desaceleración del crédito destinado al consumo y del otorgado al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 79.2% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de junio, el crédito al consumo en moneda nacional creció 1.6%, en tanto que al sector empresarial mayor aumentó 1.2%.

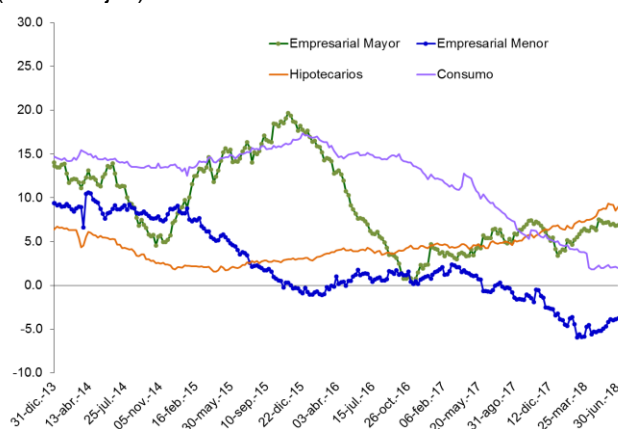
Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 30 de junio, creció a un ritmo de 9.6%, asociado, principalmente, a una recuperación de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor del 90.0% del financiamiento concedido en dicha moneda), asociado entre otros factores, al desempeño del crédito para el sector de

industrias manufactureras y establecimientos financieros, los cuales, a junio, mostraron tasas de crecimiento de 16.2% y 17.5%, respectivamente.

Al analizar el crédito al sector privado total por tipo de deudor, destaca durante el primer semestre del año, la recuperación del crédito al sector empresarial mayor, una tendencia al alza en el crédito hipotecario, una desaceleración del crédito para el consumo y la contracción en el sector empresarial menor.

Gráfica 41

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

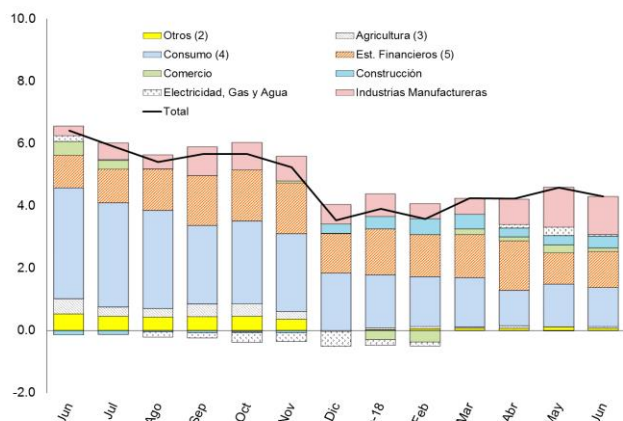


(1) Con información al 30 de junio de 2018.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

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 3.3%), industrias manufactureras (10.5%) y establecimientos financieros (11.2%).

Gráfica 42

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



- (1) Con información a junio 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 y, para el crédito en moneda extranjera, con líneas de crédito contratadas por el sistema bancario nacional con bancos del exterior.

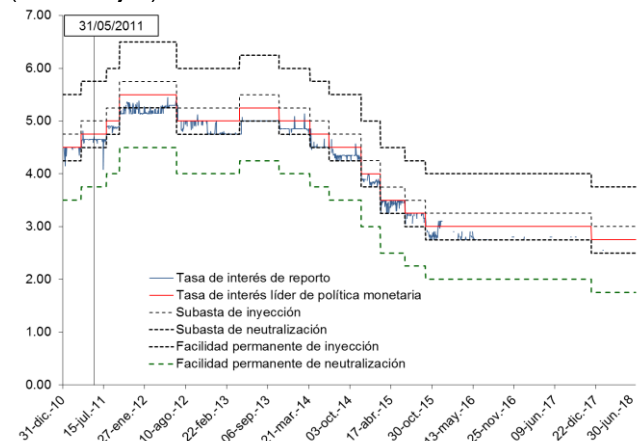
b) Tasas de interés

i) De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, se ha ubicado en lo que va del año, en promedio, 20 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria y dentro del margen establecido para las subastas de neutralización e inyección de liquidez, reflejo de las condiciones en el mercado de dinero. Los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 43

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



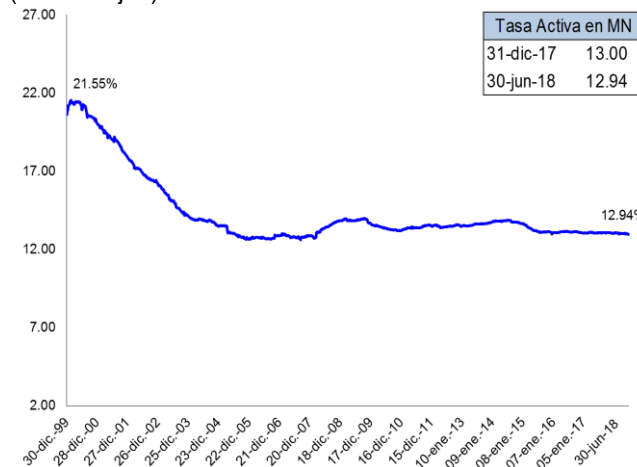
- (1) Con información al 30 de junio de 2018.
 Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

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

Gráfica 44

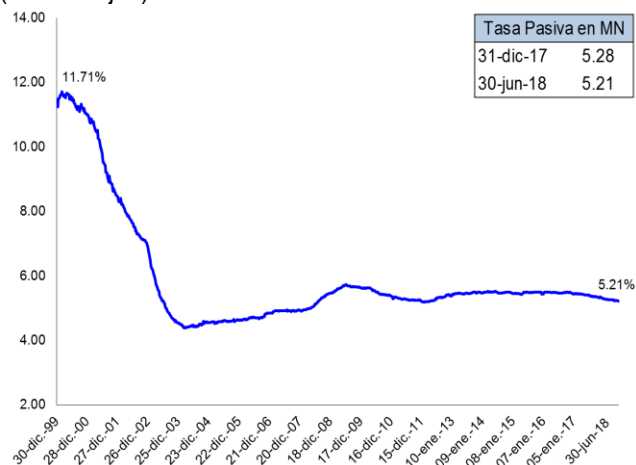
**Tasa de Interés Activa (1)
(Porcentajes)**



- (1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de junio de 2018.
 Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 45

Tasa de Interés Pasiva (1) (Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de junio de 2018.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, disminuyó seis puntos básicos, al pasar de 13.00% en diciembre de 2017 a 12.94% al 30 de junio de 2018 (gráfica 44). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.21% (gráfica 45), menor en siete puntos básicos al valor observado a diciembre de 2017 (5.28%).

4. Respuesta de política

a) Tasa de interés líder

Durante el primer semestre de 2018, conforme el calendario previsto, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo y junio para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

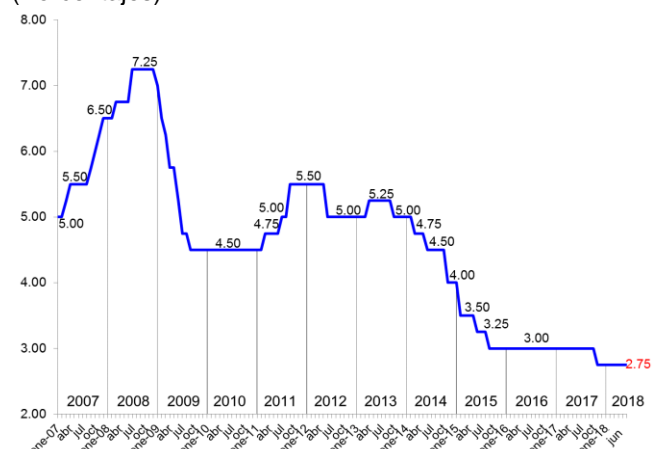
En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa en 2.75%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura tanto externa como interna, expresado en un balance de riesgos de inflación. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial siguen anticipando un mayor dinamismo, tanto para 2018 como para 2019, aunque en un entorno en el

que existen riesgos a la baja e incertidumbre. Asimismo, tomó en cuenta que el precio internacional del petróleo y sus pronósticos para 2018 y para 2019 continúan en niveles superiores a los observados el año anterior. En el ámbito interno, destacó que varios indicadores de corto plazo de la actividad económica como el Índice Mensual de la Actividad Económica, las importaciones y las remesas familiares, entre otros, se comportan conforme lo previsto. En materia de inflación, reiteró que los pronósticos y las expectativas tanto para 2018 como para 2019, permiten prever que esta se ubicaría en meta (4.0% +/- 1 punto porcentual).

Cabe agregar que la mezcla de políticas monetaria y fiscal, ha requerido que las condiciones monetarias hayan sido acomodaticias, ello mientras que los efectos de la política fiscal, en general, han sido contractivos. Tal postura en la política monetaria se puede mantener siempre y cuando no haya presiones sobre la inflación que amenacen el cumplimiento de la meta establecida por la autoridad monetaria.

Gráfica 46

Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (Porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

b) 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 periodo bajo análisis se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, a una reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 30 de junio, las referidas operaciones crecieron Q5,544.8 millones, de los cuales el 61.3% corresponde al sector privado y el 38.7% a entidades públicas. Cabe indicar que al finalizar 2017, el 13.1% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de junio de 2018 la referida proporción aumentó a 15.9%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 47.7% en diciembre de 2017 a 57.9% a junio de 2018, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 13.0 puntos porcentuales (de 39.2% en 2017 a 26.2% en 2018). La tasa de rendimiento promedio ponderado de las OEM fue de 4.67%, mientras que en términos nominales el costo de política fue de Q781.8 millones, equivalente a 0.1% del PIB.

5. Evolución de las finanzas públicas

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2018 no fue aprobado por el Congreso de la República, en ese sentido, el artículo 171, literal b) de la Constitución Política de la República de Guatemala establece que regirá de nuevo el presupuesto en vigencia del ejercicio fiscal anterior, el cual podrá ser modificado o ajustado por el Congreso de la República.

El monto del presupuesto inicial para 2018 asciende a Q76,989.5 millones, representando un 12.9% del PIB. Excluyendo los egresos destinados a la amortización de la deuda pública, dicho porcentaje se reduce a 12.1%, constituyéndose en el techo presupuestario al cual podría expandirse el gasto público durante 2018.

Durante la mayor parte del primer semestre, las finanzas públicas se caracterizaron por la persistente dificultad para elevar el gasto público, a pesar de la significativa disponibilidad de recursos en la caja fiscal del gobierno central; no obstante, vale la pena señalar

algunos factores que han limitado la ejecución del gasto, tales como: i) la no aprobación del plan de gastos propuesto y la entrada en vigencia del presupuesto del año anterior³⁰; ii) los esfuerzos orientados al combate a la corrupción y el cumplimiento efectivo de las normas presupuestarias que han limitado la capacidad de ejecución en algunas dependencias gubernamentales; iii) la baja ejecución del financiamiento externo y la falta de aprobación por parte del Congreso de la República de varios préstamos externos que el Ministerio de Finanzas Públicas ha gestionado ante organismos financieros internacionales³¹ y iv) el debilitamiento de la carga tributaria, a pesar de las medidas promovidas por la administración tributaria para aumentar la recaudación.

Hacia el segundo semestre, una política fiscal más activa que recupere y mantenga la dinámica del gasto público³² será de suma importancia para generar un impulso en la demanda agregada y favorecer el crecimiento económico. Se esperaría que los gastos para atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de Fuego, así como los destinados a la recuperación de la red vial del país, anunciados por el gobierno, contribuyan a elevar el gasto público

Por otra parte, el presupuesto vigente para este año incluye una asignación presupuestaria de Q646.0 millones para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2016, en virtud de que rigió el presupuesto del

³⁰ La distribución analítica fue aprobada mediante Acuerdo Gubernativo Número 300-2017 por un monto de Q76,989.5 millones. Al 30 de junio, el presupuesto fue ampliado en tres ocasiones, la primera mediante Acuerdo Gubernativo Número 29-2018 por Q131.5 millones, la segunda, mediante Acuerdo Gubernativo Número 76-2018 por Q25.0 millones y la tercera mediante Acuerdo Gubernativo Número 96-2018 por Q63.4 millones, como resultado, el presupuesto vigente al 30 de junio alcanzó Q77,209.3 millones.

³¹ Recientemente el Congreso de la República aprobó la contratación de dos préstamos con el BID y el BIRF por US\$150.0 millones y US\$250.0 millones, respectivamente. De este último, el 31.5% implicaría una ampliación presupuestaria para atender los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego, lo cual contribuiría a dinamizar la ejecución del gasto público en ese semestre; mientras que el restante 68.5% sustituiría fuente de financiamiento por bonos del tesoro.

³² El gasto público como porcentaje del PIB, en los últimos dos años, se ha ubicado en su mínimo histórico desde hace dos décadas.

año anterior. Cabe resaltar que en 2017, luego de varios años de no haberse cumplido con el pago para la restitución de las deficiencias netas del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas emitió bonos del tesoro por un monto de Q646.0 millones, para cubrir parcialmente las deficiencias netas correspondientes al ejercicio contable de 2015. Como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, 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 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.

a) Ingresos

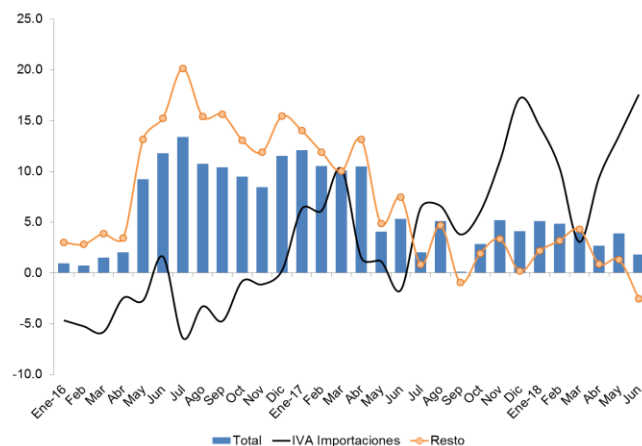
Al 30 de junio, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.1% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 2.9% que registraron los ingresos tributarios (94.4% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 6.8%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2017. Cabe destacar que la desaceleración en la recaudación tributaria durante junio del presente año se debió a los ingresos extraordinarios recibidos el año anterior, debido a la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017 (exoneración de multas), cuyo mayor impacto ocurrió en junio de 2017, en ese sentido, se esperaría una recuperación de la recaudación tributaria en el segundo semestre aunque a un ritmo moderado.

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos disminuyeron 0.6%, afectados por el bajo desempeño del Impuesto sobre la Renta, el cual cayó 2.0%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 5.7%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 5.0%, destacando el desempeño del IVA importaciones y de los derivados

del petróleo los cuales crecieron 10.3% y 3.6%, respectivamente, mientras que el IVA doméstico creció 1.7%. Cabe agregar que la medida fiscal implementada el año anterior se reflejaría en bajas tasas de crecimiento este año en el ISR y el IVA doméstico, principalmente.

Gráfica 47

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2016-2018
(Porcentajes)



(1) Variación interanual media móvil de tres meses.

(2) Cifras preliminares a junio 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 anterior moderaron el ritmo de ejecución de gasto en los primeros meses del año. En efecto, al 31 de mayo de 2018, el gasto público aumentó 3.6%; no obstante, al 30 de junio, se registró una variación interanual acumulada de 7.0%. En la medida en que las entidades gubernamentales ajusten sus planes de trabajo a los techos presupuestarios del año anterior o que se realicen las modificaciones presupuestarias correspondientes, el ritmo de gasto podría mejorar su dinámica. 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 que puedan darse por la reciente aprobación del financiamiento externo podrían contribuir a elevar la ejecución presupuestaria;

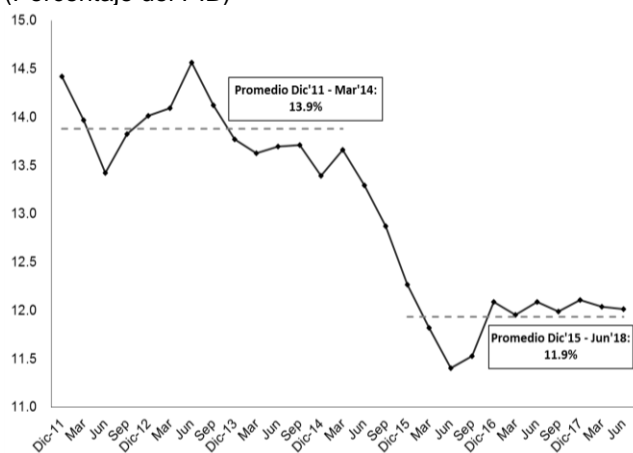
en ese sentido, recuperar el gasto público como porcentaje del PIB a un nivel cercano a 14.0% de años previos constituye otro reto importante de la política fiscal (gráfica 48).

Al 30 de junio, los gastos de funcionamiento aumentaron 6.4% y los de capital 10.5%, 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 y remuneraciones. Por su parte, el incremento en los gastos de capital fue resultado de mayores gastos en inversión directa.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 42.1%, mayor a la registrada a junio de 2017 (39.6%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (45.2%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (45.0%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen, el Ministerio de Desarrollo Social (31.6%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (30.2%).

Gráfica 48

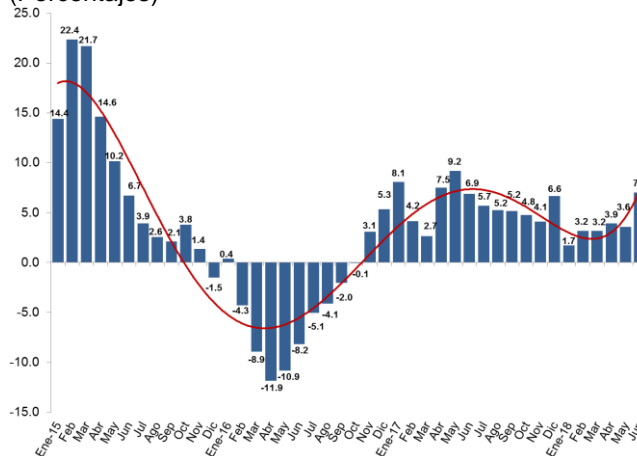
Gasto Público Trimestral Anualizado (1)
Años: 2012-2018
(Porcentaje del PIB)



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

Gráfica 49

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



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.

(2) Cifras preliminares a junio de 2018.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

c) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de junio, resultó en un déficit fiscal de Q666.9 millones (0.1% del PIB), en tanto que en el mismo periodo se registró un superávit fiscal de Q472.3 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q705.0 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q502.4 millones y amortizaciones por Q1,207.4 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q4,687.7 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q5,379.2 millones, vencimientos por Q927.7 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q236.2 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q3,315.8 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*. Al 30 de junio, se había colocado el 37.7% del monto autorizado, con fechas de vencimiento 21/07//2025, 25/10/2025, 02/08/2029, 23/09/2030, 15/03/2033 y 18/04/2033 a

tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.15%, 6.34%, 6.69%, 6.39%, 6.65% y 6.50%, respectivamente.

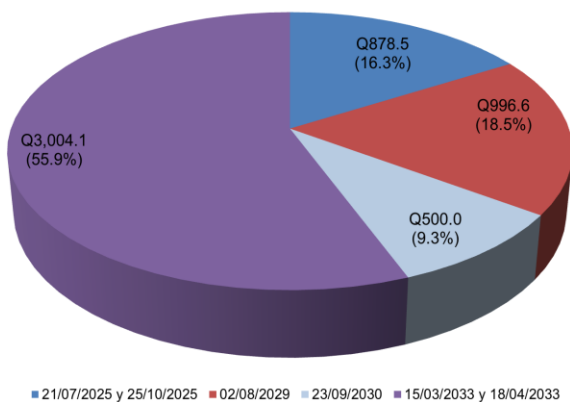
Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q77,187.4 millones, mayor en Q4,451.5 millones respecto al 31 de diciembre de 2017 (Q72,735.9 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,088.0 millones, menor en US\$93.5 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones).

Gráfica 50

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)

Año: 2018

(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de junio de 2018.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 5

Gobierno Central
Ejecución Presupuestaria a Junio (1)
Años: 2017-2018
(Millones de quetzales)

| Concepto | 2017 ^{p/} | 2018 ^{p/} | VARIACIONES | |
|--|--------------------|--------------------|-----------------|---------------|
| | | | Absoluta | Relativa |
| I. Ingresos y Donaciones | 29,693.0 | 30,610.9 | 917.9 | 3.1 |
| A. Ingresos (1+2) | 29,666.6 | 30,533.8 | 867.2 | 2.9 |
| 1. Ingresos Corrientes | 29,664.8 | 30,532.6 | 867.8 | 2.9 |
| a. Tributarios | 28,099.6 | 28,909.8 | 810.2 | 2.9 |
| b. No Tributarios | 1,565.2 | 1,622.8 | 57.6 | 3.7 |
| 2. Ingresos de Capital | 1.7 | 1.2 | -0.6 | -34.1 |
| B. Donaciones | 26.4 | 77.2 | 50.8 | 192.1 |
| II. Total de Gastos | 29,220.7 | 31,277.8 | 2,057.1 | 7.0 |
| A. De Funcionamiento | 24,762.9 | 26,349.7 | 1,586.8 | 6.4 |
| B. De Capital | 4,457.8 | 4,928.1 | 470.3 | 10.5 |
| III. Superávit o Déficit Presupuestal | 472.3 | -666.9 | -1,139.2 | -241.2 |
| (-) Déficit | | | | |
| IV. Financiamiento Total | -472.3 | 666.9 | 1,139.2 | -241.2 |
| A. Interno | 4,254.1 | 4,687.7 | 433.6 | 10.2 |
| B. Externo | 2,354.1 | -705.0 | -3,059.1 | -129.9 |
| C. Variación de Caja | -7,080.4 | -3,315.8 | 3,764.7 | -53.2 |
| (-) aumento (+) disminución | | | | |
| Carga tributaria | 5.1 | 4.9 | | |
| Superávit ó Déficit / PIB | 0.1 | -0.1 | | |

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.