

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2022, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2023



CONTENIDO¹

I.	ANTECEDENTES	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	3
III.	EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2022	9
A.	ENTORNO EXTERNO	9
1.	Panorama general	9
2.	Crecimiento económico	10
3.	Mercados financieros	21
4.	Precios internacionales de algunas materias primas.....	24
5.	Inflación y política monetaria	34
B.	ENTORNO INTERNO.....	43
1.	Actividad económica.....	43
2.	Inflación	46
3.	Tipo de cambio	56
4.	Agregados monetarios y de crédito	58
5.	Otras variables	66
C.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2022.....	75
1.	Política monetaria.....	75
2.	Postura de política monetaria y balance de riesgos de inflación	78
IV.	ESTIMACIÓN DE CIERRE 2022 Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2023.....	84
A.	DEL ENTORNO EXTERNO	84
1.	Crecimiento económico	84
2.	Inflación internacional.....	85
B.	DEL ENTORNO INTERNO.....	88
1.	Actividad económica.....	88
2.	Inflación	92
3.	Sector monetario	96
4.	Balanza de pagos.....	98
5.	Sector fiscal	103

¹ Este documento fue elaborado con información disponible al 7 de diciembre de 2022, salvo otra indicación.

V.	REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA	106
A.	ASPECTOS GENERALES	106
B.	FORTALECIMIENTO DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN (EMEI).....	109
1.	Avances en los procesos de pronóstico y modelación económica del Banco Central, así como en el fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación	109
2.	Mejoramiento de las estadísticas económicas	110
C.	POLÍTICA MONETARIA	110
1.	Variables indicativas	110
2.	Variables informativas	113
3.	Estudio de la viabilidad de la emisión de una moneda digital de banco central	114
D.	POLÍTICA CAMBIARIA.....	115
1.	Modificaciones a la regla de participación	115
2.	Mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.....	116
3.	Mecanismo de inyección de liquidez mediante reportos en dólares de los Estados Unidos de América	117
4.	Análisis de la viabilidad y conveniencia de establecer un mecanismo para canalizar los excedentes de divisas en el mercado cambiario	118
E.	TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS DEL BANCO DE GUATEMALA.....	118
F.	CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2023	118
VI.	RECOMENDACIÓN	120
	ANEXO	121
I.	EFFECTO TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL A LOS PRECIOS INTERNOS.....	122
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	127

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2022, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2023

I. ANTECEDENTES

A finales de 2005 la Junta Monetaria decidió adoptar el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central de establecer una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta un horizonte temporal para el cumplimiento de la misma.

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados de bienes, de servicios, de dinero y cambiario, que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia adecuada con relación a la evolución futura de la inflación. Ello genera, a su vez, un clima más propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Por lo anterior, existe consenso a nivel internacional que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento ordenado de la economía de un país es el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios, es decir, una inflación baja y estable. Este mismo esquema monetario siguen, desde finales de los años noventa, los bancos centrales de países de América Latina como Chile, Brasil, Colombia, México y Perú, mostrando ser economías que gozan de sólida estabilidad macroeconómica y de tener instrumentos de política monetaria que les permiten restablecer el equilibrio macroeconómico en momentos de choques internos o externos adversos. Cabe destacar que Guatemala fue la primera economía pequeña de América Latina en adoptar este esquema monetario.

La adopción de un esquema monetario como el descrito requiere que el Banco Central conduzca la política monetaria con independencia y que provea una referencia únicamente con respecto a la trayectoria de la inflación (ancla nominal). En ese sentido, en una economía pequeña y abierta, como la guatemalteca, en donde se permite el libre flujo de capitales, el comportamiento del tipo de cambio debe ser determinado por el mercado, de acuerdo con las restricciones que impone la “trinidad imposible de la macroeconomía abierta”. Esto permite a las autoridades monetarias estabilizar consistentemente el nivel de precios internos, por medio de su influencia sobre las expectativas de los agentes económicos, aspecto que fortalece y da sostenibilidad a la estabilidad macroeconómica, pero principalmente a la política monetaria.

En consecuencia, la implementación de la política monetaria es consistente con la elección de la meta de inflación de mediano plazo y se consolida con la vigencia de un régimen cambiario flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria), con la utilización de variables indicativas e informativas que privilegian las decisiones de mercado, con el corrimiento de modelos estructural y semi-estructural de pronóstico de inflación, con una adecuada política de comunicación; así como, con el fortalecimiento de la autonomía, la transparencia y la rendición de cuentas en las diferentes actuaciones del Banco Central.

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



en el mercado de dinero como en el mercado cambiario y, en junio de 2011, se implementó un cambio más profundo con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, estableciéndose como tasa de interés líder de política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*) en sustitución de la tasa de interés al plazo de siete días que regía en ese momento. La tasa de interés al plazo de un día ha permitido un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que estos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, al poner a su disposición facilidades permanentes tanto de inyección como de neutralización de liquidez. Este cambio ha permitido mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Derivado de lo anterior, y dada la flexibilidad y oportunidad que debe tener la política monetaria para dar certeza a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios, la Junta Monetaria, de conformidad con el inciso a) del artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, tiene la atribución de determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, incluyendo las metas programadas, tomando en cuenta el entorno económico nacional e internacional.

En el contexto descrito, la Junta Monetaria, en resolución JM-171-2011 del 22 de diciembre de 2011, determinó la política monetaria, cambiaria y crediticia con vigencia indefinida, en la cual se establece que, por lo menos una vez al año, el Banco de Guatemala debe revisar y, de ser el caso, proponer las modificaciones que se consideren necesarias a dicha política. Posteriormente, como resultado del proceso de consolidación del EMEI, la Junta Monetaria determinó, a partir de 2013, una meta de inflación de mediano plazo (de cumplimiento continuo) de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual ha permitido un anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos a dicha meta.

La modificación más reciente a la política monetaria, cambiaria y crediticia se realizó mediante resolución JM-119-2021 del 15 de diciembre de 2021, y en las disposiciones citadas. En el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2022, las perspectivas económicas para 2023, así como la revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

Escenario internacional. El proceso de recuperación económica, que fue impulsado por las campañas de vacunación contra el COVID-19 y el apoyo sin precedente de las políticas fiscales y monetarias, se ha visto afectado por los efectos adversos del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como por condiciones financieras internacionales más restrictivas, ante la normalización acelerada de la política monetaria de la mayoría de bancos centrales, en respuesta a las persistentes presiones inflacionarias, debido al aumento de los precios internacionales de las materias primas, los elevados costos del transporte internacional de contenedores, las interrupciones prevalecientes en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro y la incertidumbre que aún genera la evolución de la pandemia del COVID-19, particularmente en la República Popular China, así como por otros focos de tensiones geopolíticas. En ese contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un crecimiento económico mundial de 3.2% para 2022 y de 2.7% para 2023; perspectivas que, aunque positivas, son menores a las previstas anteriormente y están expuestas a una mayor incertidumbre y riesgos significativos relacionados, principalmente, con las tensiones geopolíticas y la evolución futura de la pandemia.

En las economías avanzadas se registraría un crecimiento económico de 2.4% en 2022 y de 1.1% en 2023. En los Estados Unidos de América, la actividad económica continuaría impulsada por el aumento de la demanda interna, respaldada por la solidez del mercado laboral y el ahorro acumulado durante la pandemia; sin embargo, ésta seguiría siendo afectada por la pérdida de poder adquisitivo, derivada de los niveles elevados de inflación, la mayor incertidumbre económica y la disminución del apoyo de las políticas fiscal y monetaria, por lo que el crecimiento económico sería de 1.6% en 2022 y de 1.0% en 2023. En la Zona del Euro, las interrupciones en el suministro de gas natural por parte de Rusia, el incremento de los precios, especialmente de los energéticos, y el deterioro de la confianza económica ejercerían un considerable efecto negativo sobre las economías de la región, que contrarrestaría, en parte, el impulso generado por la moderación del impacto de la pandemia del COVID-19, la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y el apoyo de la política fiscal, de manera que la actividad económica se expandiría a un ritmo de 3.1% en 2022; no obstante, las perspectivas para 2023 se han deteriorado significativamente, por lo que se espera un crecimiento de 0.5%.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento económico sería de 3.7% tanto en 2022 como en 2023, en un entorno internacional adverso y complejo, caracterizado por la normalización acelerada de la política monetaria en las principales economías avanzadas, la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía china, así como por el impacto indirecto del conflicto entre Rusia y Ucrania, particularmente por el incremento en los precios internos, debido a los elevados costos de los energéticos y de los alimentos. A nivel de países se observarían diferencias considerables en el desempeño económico, resultado del grado de vulnerabilidad ante los distintos choques externos e internos, así como del reducido margen de maniobra de la política económica.

En Centroamérica, la actividad económica se expandiría 3.7% en 2022 y 3.0% en 2023, resultado del aumento de la demanda interna, particularmente del consumo privado, favorecido, en buena medida, por el crecimiento sostenido de las remesas familiares (particularmente relevante para los países del Triángulo Norte: Guatemala, El Salvador y Honduras) y por la moderación en el impacto económico de la pandemia; no obstante, los riesgos se encuentran sesgados a la baja, debido a la desaceleración prevista en la economía mundial, particularmente, la economía estadounidense.



En los mercados financieros internacionales, los principales índices accionarios registraron pérdidas y mayores niveles de volatilidad respecto de los observados a finales de 2021, en un entorno económico cada vez menos dinámico, altos niveles de inflación a nivel mundial, normalización acelerada de la política monetaria en la mayoría de países, elevada incertidumbre y crecientes riesgos a la baja. En ese contexto, las condiciones de financiamiento para las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron endureciéndose, tendencia que podría intensificarse a medida que las tasas de interés continúen aumentando, debido al retiro de los estímulos monetarios en la mayoría de economías, al incremento de las tensiones geopolíticas y al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial.

Los precios internacionales del petróleo, del maíz amarillo y del trigo registraron incrementos considerables a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, dada la relevancia que estos dos países tienen en el suministro y comercio internacional de estas materias primas; sin embargo, en el segundo semestre, estos tendieron a moderarse, aunque continúan evidenciando una alta volatilidad y precios medios superiores a los del año anterior. En el caso del petróleo, la tendencia al alza en el precio también fue influenciada por las decisiones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes productores de mantener restringida la producción, así como por el incremento de las tensiones geopolíticas en varios países de Oriente Medio; no obstante, dichos factores han sido compensados, parcialmente, por la liberación de una cantidad importante de las reservas estratégicas de petróleo por parte de las principales economías avanzadas y la menor demanda de la República Popular China, debido a los confinamientos en algunas de las principales ciudades, asociados a la estricta implementación de la política “cero tolerancia al COVID-19”. Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo reflejaron, en parte, las condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores, así como las prohibiciones a la exportación de alimentos por parte de varios países productores de Asia, principalmente India; no obstante, la reapertura del envío de cereales de Ucrania desde sus puertos del Mar Negro y las buenas cosechas en otras regiones, contribuyeron a revertir la tendencia al alza. En ese contexto, en el escenario base, las proyecciones indican que los precios medios de estas materias primas aumentarían en 2022, pero disminuirían moderadamente en 2023.

A nivel internacional, la inflación continúa en niveles elevados en la mayoría de países, debido al encarecimiento de las materias primas, asociado, principalmente, al conflicto entre Rusia y Ucrania, a la persistencia de los desbalances entre oferta y demanda mundial y a los problemas en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro. No obstante, la inflación ha comenzado a disminuir en algunos países, debido a la moderación de los precios de los energéticos, la reducción de las restricciones logísticas en el transporte de mercancías, la desaceleración en el crecimiento de la demanda, así como por la restricción de la postura de política monetaria. A pesar de ello, predomina la incertidumbre sobre las perspectivas de inflación, dada la persistencia y generalización de las presiones inflacionarias. En efecto, dicho contexto propició un cambio hacia una orientación restrictiva de la política monetaria, tanto por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, los cuales han acelerado el retiro de sus estímulos monetarios, como de la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, que han endurecido la política monetaria por encima de los niveles observados previo a la pandemia.

Escenario interno. La actividad económica registró un crecimiento de 4.3% en el primer semestre de 2022², resultado, principalmente, del aumento de la demanda interna (particularmente del consumo privado y la inversión) y del mayor volumen de exportaciones. Por el lado de la oferta, el crecimiento de la producción refleja la expansión de todas las actividades productivas, excepto la de explotación de minas y canteras. En el segundo semestre del presente año, la actividad económica ha mantenido un desempeño positivo, lo cual se evidenció en el comportamiento de algunos de

² La actividad económica del país registró un crecimiento de 4.5% y 4.1% en el primero y segundo trimestres del presente año, respectivamente.

los principales indicadores de corto plazo, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), el crédito bancario al sector privado, el ingreso de divisas por remesas familiares y el comercio exterior, entre otros. En ese contexto, se estima que el Producto Interno Bruto (PIB) estaría creciendo 4.0% en 2022, explicado, principalmente, por el dinamismo de la demanda interna, debido a la mejora en el gasto de consumo privado y por el aumento de la formación bruta de capital fijo (inversión), así como por el mayor impulso proveniente de la demanda externa.

En materia de comercio exterior, a octubre de 2022, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un aumento de 18.5% respecto de similar periodo de 2021, explicado por el incremento en el precio medio de exportación (18.3%), y, en menor medida, en el volumen exportado (0.2%). El comportamiento de las exportaciones fue reflejo, principalmente, del incremento en los rubros de artículos de vestuario; grasas y aceites comestibles; azúcar; café; materiales plásticos y sus manufacturas; banano; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; y materiales textiles. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 26.5%, resultado del incremento en el precio medio de importación (26.8%) y, en menor proporción, en el volumen importado (0.2%). En ese contexto, se espera que el comercio exterior, en términos nominales, continúe impulsado por el incremento de los precios de la mayoría de los productos comercializados y la actividad económica a nivel nacional e internacional.

Al 30 de noviembre de 2022, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$16,398.7 millones, superior en US\$2,615.2 millones (19.0%) respecto del monto observado en igual periodo del año previo, respaldado, en buena medida, por la solidez en las condiciones del mercado laboral estadounidense, particularmente en el segmento del empleo hispano; por lo que se espera que los remesas familiares registren un crecimiento de alrededor de 18.0% al finalizar el presente año.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de noviembre de 2022, fue de US\$20,398.8 millones, menor en US\$540.8 millones al registrado el 31 de diciembre de 2021, resultado, principalmente, de los pagos netos por deuda externa del sector público y de la disminución de los depósitos en moneda extranjera de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala, lo que compensó las compras netas por activación de la regla cambiaria y por el mecanismo de acumulación de reservas internacionales. El referido nivel de RIN equivale a 8.0 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre de 2022, una depreciación interanual de 1.43%, congruente con la evolución de sus factores fundamentales, en particular el crecimiento del flujo de remesas familiares y el comportamiento de los flujos comerciales. En este contexto, el Banco Central continuó participando en el mercado cambiario con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia, realizando mediante la regla de participación ventas netas de divisas por US\$689.4 millones; en tanto que, con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario, efectuó, bajo el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, compras de divisas por US\$1,472.2 millones.

Al igual que en la mayoría de países, el ritmo inflacionario en Guatemala ha registrado aumentos importantes y mayores que los previstos en los últimos meses, debido, fundamentalmente, a factores externos, particularmente por el incremento de los precios internacionales de los energéticos y de los alimentos a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania; por lo que, a noviembre del presente año, se ubicó en 9.17%.

En el cuadro siguiente se observa la inflación para las principales economías a nivel mundial, incluidas las de América Latina.

**Cuadro 1**

Ritmo Inflacionario Total Economías seleccionadas (Porcentajes)	
A Octubre de 2022	
Economías avanzadas	
Estados Unidos de América	7.75
Reino Unido	11.10
Zona del Euro	10.62
Japón	3.70
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	
Brasil	6.47
Chile	12.81
Colombia	12.53 (a)
México	8.41
Perú	8.45 (a)
República Popular China	2.10
Centroamérica	
Guatemala	9.17 (a)
El Salvador	7.47
Honduras	10.44 (a)
Nicaragua	12.16
Costa Rica	8.99
República Dominicana	8.24

(a) A noviembre de 2022.

Fuente: Bancos centrales.

En particular, la inflación en el país ha estado influenciada de manera relevante por las divisiones de transporte y de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas; aunque también se registran alzas significativas en otras divisiones de gasto, como restaurantes y hoteles; muebles y artículos para el hogar; bebidas alcohólicas y tabaco; recreación y cultura; y vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, lo cual sugiere una generalización de las presiones inflacionarias, que se atribuiría tanto a efectos de segunda vuelta como a mayores presiones de la demanda interna. En el caso de las divisiones de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, el aumento reflejó los mayores precios de los combustibles, del gas propano y de las tarifas de la energía eléctrica, derivado fundamentalmente, del alza en el precio internacional de los energéticos. En lo que respecta a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, el aumento se explicó, principalmente, por el incremento en los grupos de hortalizas, legumbres y tubérculos, debido a factores estacionales, a un menor abastecimiento externo y a mayores costos de transporte; de pan y cereales, derivado del encarecimiento de insumos como el gas propano, el maíz, el trigo y los fertilizantes; y de carnes, por el incremento de precios de la carne de res y de pollo. Por su parte, la inflación subyacente a noviembre se situó en 5.03%, con lo que mantuvo la tendencia creciente observada desde el año anterior, consistente con una brecha del producto positiva a finales de 2021. En este contexto, las proyecciones de inflación anticipan que la inflación total se ubicaría en 9.50% en diciembre de 2022, arriba del límite superior de la meta, pero que retornaría a niveles dentro de ésta el próximo año, cuando se situaría en 5.00% en diciembre de 2023. Por su parte, aunque las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado considerablemente, las de largo plazo, en particular las expectativas a 24 meses, continúan ancladas a un nivel consistente con la referida meta de inflación.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (particularmente de reporto a 1 día), estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas activa y pasiva del sistema bancario continúan situándose en niveles históricamente bajos, lo que evidencia los adecuados niveles de liquidez en la economía, en un contexto en

el que las medidas de política monetaria continúan procurando mantener el anclaje de las expectativas de inflación dentro de la meta establecida por la autoridad monetaria.

Los principales agregados monetarios y de crédito mostraron, en general, un comportamiento conforme a lo esperado y congruente con el comportamiento de la actividad económica nacional. Al 1 de diciembre de 2022, el crecimiento interanual de la emisión monetaria se aceleró ligeramente a 13.6% (12.1% a finales de 2021), conforme a la evolución de sus factores estacionales; mientras que los medios de pago (M2) registraron una variación interanual de 12.0% (11.6% a finales de 2021). Por su parte, el crédito bancario al sector privado, a esa misma fecha, mostró un desempeño dinámico (incremento de 17.1%), acorde con el comportamiento de la actividad económica, resultado, principalmente, del aumento del crédito al consumo y al sector empresarial mayor; de manera que se prevé que el crecimiento del crédito se ubique en 13.5% al finalizar el presente año, superior al registrado el año anterior (12.7%).

En lo relativo a las finanzas públicas, el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2022, aprobado por el Congreso de la República, ascendió a Q106,229.5 millones, el cual fue ampliado en Q6,679.8 millones, por lo que el presupuesto vigente alcanzó un monto total de Q112,909.3 millones, equivalente a un déficit fiscal de 3.8% del PIB (1.2% en 2021); no obstante, tomando en cuenta el techo operativo del presupuesto, las readecuaciones presupuestarias efectuadas y la evolución de la recaudación tributaria, el Ministerio de Finanzas Públicas (MINFIN) estima que para el cierre del presente año el déficit fiscal podría ubicarse en 1.6% del PIB. Al 30 de noviembre, según cifras preliminares, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 15.4%, mientras que el gasto público se incrementó en 17.9%. La recaudación tributaria equivale a 115.9% de la meta prevista para dicho periodo. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q127,637.0 millones, mayor en Q8,631.3 millones respecto del 31 de diciembre de 2021 (Q119,005.7 millones); en tanto que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$11,089.1 millones, menor en US\$8.1 millones respecto del registrado a finales de 2021 (US\$11,097.2 millones). Entre enero y noviembre de este año, el MINFIN colocó bonos del tesoro en el mercado local por Q12,817.6 millones, de los cuales se colocaron Q8,815.6 millones en moneda nacional y el resto (US\$17.7 millones) en moneda extranjera, y en el mercado internacional por Q3,866.2 millones (US\$500.0 millones); las colocaciones en su conjunto equivalen al 76.2% del monto autorizado para el ejercicio fiscal 2022 (Q21,855.6 millones), por lo que el saldo por negociar se ubica en Q5,171.8 millones.

En síntesis, en el entorno externo, el ritmo de crecimiento económico a nivel mundial se ha desacelerado notablemente, por lo efectos del incremento significativo de los precios internacionales de las materias primas, la persistencia de las interrupciones en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro y la intensificación de las tensiones geopolíticas; por lo que las perspectivas de crecimiento económico se han revisado a la baja, en un entorno caracterizado por elevados niveles de incertidumbre e importantes riesgos a la baja. Por su parte, la inflación ha aumentado de manera significativa, propiciando un retiro de los estímulos monetarios más rápido de lo previsto, tanto en las principales economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Este escenario de crecimiento económico menor al esperado y mayores niveles de inflación ha afectado el desempeño de los mercados financieros internacionales, provocando un endurecimiento de las condiciones financieras, especialmente para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En consecuencia, se anticipa que el impulso económico externo seguiría siendo positivo, aunque de una menor magnitud al del año previo, debido no solo al debilitamiento de la demanda externa y las condiciones más restrictivas de financiamiento externo, sino también a la persistencia de las presiones inflacionarias de origen externo, derivadas tanto del aumento en los precios de las materias primas que tienen una incidencia significativa en la inflación del país, como de los elevados niveles de inflación de los principales socios comerciales; aunque estas tenderían a reducirse gradualmente durante 2023.



En el entorno interno, tras registrar una fuerte recuperación en 2021, la actividad económica mantiene su dinamismo, lo cual se confirma con el desempeño de algunos de los principales indicadores de corto plazo; por lo que se prevé que para 2022 el crecimiento económico se sitúe en un rango entre 3.0% y 5.0% (con un valor central de 4.0%), apoyado por el aumento de la demanda interna y, en menor medida, de la demanda externa. En este contexto, es importante destacar que el manejo prudente de la política monetaria y cambiaria, apoyado por la disciplina de la política fiscal, continuaría contribuyendo a mantener la estabilidad de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés), lo que ha sido resaltado en las distintas evaluaciones efectuadas al país por organismos internacionales, como por las principales empresas calificadoras de riesgo soberano. En efecto, durante el presente año, las empresas calificadoras *S&P Global Ratings*, *Fitch Ratings* y *Moody's Investors Service* mejoraron la perspectiva de la calificación de riesgo crediticio de Guatemala³, resultado, entre otros factores, de su prolongada estabilidad macroeconómica; asimismo, el FMI evaluó positivamente el desempeño macroeconómico del país, en la Consulta del Artículo IV correspondiente a 2022.

En el contexto descrito, el principal reto de la política monetaria es mantener contenidas las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación, en particular en un escenario en el que las presiones inflacionarias, en su mayoría, son de origen importado. En consecuencia, luego del acomodamiento monetario adoptado en respuesta a la pandemia del COVID-19, la Junta Monetaria decidió, con base en el análisis integral de la situación económica nacional e internacional, incrementar el nivel de la tasa de interés de política monetaria en cinco ocasiones por un total de 200 puntos básicos, ubicándola en 3.75% en noviembre. Estas decisiones han estado orientadas, fundamentalmente, a reducir las presiones inflacionarias y a garantizar la convergencia de la inflación a niveles dentro de la meta en el horizonte relevante de la política monetaria, en un entorno de crecientes presiones inflacionarias cuyo principal origen, como se indicó, es externo pero ha generado efectos de segunda vuelta. Asimismo, la Junta Monetaria ha mantenido su compromiso de continuar monitoreando de cerca 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 a mediano y largo plazos.

En ese sentido, cabe indicar que, después del apoyo brindado para contener los efectos negativos del COVID-19 en el país, la postura de las políticas macroeconómicas debe, oportuna y ordenadamente, continuar retornando gradualmente a la normalidad para evitar el surgimiento de desequilibrios, previniendo así que se afecte la estabilidad macroeconómica del país, la cual se ha constituido en un activo valioso, reconocido nacional e internacionalmente.

³ Las primeras dos la cambiaron de "estable" a "positiva", mientras que la última de "negativa" a "estable".

III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2022

A. ENTORNO EXTERNO

1. Panorama general

En 2022, la actividad económica mundial se ha enfrentado a un entorno cada vez más complejo e incierto, debido a los niveles persistentemente elevados de inflación; al retiro acelerado de los estímulos monetarios de las principales economías avanzadas; al incremento de los precios de los energéticos y de los alimentos en los mercados internacionales; a la intensificación de las tensiones geopolíticas; así como al impacto prevaeciente de la evolución de la pandemia del COVID-19, particularmente en la República Popular China. Este contexto adverso ha afectado el desempeño económico en general, principalmente, mediante la pérdida de poder adquisitivo y el deterioro de la confianza de los agentes económicos, cuya influencia conjunta ha contribuido a la desaceleración del crecimiento a lo largo del año, especialmente en las economías avanzadas. En consecuencia, las perspectivas económicas para 2022 y 2023, si bien positivas, se han deteriorado y los riesgos a la baja para el crecimiento económico y al alza para la inflación, son significativos.

Por su parte, los mercados financieros internacionales han sido afectados por las expectativas de una desaceleración del crecimiento económico, los altos niveles de inflación y la menor liquidez mundial, en un entorno caracterizado por el aumento de la incertidumbre y la mayor aversión al riesgo. Asimismo, las condiciones financieras internacionales se han venido endureciendo, lo cual se ha reflejado en la disminución de los principales índices accionarios y mayores niveles de volatilidad financiera, así como en menores flujos netos de capital hacia las economías de mercados emergentes y en desarrollo, lo cual ha provocado depreciaciones en la mayoría de monedas respecto al dólar estadounidense y un aumento de los diferenciales de riesgo soberano.

En cuanto a los precios internacionales de las materias primas que tienen una influencia relevante en la inflación de Guatemala, estos registran niveles superiores a los de finales del año anterior, aun cuando tendieron a disminuir en la segunda mitad del año. El precio del petróleo mostró una marcada tendencia al alza, explicada, principalmente, por las restricciones e incertidumbre relativa al suministro mundial en el corto plazo, debido a la inestabilidad geopolítica, particularmente por las sanciones impuestas a Rusia, y a los límites a la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros importantes productores (OPEP+); sin embargo, dicha tendencia se revirtió parcialmente desde mediados de junio, como consecuencia de las preocupaciones sobre el impacto de la desaceleración económica en la demanda de crudo. Respecto a los precios del maíz amarillo y del trigo, estos se incrementaron considerablemente debido también a la incertidumbre generada por el conflicto entre Rusia y Ucrania, pero se redujeron desde la reanudación de las exportaciones de granos desde ambos países.

A nivel internacional la inflación aumentó, alcanzando niveles no observados en décadas, particularmente, en las economías avanzadas, resultado asociado, principalmente, a la persistencia de los desbalances entre la oferta y la demanda en diversos sectores y al aumento de los precios de los alimentos y los energéticos; ello a pesar de que los precios de las materias primas han mostrado cierta moderación, el costo de los fletes marítimos vienen reduciéndose de sus niveles máximos y los cuellos de botella en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro se han reducido. En este contexto, los bancos centrales de las principales economías avanzadas aceleraron el retiro de sus



estímulos monetarios; mientras que varios bancos centrales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, como Brasil, Chile, México, Perú y Colombia, continuaron con el endurecimiento de su política monetaria, por lo que las tasas de interés de política monetaria se sitúan por encima de los niveles observados previo a la pandemia del COVID-19.

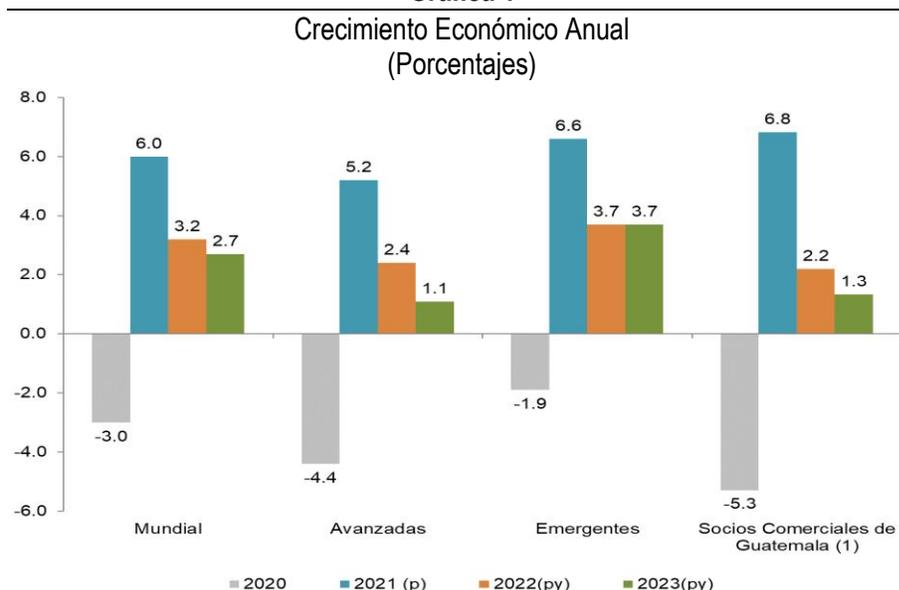
2. Crecimiento económico

El ritmo de crecimiento económico a nivel mundial se moderó a lo largo de 2022, a medida que el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania se prolongó, provocando así alteraciones en la producción y el comercio mundial de materias primas, que redundaron en un aumento considerable de los precios de los energéticos y de los alimentos; la elevada inflación redujo los ingresos disponibles reales de los hogares y aceleró el endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales; adicionalmente, el apoyo fiscal relacionado con la pandemia del COVID-19 disminuyó y el impacto económico de la pandemia, si bien se desvaneció en la mayoría de países, continuó afectando la actividad productiva, particularmente, en la República Popular China, generando interrupciones adicionales en las principales cadenas mundiales de suministro. En este contexto, el FMI anticipa que la economía mundial registraría un crecimiento de 3.2% en 2022 y de 2.7% en 2023.

Estas perspectivas de crecimiento económico, aunque son positivas, son menos optimistas que las previstas en julio y anticipan un ritmo de crecimiento por debajo del promedio registrado antes de la pandemia del COVID-19, en un entorno complejo, de incertidumbre excepcionalmente elevada e importantes desafíos para las políticas macroeconómicas. En cuanto a los riesgos para el crecimiento económico, el FMI advierte que estos están predominantemente sesgados a la baja y se asocian, principalmente, a una posible interrupción de suministro de gas natural a Europa por parte de Rusia, en el contexto del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania; a una mayor persistencia de la inflación, especialmente si las expectativas de inflación se desanclan o si continúa la presión al alza sobre los precios de los energéticos y los alimentos; a las vulnerabilidades de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, frente al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales; a una mayor desaceleración de la economía china, debido a los efectos de la política “cero tolerancia al COVID-19” y a las persistentes tensiones en el mercado inmobiliario; al continuo fortalecimiento del dólar estadounidense, ante la divergencia entre el ciclo de la política monetaria de los Estados Unidos de América y el de Japón y la República Popular China; a la incertidumbre que aún genera la evolución de la pandemia del COVID-19, que podría dar lugar a la aparición de nuevas variantes que disminuyan la eficiencia de las vacunas disponibles, o el surgimiento de una nueva emergencia sanitaria internacional, como el brote de la viruela símica⁴; y a las repercusiones de la fragmentación geopolítica en el comercio, los flujos de capital y la cooperación internacional.

⁴ El 23 de julio de 2022, la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró que el brote de la viruela símica, que comenzó a expandirse a principios de mayo, constituía una emergencia de salud pública de importancia internacional (ESPII), que es el nivel más alto de alerta en materia de salud pública a nivel mundial.

Gráfica 1



(p) Preliminar.

(py) Proyectado.

(1) Incluye: Estados Unidos de América, México, Zona del Euro, El Salvador, Honduras y Nicaragua, que en conjunto representan alrededor de 64% del total del comercio exterior del país.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En las economías avanzadas, aunque la reapertura económica, junto con el fortalecimiento de los mercados laborales y los ahorros acumulados durante 2020 y 2021, continuaron respaldando el desempeño de la actividad económica; sin embargo, el ritmo de crecimiento en el transcurso del año se ha moderado, a medida que la elevada inflación y la disminución de la confianza de los consumidores moderaron el aumento del consumo privado. También ha afectado el incremento de la incertidumbre, los mayores costos de producción, la escasez de insumos y el incremento de las tasas de interés desalentaron la inversión, especialmente residencial. En este contexto, el FMI prevé que el crecimiento de este grupo de economías se moderaría a 2.4% en 2022 y a 1.1% en 2023.

En los Estados Unidos de América, de acuerdo con la Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio (BEA, por sus siglas en inglés), luego de que la economía se contrajo por dos trimestres consecutivos⁵, ésta se expandió 2.9%⁶ en el tercer trimestre del presente año. Este resultado reflejó el aumento del consumo privado, específicamente el destinado a los servicios, aunque más moderado que en el trimestre previo, en parte debido al incremento de la inflación; la aceleración de la inversión empresarial; y el repunte del gasto público, tanto a nivel federal como estatal y local; así como la mayor contribución positiva de las exportaciones netas, derivada del incremento de las exportaciones de bienes y servicios, y de la disminución de las importaciones de bienes, principalmente, de consumo. En contraste, los inventarios continuaron mostrando una variación negativa y la inversión residencial se redujo significativamente, dado el incremento de las tasas de interés hipotecarias y los elevados precios de las viviendas.

En el cuarto trimestre de 2022, los indicadores adelantados de la economía estadounidense sugieren un crecimiento moderado, ante el debilitamiento que se ha observado en la demanda interna, particularmente en la inversión, debido a los menores niveles de confianza de los agentes económicos; la pérdida de poder adquisitivo, como consecuencia de

⁵ La economía estadounidense registró una contracción de 1.6% en el primer trimestre y de 0.6% en el segundo trimestre.

⁶ Se refiere a la variación intertrimestral anualizada.



la elevada inflación; la disminución de los precios de los activos; el retiro de los programas de ayudas y asistencias gubernamentales por la pandemia del COVID-19; el endurecimiento de la política monetaria y; la escasez persistente de algunos insumos y de mano de obra. No obstante, el gasto de consumo de los hogares, aunque más moderado, sigue respaldado por el desempeño del mercado laboral, que permanece sólido; lo cual, junto con la disminución de los efectos de la pandemia; la mejora de la contribución de las exportaciones netas, aún frente al deterioro de la actividad económica mundial y al fortalecimiento del dólar estadounidense; y el mayor gasto público, continuarían apoyando el crecimiento de la actividad económica en los próximos trimestres. En este contexto, el FMI estima que la economía estadounidense registraría un crecimiento de 1.6% en 2022 y de 1.0% en 2023.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (*FED*) continuó con el retiro de los estímulos monetarios a un ritmo más acelerado que el visto en 2015 y en 2018, en un entorno de niveles de inflación persistentemente elevados y condiciones sólidas del mercado laboral. Por un lado, la *FED* incrementó de manera consecutiva la tasa de interés objetivo de fondos federales en sus reuniones que tuvieron lugar entre marzo y noviembre de 2022⁷, en un total de 375 puntos básicos, ubicándola en un rango de entre 3.75% y 4.00%, con lo que superó el nivel observado tanto previo al inicio de la pandemia del COVID-19 como el de largo plazo considerado como neutral (2.5%). Por otro lado, luego de finalizar el programa de compras de activos (*tapering*) en marzo, la *FED* empezó a reducir el tamaño de su hoja de balance (*runoff*) en junio, dejando de reinvertir a su vencimiento los títulos públicos y títulos respaldados por hipotecas (*MBS*, por sus siglas en inglés) con un límite mensual de US\$30.0 millardos y US\$17.5 millardos, respectivamente, cuyo límite amplió hasta US\$60.0 millardos y US\$35.0 millardos, en su orden, a partir de septiembre. En este contexto, las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*, por sus siglas en inglés) sugieren que la tasa de interés objetivo de fondos federales podría registrar un incremento adicional en la reunión que resta este año (que se llevará a cabo el 13 y 14 de diciembre), de tal forma que al final del presente año se situaría alrededor de 4.4%.

Por su parte, la orientación de la política fiscal en 2022⁸ también fue menos expansiva. De acuerdo con la Oficina de Presupuesto del Congreso (*CBO*, por sus siglas en inglés), luego de que el déficit fiscal aumentara durante los últimos dos años, a sus niveles más altos desde el final de la Segunda Guerra Mundial (15.0% del PIB en 2020 y 12.3% del PIB en 2021), éste disminuyó a 5.5% del PIB en 2022, como resultado del retiro gradual de los estímulos fiscales sin precedente que fueron implementados durante la pandemia del COVID-19 y del incremento de la recaudación tributaria ante la recuperación de la actividad económica y el alza de la inflación. No obstante, el déficit fiscal fue superior al registrado en 2019 (4.6% del PIB), es decir, el año previo a la pandemia, y más aún del promedio de los últimos 50 años (3.6% del PIB). En agosto del presente año, el gobierno estadounidense aprobó el paquete económico conocido como Ley de Reducción de la Inflación⁹, el cual contempla un gasto de alrededor de US\$400.0 millardos durante los siguientes 10 años, destinados a combatir el cambio climático y aumentar el acceso a la atención médica; además, incorpora medidas para incrementar los ingresos fiscales por alrededor de US\$700.0 millardos en ese mismo periodo de tiempo, como la introducción de un impuesto mínimo de 15.0% a grandes corporaciones¹⁰ y un impuesto de 1.0% a la recompra

⁷ En concreto, la *FED* dispuso, por primera vez desde 2018, incrementar la tasa de interés objetivo de fondos federales en marzo, aumentándola en 25 puntos básicos; posteriormente aceleró el proceso de normalización de la política monetaria, subiéndola 50 puntos básicos en mayo; finalmente adoptó un enfoque aún más agresivo a partir de mediados de año, incrementándola en 75 puntos básicos en junio, julio, septiembre y noviembre, incrementos que son de una magnitud que no se había observado en los últimos veintiocho años.

⁸ Se refiere al año fiscal, el cual comenzó el 1 de octubre de 2021 y finalizó el 30 de septiembre del presente año.

⁹ En inglés: *Inflation Reduction Act (IRA)*. La propuesta original, denominada Reconstruir Mejor (en inglés: *Build Back Better*), contemplaba gastos por US\$1.7 billones; sin embargo, tras ser aprobada por la Cámara de Representantes en noviembre de 2021, no avanzó en el Senado. En ese sentido, la *IRA* es de menor envergadura y representa un complemento de la Ley de Inversión en Infraestructura y Empleos (en inglés: *Infrastructure Investment and Jobs Act, IJIA*), la cual fue promulgada en noviembre del año pasado por US\$1.2 billones, incluidos US\$550,000.0 millones en nuevas inversiones federales para carreteras, puentes, transporte público, ferrocarriles, aeropuertos, puertos y vías fluviales; US\$65,000.0 millones para mejorar la infraestructura de banda ancha; y otros US\$7,500.0 millones destinados a establecer una red nacional de cargadores de vehículos eléctricos. Según la *CBO*, pese al nombre de la Ley y su propósito de reducir los costos que enfrentan las familias estadounidenses, las medidas contenidas en ella tendrían un efecto insignificante sobre la inflación de 2022 y 2023 (probablemente de entre -0.1% y 0.1%), por lo que no contribuiría a reducir la inflación a corto plazo.

¹⁰ Es decir, corporaciones con ingresos contables al año superiores a los US\$1.0 mil millones.

de acciones; como resultado, esta Ley reduciría el déficit fiscal en más de US\$300.0 millardos. Adicionalmente, anunció el programa de condonación de préstamos estudiantiles, el cual cancelaría parte de la deuda contraída hasta por 43 millones de personas para pagar sus estudios universitarios, incluida la cancelación del saldo total restante para aproximadamente 20 millones de prestatarios¹¹, lo que, según la CBO, tendrá un costo de alrededor de US\$400.0 millardos en 30 años; sin embargo, este programa ha enfrentado varios desafíos legales que lo han puesto en pausa temporal. En este contexto, la CBO estima que el déficit fiscal disminuiría a 3.5% del PIB en 2023 y a 3.4% del PIB en 2024, pero se incrementaría en los años posteriores.

En la Zona del Euro, según la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea (*Eurostat*, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico se desaceleró, al pasar de 4.3% en el segundo trimestre a 2.1% en el tercer trimestre de 2022¹², comportamiento que fue generalizado en todos los países miembros, con excepción de Letonia, en donde la producción se contrajo ligeramente. Este resultado se explicó por un aumento mucho más moderado de la demanda interna; en tanto que la contribución de las exportaciones netas siguió siendo negativa, debido, en parte, al encarecimiento de las importaciones de energía. Asimismo, la actividad económica perdió buena parte del impulso generado por el retiro de las restricciones relacionadas con la pandemia de COVID-19, a medida que la disminución de los niveles de confianza de los consumidores y la elevada inflación afectaron el gasto en consumo de los hogares; en tanto que la mayor incertidumbre, particularmente relacionada con la intensificación de la crisis energética, y los mayores costos de producción frenaron la inversión; y el debilitamiento de la economía mundial se tradujo en una menor demanda externa.

En el último trimestre del año, la economía de la Zona del Euro ha seguido debilitándose, tanto en el sector de la industria como en el de los servicios, en un contexto de elevada incertidumbre y menores niveles de confianza de los agentes económicos; de interrupciones y reducción del suministro de gas procedente de Rusia y, por ende, de fuertes presiones sobre los precios de la energía (gas, derivados del petróleo y la electricidad); de pérdida de poder adquisitivo de los hogares; de un entorno externo más débil; de deterioro de los términos de intercambio; y de condiciones de financiamiento más restrictivas resultantes del endurecimiento de la política monetaria. Estos factores han contrarrestado algunos otros de efecto opuesto, como el fortalecimiento de las condiciones del mercado laboral, el ahorro acumulado durante la pandemia, el respaldo de la depreciación del euro para las exportaciones y las medidas de estímulo fiscal para compensar el aumento del costo de vida para los consumidores y los fondos de recuperación y resiliencia implementados en la Unión Europea. En este escenario, si los efectos adversos derivados de la guerra en Ucrania siguen agravándose en el corto plazo¹³, varios países miembros, en especial aquellos con mayor proximidad geográfica a la guerra y dependencia de las importaciones de gas de Rusia, podrían registrar una contracción entre finales de este año y principios del próximo. En consecuencia, el FMI prevé que la Zona del Euro registraría un crecimiento de 3.1% en 2022 y de 0.5% en 2023.

¹¹ Específicamente, este plan (en inglés: *Student Debt Relief Plan*) comprende la condonación del pago de hasta US\$10.0 mil para aquellos prestatarios con ingresos por debajo de los US\$125.0 mil anuales (US\$250,000.00 para parejas casadas) y eximir del pago de US\$20,000.00 a los beneficiarios del programa *Beca Pell* (que ayuda a las familias de bajos ingresos).

¹² La tasa de variación intertrimestral fue de 0.2%, también menor a la registrada en el trimestre previo (0.8%). Entre las principales economías de la zona, el crecimiento de España, Francia e Italia se desaceleró de 1.5%, 0.5% y 1.1% a 0.2%, 0.2% y 0.5%, respectivamente; en contraste con el de Alemania, que se aceleró ligeramente de 0.1% a 0.3%. En el resto de países destaca la contracción registrada en Letonia (-1.7%), Eslovenia (-1.4%) y, en menor medida, la República Checa y Hungría (-0.4 en ambos casos), entre otros países.

¹³ Las disrupciones en el suministro de energía podrían agravarse no solo por las tensiones geopolíticas, sino también por las condiciones meteorológicas del invierno 2022-2023. En todo caso, el impacto económico sería heterogéneo entre países, principalmente en función de su dependencia del suministro energético procedente de Rusia. Según el Banco Central Europeo (BCE), un escenario de riesgo (es decir, de un invierno inusualmente frío con condiciones más restrictivas de suministro de energía) daría lugar a precios de la energía más elevados, a cierta necesidad de racionar la energía utilizada como insumo en la producción y a aplicar recortes de producción en los países que tienen una fuerte dependencia del suministro ruso de gas y petróleo.



En el Reino Unido, de acuerdo con la Oficina Nacional de Estadísticas (ONS, por sus siglas en inglés), la actividad económica creció 2.4% en el tercer trimestre del presente año, ritmo inferior al 4.4% del trimestre previo¹⁴. Este resultado se atribuyó a la moderación en el aumento del consumo privado y, en menor medida, de la inversión empresarial, en medio del deterioro de la confianza de los agentes económicos, de la caída de los ingresos reales de los hogares a causa de la alta inflación, del aumento de los costos de la energía y otros insumos de producción y del endurecimiento de la política monetaria y de la elevada incertidumbre generada por la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania. Por su parte, el gasto de gobierno permaneció estable y la contribución de las exportaciones netas se tornó ligeramente positiva, dado el efecto conjunto de la aceleración del crecimiento del volumen de las exportaciones, sustentada, en parte, por la depreciación de la libra esterlina y la desaceleración sostenida de las importaciones, ante la menor demanda interna.

Durante el cuarto trimestre de 2022, se prevé que el crecimiento de la economía del Reino Unido moderaría su dinamismo, debido a que el gasto de consumo de los hogares sigue condicionado por el incremento continuo de la inflación, por los bajos niveles de confianza de los consumidores y por el incremento de las tasa de interés, especialmente las hipotecarias; en tanto que, la inversión se ha visto afectada por la debilidad de la demanda, los mayores costos de producción, las condiciones menos favorables para la obtención de financiamiento y la incertidumbre económica. Por su parte, la demanda externa ha tendido a contribuir negativamente al crecimiento económico, en parte como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial. No obstante, la demanda en el mercado laboral ha permanecido relativamente sólida, los salarios nominales han aumentado, contrarrestando, en parte, el efecto de la inflación, y el gobierno ha adoptado varias medidas de apoyo y estímulo fiscal, particularmente la “Garantía de Precio de la Energía”¹⁵ y el “Plan de Desgravación de la Factura Energética”¹⁶; lo cual, aunado a los ahorros acumulados en los últimos dos años, continúa brindando cierto apoyo a la economía. En este contexto, el FMI anticipa que la actividad económica del Reino Unido registraría un crecimiento de 3.6% en 2022 y de 0.3% en 2023.

En Japón, según la Oficina del Gabinete de Gobierno, luego de expandirse 4.6% en el segundo trimestre, la actividad económica se contrajo 1.2%¹⁷ en el tercer trimestre de 2022. Este resultado se asoció, principalmente, al incremento de las importaciones, especialmente de productos energéticos y de servicios, así como a la disminución de la inversión residencial, en parte por el aumento de los costos de construcción. Adicionalmente, el crecimiento del consumo de los hogares se moderó considerablemente, en medio del incremento de la inflación, de la disminución de la confianza y del aumento de contagios de COVID-19 durante el verano; mientras que la inversión empresarial también se ralentizó y el gasto público se mantuvo prácticamente invariable. Por su parte, las exportaciones aumentaron, tanto de bienes como de servicios, pero en menor proporción que las importaciones, por lo que la contribución de las exportaciones netas fue negativa.

En el cuarto trimestre del año, se estima que la economía japonesa ha ido recuperándose, sobre la base del aumento del consumo privado, derivado del menor impacto económico de la pandemia del COVID-19, tanto por la flexibilización de las restricciones como por la disminución de contagios, la mejora en el mercado laboral y el ahorro acumulado durante la pandemia; del fortalecimiento gradual de la inversión empresarial, asociado a los buenos resultados de las ganancias corporativas y a las condiciones financieras favorables; del crecimiento de las exportaciones, respaldado, en

¹⁴ La economía del Reino Unido se contrajo 0.2% en términos intertrimestrales, en contraste con la expansión de 0.2% registrada en el trimestre previo, como resultado de la disminución del consumo privado, contrarrestado por el aumento del gasto del gobierno y de la inversión, así como por la contribución positiva de las exportaciones netas. Tras aumentar ligeramente en julio, la economía se contrajo en agosto y aún más en septiembre.

¹⁵ En inglés: *Energy Price Guarantee*, que aplica un tope en la tarifa unitaria de electricidad y gas para los hogares, lo que llevaría a que la factura de energía promedio de los hogares no supere las £2,500.00 por año entre octubre de 2022 y abril de 2023 y las £3,000.00 por año entre mayo de 2023 y abril de 2024.

¹⁶ En inglés: *Energy Bill Relief Scheme*, que consiste en un descuento en los precios de la energía para las empresas y otros usuarios de energía no domésticos, incluidas las organizaciones benéficas y del sector público, durante un periodo de seis meses (del 1 de octubre de 2022 al 31 marzo de 2023).

¹⁷ Se refiere a la variación intertrimestral anualizada.

parte, por la depreciación del yen japonés y la mayor demanda de servicios de turismo; así como del apoyo de las medidas de estímulo fiscal y la postura acomodaticia de la política monetaria. No obstante, el incremento de los precios de la energía y los combustibles, y la debilidad en la confianza de los agentes económicos continúan restándole impulso al dinamismo de la demanda interna; en tanto que el aumento de los costos de los insumos, el deterioro de los términos de intercambio y la desaceleración del crecimiento de sus principales socios comerciales, en especial la República Popular China y Europa, ejerce un efecto adverso sobre la demanda externa. En este contexto, el FMI estima que la actividad económica de Japón registraría un crecimiento de 1.7% y 1.6% en 2022 y 2023, respectivamente.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento de la actividad económica también se desaceleró a lo largo de 2022, reflejando, en parte, una demanda interna más débil, consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo ocasionado por el aumento de la inflación, la postura restrictiva de la política monetaria, el limitado espacio fiscal, el efecto negativo que la pandemia del COVID-19 todavía ejerció sobre la actividad de algunos países, particularmente en la República Popular China, así como un entorno externo menos favorable, debido a las condiciones financieras internacionales cada vez más restrictivas, la demanda externa más débil y la incertidumbre de la coyuntura geopolítica. No obstante, el desempeño económico a nivel de regiones y países continuó siendo heterogéneo, derivado de la exposición diferenciada al impacto combinado de los choques asociados a la prolongación del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania que, además de la contracción en los países directamente involucrados, afectó de manera importante a los países vecinos y aquellos con alto grado de integración o interdependencia con estos; a la evolución de la pandemia del COVID-19, cuyas repercusiones negativas fueron aún sustanciales en algunos países y sectores; y a las variaciones en los precios de las materias primas (especialmente, del petróleo, los metales y los alimentos), dado que el alza de estas resultó favorable para las economías que en términos netos las exportan, pero desfavorable para aquellas que son importadoras netas. En ese sentido, el FMI prevé que el crecimiento de este grupo de economías se moderaría a 3.7% en 2022 y que mantendría ese mismo ritmo en 2023.

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadísticas (*NBS*, por sus siglas en inglés), luego de la desaceleración de 0.4% en el segundo trimestre, provocada por las severas restricciones por COVID-19 en varias ciudades importantes del país, como Shanghái, Shenzhen y Pekín, el crecimiento económico fue de 3.9% en el tercer trimestre de 2022. Este resultado reflejó, principalmente, la recuperación del sector servicios y el aumento de la actividad industrial. A nivel de sectores, el sector manufacturero continuó expandiéndose, ante la acumulación de pedidos y la mayor demanda externa, al igual que el de la construcción, debido a las mayores inversiones en infraestructura del gobierno; mientras que los sectores del comercio mayorista y al por menor fueron afectados por los constantes cierres y los menores niveles de confianza de los consumidores, en tanto que el sector inmobiliario se contrajo debido a la intensificación de la inestabilidad en dicho sector. Con ello, el crecimiento económico acumulado al tercer trimestre de 2022 fue de 3.0%, inferior al ritmo de crecimiento propuesto por el gobierno chino de 5.5% para el presente año. En el cuarto trimestre, la actividad económica podría estar recuperándose, impulsada por el apoyo de la política fiscal y, en menor medida, de la política monetaria, entre otras medidas gubernamentales¹⁸. No obstante, el dinamismo de la economía china sigue condicionado por las tensiones en el mercado inmobiliario, a causa de los problemas de liquidez de importantes empresas del sector; por la continuidad de la política “cero tolerancia al COVID-19”¹⁹, que ha dado lugar a la reimposición de confinamientos y restricciones a la movilidad, ante el repunte de casos después de la semana festiva nacional conocida como “Semana Dorada” a principios de octubre; y por el debilitamiento de la demanda externa.

¹⁸ Durante el XX Congreso Nacional del Partido Comunista (PCC), el gobierno chino reafirmó su compromiso con el crecimiento económico. En ese sentido, a lo largo del año, las autoridades gubernamentales han adoptado diversas medidas para reactivar la actividad económica y gestionar la crisis en el sector inmobiliario y la escasez de la producción de energía.

¹⁹ Esto, a pesar de que el 11 de noviembre se anunció la flexibilización de algunos protocolos, incluida la disminución del tiempo de cuarentena para los contactos cercanos y los viajeros, la reducción de restricciones a los viajes internacionales y la simplificación de controles de movilidad para los residentes.



En consecuencia de lo anterior, el FMI anticipa que la actividad económica registraría un crecimiento de 3.2% en 2022 y de 4.4% en 2023.

En América Latina, el desempeño económico fue apoyado por la reactivación del sector servicios, incluido el turismo; el incremento en los precios de varias de las materias primas que la región comercializa; y el continuo aumento de las remesas familiares; lo cual permitió registrar tasas de crecimiento mayores de lo esperado durante el primer semestre de 2022. No obstante, las economías de la región han enfrentado una coyuntura cada vez más compleja, consecuencia no solo de un entorno externo más adverso, ante el endurecimiento más acelerado de la política monetaria de los principales bancos centrales alrededor del mundo y la disminución de la demanda externa por parte de los principales socios comerciales, particularmente de los Estados Unidos de América y la República Popular China; sino también de contextos internos caracterizados por mayores presiones inflacionarias (especialmente en los alimentos y la energía), tasas de interés de política monetaria más altas, limitado espacio fiscal, menores niveles de confianza económica y lenta recuperación de los mercados laborales. Como resultado, la mayoría de países continúan experimentando una recuperación gradual, por lo que el crecimiento de la región se desaceleró en el segundo semestre del presente año y tendería a retornar a la trayectoria de bajo crecimiento prevaleciente entre 2014 y 2019. Por consiguiente, el FMI estima que el crecimiento económico de América Latina sería de 3.5% en 2022 y de 1.7% en 2023.

En Brasil, según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la actividad económica se expandió 3.7% en el tercer trimestre del presente año, por encima del crecimiento de 2.4% del trimestre previo. Este resultado se atribuyó, principalmente, al aumento del consumo privado, apoyado por el incremento del empleo y del crédito bancario al consumo, además del retiro extraordinario del Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio (FGTS) y la anticipación del decimotercer salario para los jubilados y pensionados del Instituto Nacional del Seguro Social (INSS)²⁰; así como a la recuperación de la inversión, especialmente en el sector de la construcción. Lo anterior, en contraste con el efecto negativo de la demanda externa, asociada, en buena medida, a la disminución de las exportaciones, particularmente de productos agropecuarios, como la soya. En el segundo semestre de 2022, la economía brasileña continuó creciendo, aunque a un ritmo menor, debido al efecto adverso sobre la demanda interna (consumo privado e inversión) del alza de la inflación, del endurecimiento de la política monetaria, de la debilidad de la confianza de las empresas y de la incertidumbre política asociada a las elecciones presidenciales que tuvieron lugar en octubre; así como el escaso margen de maniobra adicional en política fiscal; mientras que la demanda externa, refleja el menor dinamismo de la economía mundial, especialmente de la República Popular China. En ese contexto, el FMI anticipa que la actividad económica registraría un crecimiento de 2.8% en 2022 y de 1.0% en 2023.

En México, según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), el crecimiento económico se aceleró de 2.4% en el segundo trimestre a 4.3% en el tercer trimestre de 2022. Este resultado se explicó por el mejor desempeño del sector servicios, favorecido por la disminución del impacto tanto del COVID-19, como por las restricciones a las empresas, relativas a la subcontratación laboral introducidas el año pasado; y el sostenido dinamismo de la producción industrial, en medio de la mayor actividad de la industria automotriz, en contraste con la debilidad de la minería y la construcción; así como por la expansión del sector agropecuario. Por el lado de la demanda, el crecimiento responde al aumento del consumo privado, tanto de bienes como de servicios, apoyado por el incremento del empleo, los niveles relativamente elevados de la confianza del consumidor, los ingresos por remesas familiares y el mayor crédito bancario destinado al consumo; por la mejora de la inversión, especialmente el mayor gasto en maquinaria y equipo; y por el

²⁰ La primera y segunda cuota del decimotercer salario se pagó a partir de abril, finalizando en junio pasado. Por lo regular, dicho pago se recibe entre noviembre y diciembre, pero este es el tercer año consecutivo que el gobierno lo adelanta debido a la pandemia del COVID-19. En ese sentido, según el Banco Central de Brasil, mientras que la anticipación del beneficio social favoreció el consumo en el segundo trimestre, reforzaría la tendencia a la desaceleración en el segundo semestre del año.

crecimiento de las exportaciones, tanto las automotrices destinadas a los Estados Unidos de América como las no automotrices a ese país y al resto del mundo. En el cuarto trimestre del año, la economía mexicana habría seguido creciendo a un ritmo moderado, sobre la base de la recuperación gradual de la demanda interna, a medida que hace frente al incremento de los precios, los bajos niveles de confianza empresarial y la orientación restrictiva de la política monetaria; y del aumento de las exportaciones, a pesar de la menor demanda externa, particularmente, por la moderación de la actividad industrial estadounidense. En consecuencia, el FMI estima que la actividad económica registraría un crecimiento de 2.1% en 2022 y de 1.2% en 2023.

En Centroamérica, la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo, si bien menor que en 2021, consistente con el promedio del periodo 2010-2019, es decir, antes de la crisis provocada por la pandemia del COVID-19. El crecimiento económico ha sido respaldado por el aumento de la demanda interna, principalmente el consumo privado, en un entorno en que el impacto económico del COVID-19 ha disminuido y la economía de los Estados Unidos de América, a pesar a su menor dinamismo, continuó brindando un impulso externo positivo, mediante el incremento de los ingresos de remesas familiares (especialmente importante para los países del Triángulo Norte: Guatemala, El Salvador y Honduras), de las exportaciones de bienes y, en menor medida, de servicios e inversión extranjera directa. De acuerdo con los indicadores mensuales de actividad económica, el mejor desempeño está asociado, principalmente, al aumento de las actividades de transporte; de comercio; y de alojamiento y de servicios de comida. No obstante, la mayor inflación, el menor apoyo de las políticas macroeconómicas, el incremento de las importaciones, particularmente de la factura petrolera, y el aumento de la incertidumbre a nivel mundial, son factores que limitan el crecimiento económico de la región. En ese sentido, el FMI prevé que la actividad económica para el conjunto de países registraría un crecimiento de 3.7% en 2022 y 3.0% en 2023.

RECUADRO 1

¿ESTÁ LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE ENTRANDO A UNA RECESIÓN? QUÉ EVIDENCIAN LOS PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

En el segundo trimestre de 2022, el Producto Interno Bruto (PIB) de los Estados Unidos de América registró su segunda reducción consecutiva, por lo que algunos analistas consideran que esto es indicativo de que la economía estadounidense entró en recesión debido a que ésta se identifica con dos trimestres con crecimiento negativo del PIB. Sin embargo, otros analistas estiman que no se puede considerar en recesión, tomando en cuenta el resultado positivo de otros indicadores económicos, que junto al PIB son utilizados para diagnosticar un periodo de recesión económica, y los datos del tercer trimestre del PIB, el cual desde la primera estimación refleja resultados favorables.

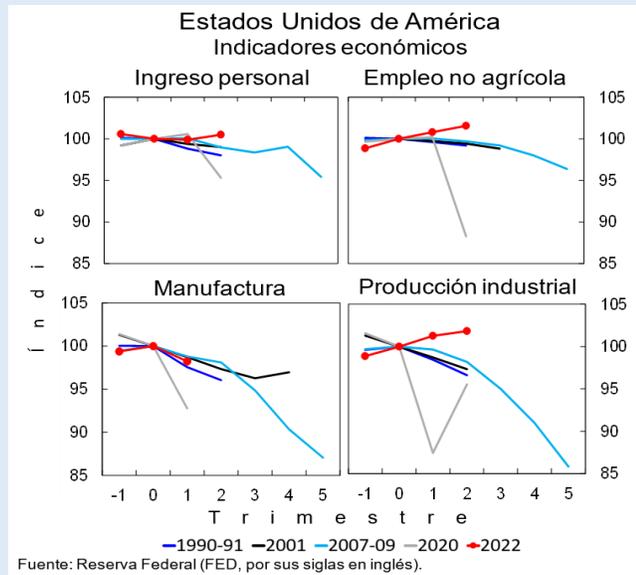
En ese sentido, es importante recordar que es la Oficina Nacional de Investigación Económica (*NBER*, por sus siglas en inglés) mediante su Comité de Fechado de los Ciclos Económicos, el cual funciona desde 1978, quien identifica los ciclos económicos. El Comité define que "...una recesión implica una reducción significativa de la actividad económica que se propaga a través de la economía y permanece más allá de algunos meses." Por lo tanto, es dicho Comité que determina cuando la economía estadounidense se encuentra en recesión al considerar tres criterios: profundidad, difusión y duración.

Para la evaluación de las distintas fases del ciclo económico, se analiza el comportamiento de algunos indicadores como el ingreso personal real, el empleo total y el empleo no agrícola, el gasto de consumo personal real, las ventas al por mayor y menor y la producción industrial, entre otros. Según el referido análisis del *NBER*, dichas variables actualmente se comportan de una manera distinta a lo sucedido en recesiones anteriores, por lo que consideran que actualmente no existe una base robusta para sustentar una recesión en los Estados Unidos de América.

Adicionalmente, el *NBER* explica las razones para analizar un conjunto de indicadores en vez de uno solo cuando se procura identificar una recesión económica generalizada. Entre estas razones, destaca que un único indicador puede proveer información parcial, que podría conducir a conclusiones generales equivocadas acerca del estado completo de la economía. Adicionalmente, otro aspecto a considerar es que algunos indicadores económicos experimentan un proceso de revisión estadística, dadas las limitaciones existentes al momento de su construcción, y que cuando se cuenta con más y mejor información, las cifras se establecen como definitivas. Un ejemplo de esto es que en el año 2000 el crecimiento estimado del PIB sugería dos reducciones consecutivas del PIB; sin embargo, cuando la información fue revisada posteriormente se determinó que solo un trimestre era levemente negativo.

La evidencia empírica sugiere que generalmente los índices de ingreso personal real, empleo no agrícola, ventas al por mayor y menor y producción industrial¹ (gráfica adjunta), entre otros, tienden a

disminuir luego de iniciada una recesión y continúan su tendencia a la baja en los trimestres inmediatos siguientes al inicio de una recesión, así ocurrió en las recesiones identificadas por el *NBER* en los periodos 1990-1991, 2001, 2007-2009 y 2020.



Al contrario de los periodos mencionados, la información de 2022 muestra que tanto el ingreso personal real, el empleo no agrícola y la producción industrial exhiben variaciones relativas positivas, lo que es diferente con el comportamiento de las mismas variables en los periodos recesivos mencionados. Lo cual podría sugerir que los tres criterios de profundidad, difusión y duración no están en niveles críticos como para catalogar el desempeño económico de los Estados Unidos de América durante el primer semestre como recesión.

No obstante lo anterior, con la información e indicadores disponibles actualmente no se puede descartar que en meses venideros se pueda experimentar un proceso recesivo, dado que las proyecciones de crecimiento económico para la economía estadounidense continúan mostrando una marcada desaceleración en 2023, lo cual aunado al acelerado ritmo de incrementos en la tasa de interés de política monetaria por parte de la Reserva Federal podría configurar un escenario recesivo para la economía estadounidense en el futuro cercano.

Fuente: *Federal Reserve Bank of St. Louis* (2022). "Is the U.S. in a Recession? What Key Economic Indicators Say". *On the Economy Blog*. Septiembre. Fondo Monetario Internacional (2022). "Afrontar la Crisis del Costo de Vida". *Perspectivas de la Economía Mundial*. Octubre.

¹ La gráfica presenta los índices de ingreso personal real, empleo no agrícola, ventas al mayor y menor y producción industrial que considera como periodo base=100 el trimestre en el cual inició cada una de las cuatro recesiones más recientes. Para el año 2022 el índice toma como periodo base=100 el primer trimestre.

RECUADRO 2

ESCENARIOS PARA 2023 DE LA ESTRATEGIA “CERO TOLERANCIA AL COVID-19” EN LA REPÚBLICA POPULAR CHINA

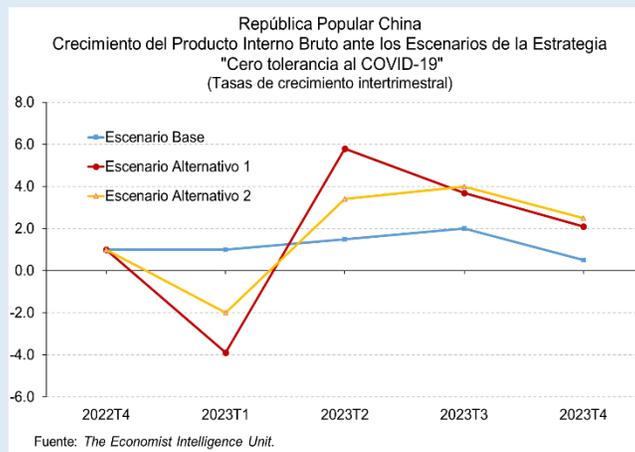
La República Popular China ha implementado desde el tercer trimestre de 2021 la política “cero tolerancia al COVID-19”, para controlar la propagación de la pandemia y, por lo tanto, proteger a su población y evitar un colapso sanitario como el ocurrido en 2020. Dicha política contempla, entre otras medidas, cuarentenas obligatorias, severas restricciones de movilidad, confinamientos a ciudades por tiempo indefinido y rastreo de contactos; no obstante, la implementación de esta drástica política sanitaria ha empezado a perder el apoyo popular derivado del elevado costo económico, por lo que se empieza a registrar una fuerte presión social para cambiar de estrategia.

En ese sentido, de acuerdo con el análisis efectuado por *The Economist Intelligence Unit*, la evolución de dicha política durante 2023 contempla tres escenarios posibles: i) Escenario Base donde los controles a los contagios disminuyen lentamente; ii) Escenario Alternativo I en el que se registraría un elevado nivel de contagios poniendo fin a las estrictas políticas frente al COVID-19; y iii) Escenario Alternativo II, en el que las autoridades agilizarían la finalización de las medidas en 2023.

El primero de ellos, el Escenario Base, implicaría que dicha política siga vigente durante 2023, previéndose una lenta relajación de las restricciones a la movilidad y las cuarentenas, pudiendo exacerbar los ya elevados daños sociales y económicos a la economía china. Además, el consumo privado y la inversión seguirán siendo débiles durante el año próximo, prolongando la recuperación de sectores sensibles como el inmobiliario. Asimismo, las interrupciones asociadas al COVID-19, incluidos los bloqueos ocasionales, se repetirían durante la mayor parte de 2023, afectando el dinamismo de la actividad económica. Según el análisis, en este escenario se registraría un crecimiento económico de 4.7% en 2023, el cual se sustentaría en un elevado gasto público, aunque éste se vería limitado por el deterioro del panorama fiscal.

Por su parte, en el Escenario Alternativo I, se prevé que en 2023 ocurra un brote a gran escala a principios del año, similar a lo observado al inicio de la pandemia, dañando la actividad comercial y manufacturera, y propiciando una desaceleración pronunciada de la actividad económica. En este escenario surgiría una variante altamente contagiosa, que debilitaría la efectividad del esquema de control actual y generaría un colapso del sistema sanitario, además pondría un fin abrupto a las políticas de mitigación de la pandemia provocando un periodo de inestabilidad social y económica, que afectaría la credibilidad del gobierno chino. Contrario a lo esperado, bajo este escenario, la tasa de crecimiento de la economía china sería aproximadamente 0.5% superior a lo estimado en el escenario base, alcanzando un crecimiento entre 5.0% y 5.5% en 2023. Dicho crecimiento sería apoyado por los estímulos económicos implementados por el gobierno, que elevarían el gasto público, al mismo tiempo que aumentaría el consumo privado; sin embargo, luego de la inmunidad colectiva se produciría una recuperación sustancial en la inversión y el

consumo, lo que impulsaría la actividad económica hacia finales de 2023.



Finalmente, en el Escenario Alternativo II se prevé que el gobierno chino adopte una estrategia menos drástica en 2023, lo que inevitablemente aumentaría el número de contagios, aunque facilitaría la normalización de actividades sociales y económicas, pudiendo alcanzar un equilibrio entre el manejo de la pandemia y el costo económico de dicha política. En ese sentido, el gobierno mitigaría las dificultades sanitarias, impulsando masivamente la vacunación, así como el uso generalizado de medicamentos antivirales y una posible aprobación del uso de vacunas desarrolladas en otros países. En dicho escenario el crecimiento sería aproximadamente 1.0% mayor el previsto en el escenario base, alcanzando un crecimiento entre 5.5% y 6.0% en 2023, previendo un sólido aumento de la inversión gubernamental, aunque en los últimos trimestres del año sería superado por el aumento de la inversión y el consumo privado, los cuales impulsarían el crecimiento de manera significativa, prolongándose dicha dinámica hasta 2024.

Cabe destacar que a inicios de noviembre de 2022 el gobierno chino anunció la relajación de algunos protocolos asociados a la política “cero tolerancia al COVID-19”, específicamente los asociados a los viajes internacionales; asimismo, reafirmó su postura, garantizando que estas medidas se mantendrían durante 2023, dado que cambiar su enfoque supondría un elevado riesgo de aumento de contagios, pudiendo desbordar el frágil sistema sanitario del país. En ese contexto, las implicaciones de la referida política en 2023, seguirá teniendo efectos relevantes tanto para la economía china como para la economía mundial.

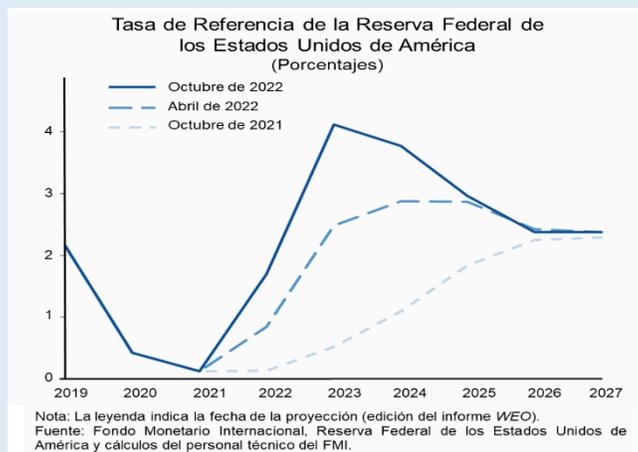
Fuente: *The Economist Intelligence Unit* (2022). “China’s Zero-COVID Strategy in 2023: three scenarios”. Noviembre. *The Economist Intelligence Unit* (2022). “China eases “zero-covid” policy but full exit still far off”. Noviembre.

RECUADRO 3

AMÉRICA LATINA ENFRENTA UN TERCER CHOQUE DEBIDO AL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS MUNDIALES

Los países de América Latina venían enfrentando los efectos de dos choques externos, la pandemia del COVID-19 y el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y ahora enfrentan un tercer choque, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Hasta ahora, el dinamismo del crecimiento económico se ha recuperado, reflejado en el retorno de los sectores industrial y de servicios, así como del empleo a los niveles previos a la pandemia, en un entorno de condiciones externas que seguían siendo favorables por la mayor demanda externa, los elevados precios de las materias primas, el crecimiento de las remesas familiares y el repunte del turismo.

No obstante, debido al aumento de las tasas de interés de política monetaria por parte de los principales bancos centrales para controlar los elevados niveles de inflación, el financiamiento externo es cada vez más escaso y a un costo más elevado. Al respecto, las presiones sobre los precios se han ampliado recientemente, afectando a los artículos de las canastas de consumo que van más allá de los alimentos y la energía. Éste ha sido el caso en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, donde la inflación alcanzó recientemente el 10%, el máximo en dos décadas, y está poniendo a prueba la credibilidad de los regímenes de metas de inflación.



Adicionalmente, los flujos de capital a las economías de mercados emergentes y en desarrollo se están desacelerando, al tiempo que los costos de financiamiento externo también registran alzas. En consecuencia, la reducción del apetito de los inversionistas por activos de mayor riesgo está aumentando también los costos internos de financiamiento.

Aunque los altos niveles de reservas internacionales y la fuerte credibilidad de los bancos centrales de la región contribuirán a mitigar el impacto de las condiciones financieras más restrictivas, los mayores costos de endeudamiento pondrán a prueba las finanzas públicas debido al aumento de los pagos de intereses, al tiempo que la deuda pública y las necesidades de financiamiento siguen siendo elevadas.

Por lo tanto, el alza en las tasas de interés podría afectar el dinamismo de la actividad económica en América Latina y provocar una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico en los próximos años. En ese contexto, el aumento de las tasas de interés a nivel mundial pondrá a prueba la resiliencia de los sectores públicos y privados.

Los sistemas bancarios de la región, que en general son saludables, mitigan el riesgo de dificultades financieras, con una regulación y supervisión que ha mejorado en muchos países. Sin embargo, siguen existiendo vulnerabilidades. Por ejemplo, la deuda de las empresas ha crecido considerablemente en la última década, en especial fuera del sistema bancario, por lo que será fundamental vigilar estas vulnerabilidades para detectar posibles fuentes de tensión y adoptar medidas correctivas tempranas.

En cuanto a la política monetaria, considerando que los bancos centrales en la región han actuado sin demora y han mantenido ancladas las expectativas de inflación a largo plazo, la política monetaria debe mantener su curso y no relajarse prematuramente. Conducir la política monetaria en un contexto de alta incertidumbre es muy complejo, pero tener que restaurar la estabilidad de precios en un futuro donde la inflación se arraiga sería muy costoso.

Respecto a la política fiscal, ésta debe centrarse en restablecer el margen de maniobra disponible para la aplicación de políticas económicas donde sea necesario, lo cual exigirá reducir el gasto público, mejorar el diseño de los sistemas tributarios y fortalecer los marcos fiscales para lograr una disciplina sostenida. Asimismo, dadas las urgentes necesidades sociales de la región, las políticas para reducir la deuda y los déficits solo pueden ser eficaces y duraderas si son inclusivas, es decir, si protegen a los más pobres de cada país. Aun cuando exista margen de maniobra fiscal, la política fiscal también deberá coordinarse con la política monetaria y centrarse en apoyar a los grupos más vulnerables, en especial mientras persista una inflación elevada y el crecimiento se debilite.

Todo lo anterior requerirá una calibración cuidadosa para compensar las medidas de gasto de protección a los segmentos más vulnerables de la población. Encontrar este punto de equilibrio es fundamental para lograr un crecimiento sostenible e inclusivo, y es la mejor manera de desarrollar resiliencia frente a choques futuros. En ese sentido, las prioridades de política económica deberían ir encaminadas a restaurar la estabilidad de los precios, mantener la sostenibilidad fiscal, además de proteger a los grupos más desprotegidos.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2022). "América Latina enfrenta un tercer choque debido al endurecimiento de las condiciones financieras mundiales". *IMF Blog*. Octubre.

3. Mercados financieros

Durante 2022, los mercados financieros internacionales presentaron un comportamiento negativo respecto del cierre del año previo, reflejo, por un lado, del retiro más acelerado de lo anticipado de los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, en respuesta a las elevadas tasas de inflación y, por el otro lado, del menor dinamismo de la actividad económica a nivel mundial, asociado, en parte, a los efectos adversos del aumento de las tensiones geopolíticas, especialmente por la prolongación del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y de la evolución de la pandemia del COVID-19, particularmente por la propagación de la variante Ómicron a principios de año y los continuos confinamientos en la República Popular China para contener los contagios en varias ciudades importantes. Lo anterior ha propiciado un contexto macroeconómico mundial complejo, en el que aumentó la incertidumbre, la inflación y también los riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento económico; de tal forma que ha contribuido a incrementar la volatilidad en los mercados financieros, aunque no a los niveles alcanzados en los primeros momentos de la pandemia, y ha provocado un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, particularmente para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En las economías avanzadas, tras alcanzar máximos históricos en los últimos años, los principales índices accionarios han registrado pérdidas a lo largo del presente año, debido, principalmente, al debilitamiento de la actividad económica, en contraste con la determinación por parte de los bancos centrales de endurecer la postura de la política monetaria, ante la persistencia de las presiones inflacionarias; y a la mayor incertidumbre por la intensificación de las tensiones geopolíticas. No obstante, el comportamiento de los índices accionarios ha sido volátil, dado que la tendencia a la baja se revirtió parcialmente durante algunos periodos, específicamente, los índices revirtieron parcialmente la tendencia a la baja en la segunda quincena de marzo, entre julio y mediados de agosto y, más recientemente, entre mediados de octubre y noviembre, pero solo de forma temporal, porque luego han vuelto a disminuir, con excepción de noviembre que no ha cambiado la tendencia al alza. En los Estados Unidos de América, la caída de los precios de las acciones se atribuye, en buena medida, a la normalización de la política monetaria por parte de la *FED*, tanto por el incremento acelerado de la tasa de interés objetivo de fondos federales como por la reducción de su hoja de balance; al deterioro de la confianza de los inversionistas; y a las menores perspectivas de crecimiento económico, lo cual ha afectado las expectativas respecto de las ganancias empresariales, a pesar de la publicación de resultados relativamente positivos en los trimestres previos que, junto con el menor el impacto económico de la pandemia de COVID-19, sustentaron la recuperación antes mencionada. En la Zona del Euro, la disminución de los precios de las acciones se explica, además de los factores descritos para los Estados Unidos de América, por su mayor exposición a los efectos adversos del conflicto entre Rusia y Ucrania, dada su dependencia de las fuentes energéticas rusas, y por el importante aumento de la tasa de interés de política monetaria por parte del Banco Central Europeo.

Por su parte, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas mantuvieron una marcada tendencia al alza, especialmente en el caso de los Estados Unidos de América, en donde las tasas de interés de largo plazo alcanzaron niveles máximos en más de una década, pero también en Europa, en donde dejaron claramente el terreno negativo²¹. Dicho comportamiento responde, principalmente, a las preocupaciones sobre la

²¹ En la Zona del Euro, el proceso de normalización de la política monetaria del Banco Central Europeo provocó un aumento desigual en los diferenciales de las tasas de interés de los bonos gubernamentales, elevando los riesgos de fragmentación de los mercados financieros en esta región. En consecuencia, el Banco Central Europeo anunció, en julio, que sería flexible con las reinversiones de los activos del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (en inglés: *Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*) que alcancen su vencimiento y que, además, implementaría el Instrumento para la Protección de la Transmisión (en inglés: *Transmission Protection Instrument, TPI*), el cual le permite la adquisición de deuda de los países que cumplan con algunos criterios macroeconómicos y en los que se estime que el incremento de primas de riesgo afecta la transmisión de la política monetaria. En el Reino Unido, el anuncio en septiembre de un paquete de estímulo fiscal suscitó serios temores sobre la insostenibilidad de las finanzas públicas y de mayor inflación, provocando un repunte notable de las tasas de interés de los bonos gubernamentales; lo cual, obligó al Banco Central de Inglaterra a intervenir con un programa de compras de deuda pública sin límite de importe para ayudar a contrarrestar los movimientos de *sell-off* (venta) en los mercados; además, esto le llevó a dar marcha atrás a algunas de las medidas de dicho paquete, así como a la destitución, a mediados de octubre, del ministro de Economía, Kwasi Kwarteng, y la posterior dimisión de la primera ministra, Liz Truss.



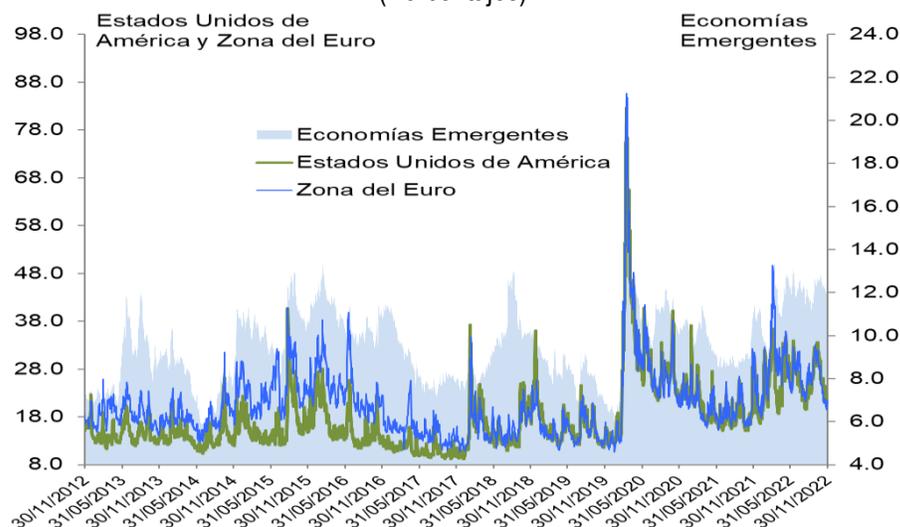
persistencia de las presiones inflacionarias y el consecuente retiro de los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, que propició una rápida reevaluación de las expectativas de la política monetaria, no solo porque el proceso de normalización se adelantó, sino porque se ha llevado a cabo a un ritmo más acelerado de lo que se esperaba. En ese sentido, si bien los rendimientos se moderaron entre mediados de junio y julio, ante la expectativa de que la desaceleración de la actividad económica mundial pudiera contribuir a disminuir la intensidad en el incremento de las tasas de interés de política monetaria, esto se revirtió posteriormente, por cuanto los bancos centrales confirmaron su intención de endurecer la postura de la política monetaria para reducir los elevados niveles de inflación, incluso a expensas de una recesión económica.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque en los últimos meses se ha vuelto a registrar entradas netas de capital, estas no han sido suficientes para compensar las salidas reportadas a partir del inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania que se extendieron hasta julio, en un entorno de mayor incertidumbre económica y aversión al riesgo, así como de menor liquidez mundial, debido a la normalización de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. En este contexto, las condiciones financieras externas para este grupo de economías se han venido endureciendo, lo que se refleja en el comportamiento negativo de los mercados accionarios, el incremento de los diferenciales soberanos y la depreciación de la mayoría de sus monedas frente al dólar estadounidense. En cuanto a los índices accionarios, estos registraron, en su conjunto, una disminución respecto de los niveles observados a finales de 2021, aunque con un comportamiento heterogéneo a nivel de países. En la República Popular China, los precios de las acciones se redujeron debido a los problemas financieros en el sector inmobiliario y los recurrentes confinamientos por el COVID-19, así como a las tensiones comerciales y geopolíticas con los Estados Unidos de América; en tanto que las políticas de estímulo fiscal y la flexibilización monetaria, entre otras medidas adoptadas para impulsar la economía china y apoyar su sector inmobiliario y tecnológico, así como la reciente flexibilización de los protocolos por la pandemia, solo han contribuido a compensar parcialmente el efecto de los factores negativos descritos²². En América Latina, por su parte, los precios de las acciones disminuyeron en México, mientras que aumentaron en Argentina, Brasil, Chile y Perú.

²² En particular, los precios de las acciones registraron una reversión solo temporal entre mayo y junio y, recientemente, en noviembre.

Gráfica 2

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
2012-2022
(Porcentajes)



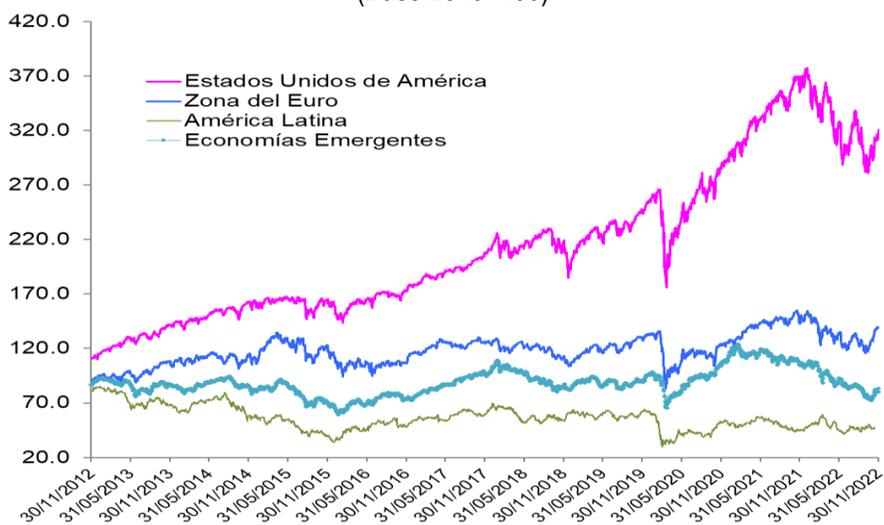
(1) Al 30 de noviembre de 2022.

(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)
2012-2022
(Base 2010=100)



(1) Al 30 de noviembre de 2022.

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

Fuente: *Bloomberg*.



4. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante la mayor parte de 2022, los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación de Guatemala, registraron niveles superiores a los precios observados a finales de 2021. En efecto, el precio del petróleo mostró un incremento considerable, principalmente durante el primer semestre del año, evolución que continúa fuertemente influenciada por la incertidumbre respecto a la oferta y la demanda. Por el lado de la oferta, el precio del crudo ha sido impulsado, principalmente, por el impacto que el conflicto entre Rusia y Ucrania tendría sobre la oferta mundial de crudo, resultado de las sanciones impuestas al sector energético ruso; la reducción de los inventarios de petróleo y combustibles en los Estados Unidos de América; las restricciones de producción acordadas por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros importantes productores (OPEP+); y, en alguna parte del año, las interrupciones ocasionadas por las condiciones climáticas adversas, particularmente en algunas instalaciones petroleras en el Golfo de México; en tanto que la finalización de las restricciones asociadas a la pandemia del COVID-19 en la mayoría de países, favoreció la recuperación de la demanda de crudo y refinados, lo que se reflejó en un aumento de los precios de los energéticos durante los primeros meses del año. No obstante, a partir del tercer trimestre del año, el precio registró una tendencia a la baja, debido, principalmente, a las expectativas de reducción en la demanda de combustibles ante el deterioro de las perspectivas del crecimiento económico mundial, asociado al endurecimiento de la política monetaria de la mayoría de los bancos centrales como respuesta a las considerables presiones inflacionarias; a los prolongados confinamientos en algunas ciudades chinas ante el aumento de los casos de COVID-19; así como por la liberación coordinada de las reservas estratégicas de crudo de los Estados Unidos de América. Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo también registraron una tendencia al alza desde el último trimestre de 2021, comportamiento que se intensificó en los primeros meses de 2022 por factores de oferta, relacionados a las condiciones climáticas adversas en los principales países productores y, especialmente, por el conflicto entre Rusia y Ucrania, importantes exportadores a nivel mundial; aunque las perspectivas de una reducción de la demanda mundial de cereales, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica en las principales economías; y menores riesgos asociados a la oferta mundial de granos por condiciones climáticas no adversas, han tenido incidencia en la moderación de los precios en los últimos meses. En términos acumulados, al 30 de noviembre, el precio internacional del petróleo mostró un incremento de 7.10%, el del maíz amarillo de 11.61% y el del trigo de 0.08%. Asimismo, en términos de precios promedio de las referidas materias primas, estos han sido significativamente superiores a los observados el año anterior.

a) Petróleo

El precio internacional del petróleo, en 2022 comenzó registrando un significativo aumento respecto del precio observado al cierre de 2021 (US\$75.21 por barril), situándose por arriba de los US\$100.00 por barril desde inicios de marzo, comportamiento que reflejó factores tanto de oferta como de demanda. En efecto, desde las primeras semanas del presente año, la limitada oferta mundial de crudo y los bajos niveles de inventarios contribuyeron al aumento del precio internacional del petróleo. Posteriormente, las perturbaciones generadas por el conflicto entre Rusia y Ucrania, relacionado con las diversas sanciones económicas y financieras impuestas contra Rusia por la comunidad internacional, aunado a las reducciones observadas en el nivel de inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América, y a los signos de recuperación de la demanda mundial del crudo, impulsada por la reapertura y la reactivación económica en varios países, provocaron que el precio del petróleo aumentara hasta ubicarse el 8 de marzo en US\$123.70 por barril, nivel no observado desde agosto de 2008.

En ese contexto, la OPEP+ acordaron mantener restringida la producción de crudo hasta junio de 2022 y, posteriormente, decidieron incrementar levemente su nivel de producción durante julio, agosto y septiembre, mientras

que en octubre acordaron reducir nuevamente su producción, retornando al nivel de producción pactado para agosto de 2022²³. Además, cabe destacar que las preocupaciones sobre la escasez de suministros a nivel mundial, derivado de la prohibición gradual de las importaciones de petróleo ruso por parte de la Unión Europea²⁴, y el acuerdo de los Ministros del G7 de imponer un límite de precios al petróleo y derivados de origen ruso; junto con un bajo nivel de inventarios de petróleo y productos refinados antes del inicio de la temporada de invierno en el Hemisferio Norte, mantuvieron las presiones al alza en el precio del crudo.

Sin embargo, desde la segunda semana de junio, el precio del petróleo registró una tendencia a la baja, asociada fundamentalmente, a las preocupaciones sobre la demanda de combustibles ante los riesgos de ralentización de la actividad económica mundial, a medida que los bancos centrales de las principales economías continúan endureciendo las condiciones monetarias para mitigar las presiones inflacionarias; así como por los estrictos confinamientos ante el resurgimiento de contagios de COVID-19 en la República Popular China. Por su parte, el precio también se vio influenciado por la menor demanda de petróleo de la República Popular China derivado de los estrictos confinamientos ante el resurgimiento de contagios de COVID-19; por la reanudación de la producción de crudo en Libia, tras la moderación de las tensiones políticas internas; por el optimismo de una mayor oferta de petróleo de Irán, ante los avances en las negociaciones sobre su programa nuclear²⁵; las negociaciones sobre la reducción a las sanciones al petróleo venezolano; y la liberación coordinada de una fracción de las Reservas Estratégicas de Crudo (*SPR*, por sus siglas en inglés)²⁶ en los Estados Unidos de América en coordinación con otros países.

En lo que va del cuarto trimestre las expectativas de reducción de la producción por parte de la OPEP+ y la perspectiva de los problemas energéticos en Europa, por la suspensión de las importaciones rusas de petróleo y otros energéticos, impulsaron el precio al alza; al mismo tiempo, las perspectivas de crecimiento económico mundial menos favorables están presionando el precio hacia la baja, lo que ha resultado en una considerable volatilidad en el precio, sin una tendencia definida, pero manteniendo el precio promedio del crudo por encima de los niveles observados durante 2021.

²³ En julio de 2021, acordaron ajustar al alza la producción en 0.432 millones de barriles diarios (mbd) mensualmente a partir de agosto de 2021, hasta que se eliminaran gradualmente los ajustes de producción de 5.8 mbd. El nivel de ajuste fue rectificado en 0.432 mbd hasta junio de 2022 y ajustado al alza hasta 0.648 mbd para julio y agosto de 2022, meses en los que se adelantará y redistribuirá el incremento en la producción planeado para septiembre, lo que fue ratificado en su reunión del 30 de junio de 2022. Por su parte, en su reunión del 5 de septiembre de 2022, acordaron recortar nuevamente su producción en 0.1 mbd, que fue el incremento registrado en septiembre.

²⁴ El 31 de mayo de 2022, los países miembros de la Unión Europea anunciaron la implementación de nuevas sanciones contra Rusia, prohibiendo la importación de petróleo a los países miembros, reduciéndolas inicialmente en alrededor de 75.0% y, para finales de 2022, en cerca de 90.0%.

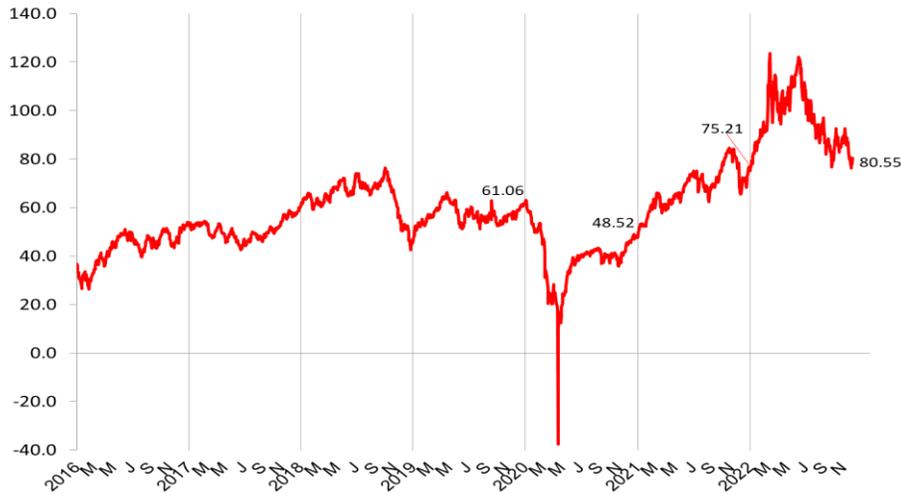
²⁵ El acuerdo permitiría disminuir drásticamente el programa nuclear de Irán y levantar las sanciones comerciales impuestas contra dicho país, lo cual elevaría la producción y exportación de petróleo iraní. Irán se retiró del acuerdo denominado "Plan de Acción Integral Conjunto" (*JCPOA*, por sus siglas en inglés), firmado por los Estados Unidos de América, la República Popular China, Rusia, el Reino Unido, Francia y Alemania con Irán en 2015.

²⁶ El 1 de marzo de 2022 el Secretario de Energía de los Estados Unidos de América, bajo la dirección del presidente estadounidense Joe Biden, autorizó la disposición de 30 millones de barriles (mb) de petróleo crudo de las *SPR* del Departamento de Energía, como parte de los esfuerzos continuos para reducir los precios y abordar la falta de suministro en todo el mundo. Adicionalmente, el 31 de marzo de 2022, el presidente estadounidense Joe Biden, anunció la liberación planificada de 180 mb de petróleo de las *SPR* durante los próximos seis meses.



Gráfica 4

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Bloomberg.

Con relación a la oferta mundial de petróleo, al igual que lo observado en 2021, en lo que va del presente año la producción de la OPEP se ha mantenido por debajo de su cuota de producción, alcanzando a noviembre un nivel por debajo de lo pactado de 148.2%, resultado, principalmente, de los mayores recortes a la producción en Nigeria, Arabia Saudita, Angola, Irak y Kuwait. Cabe destacar que la mayoría de países no han logrado ajustar su producción al alza según lo establecido por el Comité Ministerial de Monitoreo Conjunto de la OPEP desde el año anterior. En tanto que, entre los demás países aliados de la OPEP, Rusia ha reducido su producción en alrededor de 0.7 mbd, lo que equivale a 18.9% de cumplimiento del nivel de producción establecido debido a la implementación de diversas sanciones económicas contra el sector energético ruso, como consecuencia del conflicto con Ucrania. En ese contexto, en su reunión de octubre de 2022, dicho Comité acordó reducir su producción a partir de noviembre de 2022 hasta finales de 2023²⁷, ante la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas y a las condiciones del mercado.

²⁷ En octubre de 2022, acordaron ajustar a la baja la producción mensual a partir de noviembre de 2022, a 2.0 mbd, desde los niveles de producción requeridos de agosto de 2022, recorte que permanecería vigente hasta julio de 2023 cuando se reúnan nuevamente los ministros de la OPEP+.

Gráfica 5



Por su parte, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP y que no formaron parte de dicho acuerdo, ha aumentado durante 2022, principalmente, en los Estados Unidos de América, Canadá, Guyana, Brasil y la República Popular China, lo que ha compensado una menor producción en Noruega relacionada al mantenimiento efectuado en las instalaciones petroleras. En efecto, la producción en los Estados Unidos de América ha aumentado, principalmente en la Costa del Golfo de México, recuperándose de las interrupciones relacionadas a las condiciones climáticas adversas (heladas) registradas a inicio del año e impulsada por la producción en los nuevos pozos y por una mayor inversión de capital. En este contexto, el número de plataformas petroleras activas se ubicó a noviembre en alrededor de 779, mayor en 40.11% a las que estaban activas hace un año (556 plataformas). No obstante, cabe destacar que, las reservas de petróleo crudo en los Estados Unidos de América durante 2022 han mostrado una tendencia a la baja, ubicándose, en noviembre, aproximadamente 4.0% por debajo del promedio de los últimos cinco años.

Por el lado de la demanda, desde inicios de 2022, el consumo mundial de combustibles registró un sólido crecimiento, principalmente debido al mayor dinamismo de la actividad económica a nivel mundial, impulsado por programas públicos de estímulo, la disminución de las medidas de confinamiento relacionadas con la pandemia del COVID-19 en la mayoría de países y por el inicio de la temporada de verano en el Hemisferio Norte, lo cual contribuyó al incremento en el precio internacional del petróleo. No obstante, a partir de marzo, el resurgimiento de contagios de COVID-19 en la República Popular China, que en el marco de su política “cero tolerancia al COVID-19” provocó la reimposición de medidas de contención en algunas de sus principales ciudades, particularmente en la ciudad de Shanghai y, aunque estas medidas fueron levantadas gradualmente en los meses siguientes, desde finales de agosto diversas ciudades chinas iniciaron nuevamente con confinamientos parciales o totales debido al repunte de los contagios, moderando la demanda de combustibles. A su vez, los elevados niveles de inflación, han implicado el endurecimiento de la postura de política monetaria en la mayoría de países, lo que ha contribuido al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico, afectando, por ende, a las proyecciones de demanda mundial de crudo y manteniendo moderado el precio en los últimos meses.



La firma *S&P Global Commodity Insights*, con cifras a noviembre, prevé que en 2022 la producción mundial de petróleo se sitúe en 100.5 mbd, mayor en 4.5 mbd respecto a la registrada en 2021. Cabe indicar que la estimación considera una moderada reducción de la producción de Rusia, relacionada a las sanciones impuestas derivado del conflicto bélico con Ucrania, lo que podría afectar la comercialización de sus exportaciones y, eventualmente, su producción. Sin embargo, dicha reducción sería compensada por el aumento de la producción de los Estados Unidos de América y de los principales países productores de la OPEP²⁸, lo que explicaría el superávit previsto para el presente año, dado que se anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 99.4 mbd, mayor en 2.5 mbd a la de 2021, derivado, principalmente, de la reducción en el consumo de la República Popular China. Lo anterior implicaría un resultado positivo entre la oferta y la demanda mundial de crudo (de 1.1 mbd) al finalizar el año, contrario al déficit registrado en 2021 (0.9 mbd).

Cuadro 2

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2021-2022
(Millones de barriles diarios)

Descripción	2021 ^(a)	2022 ^(b)	Variación 2022/2021
Oferta	96.0	100.5	4.5
Demanda	96.9	99.4	2.5
Balance (oferta - demanda)	-0.9	1.1	-----

(a) Cifras preliminares.

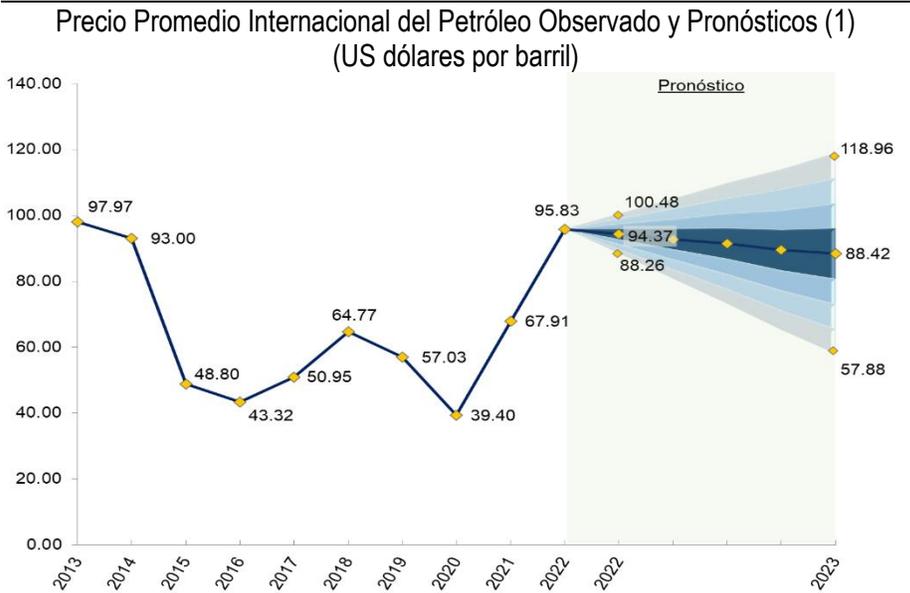
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: *S&P Global Commodity Insights*.

En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que el barril de petróleo se ubique en US\$94.37 en 2022, para luego descender a US\$88.42 en 2023, ambos superiores al precio promedio registrado en 2021 (US\$67.91 por barril).

²⁸ Arabia Saudita, Irán, Irak, los Emiratos Árabes Unidos, Iraq y Kuwait.

Gráfica 6



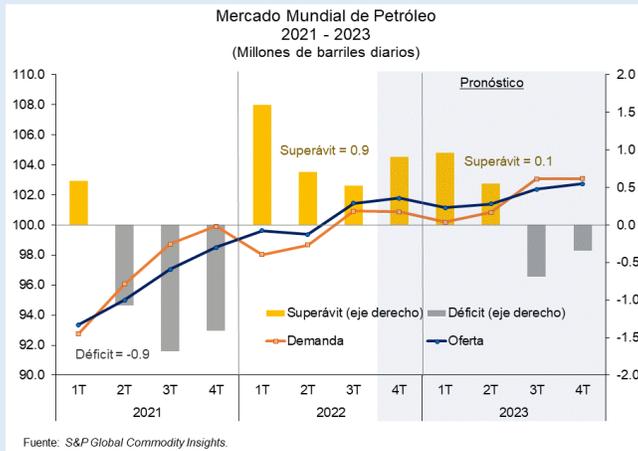
(1) Con información al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Bloomberg.



RECUADRO 4 PERSPECTIVAS DEL SECTOR ENERGÉTICO PARA 2023

Durante 2022, el mercado mundial de energéticos ha sido influenciado por diversos factores tanto de oferta como de demanda. En ese sentido, las restricciones a la producción por parte de los principales países productores, los acontecimientos climáticos y geopolíticos y la incertidumbre sobre la actividad económica en la República Popular China, han sido los principales factores que han determinado su precio a lo largo del presente año.

En lo que se refiere a la demanda para 2023, se prevé que el consumo de energía se encuentre sesgado a la baja, considerando principalmente, las perspectivas de desaceleración de la actividad económica a nivel mundial, los elevados niveles de incertidumbre, las preocupaciones sobre la alta inflación mundial y el acelerado incremento de las tasas de interés de política monetaria por parte de la mayoría de bancos centrales, siendo todos ellos factores que representan un riesgo para la demanda de energéticos en 2023.



En ese sentido, las condiciones financieras más restrictivas, resultado de la postura de política monetaria de la Reserva Federal, y los elevados precios de los combustibles seguirán frenando la demanda de bienes energéticos en los Estados Unidos de América durante 2023; en tanto que en Europa la crisis energética sería más severa, a medida que Rusia recorte drásticamente los envíos de petróleo y gas natural a la región.

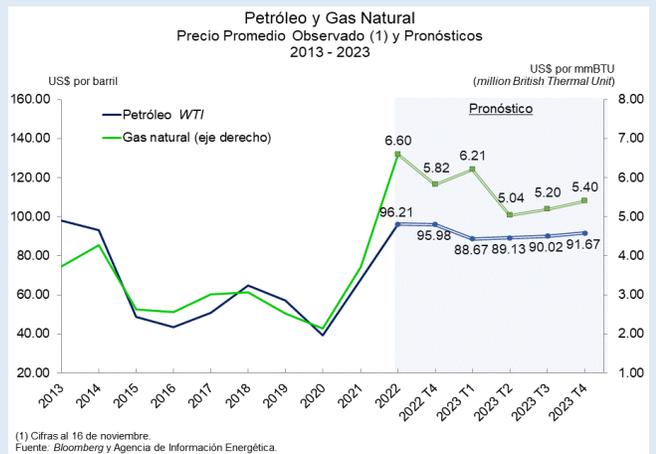
Asimismo, cabe destacar que los esfuerzos de los países europeos para acelerar su transición desde los combustibles fósiles hacia fuentes de energía renovables, podría impactar en la demanda energética de la región.

Por su parte, se prevé que las economías emergentes de Asia serán el principal impulsor del crecimiento de la demanda de energéticos en 2023; aunque dicho comportamiento podría ser afectado por la prolongación de la estrategia “cero tolerancia al COVID-19” en la República Popular China. En tanto que en el resto de países de mercados emergentes, principalmente en América Latina, se estima que el significativo aumento de la inflación y las medidas de endurecimiento de la política monetaria adoptadas por la mayoría de los bancos centrales, impacte negativamente la

dinámica de consumo de energéticos, principalmente, la demanda de petróleo y sus derivados.

En lo que se refiere a la oferta para 2023, se estima que el mercado permanecería ajustado debido a un menor suministro de energéticos, en la medida en que la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros importantes productores estén dispuestos a reducir su producción con el fin de mantener los precios del petróleo en niveles elevados; además de que la producción de petróleo y gas natural de Rusia continuaría sujeta a las sanciones internacionales implementadas por el conflicto bélico con Ucrania, lo cual induciría un cambio en la generación de energía eléctrica, tanto en Europa como en Asia.

De esa cuenta, la producción mundial de petróleo en 2023 estaría determinada, principalmente, por el incremento estimado en los Estados Unidos de América, además del aumento de las operaciones en los campos petroleros de Noruega, Brasil, Guyana, Kazajistán y Argentina. Asimismo, cabe destacar, que las conversaciones sobre el acuerdo nuclear con Irán continúan y es probable que las negociaciones se extiendan hasta 2023.



En el contexto descrito, se estima que el mercado mundial de petróleo registre un superávit en 2023, aunque continuaría ajustado, especialmente en el tercer y cuarto trimestre del año, por lo que se prevé que el precio internacional del petróleo podría permanecer cerca de US\$90.00 por barril durante 2023; en tanto que, el precio del gas natural podría moderarse y se ubicaría alrededor de US\$5.50 por mmBTU (millones de BTU).

Fuente: The Economist Intelligence Unit (2022). “Things to watch in energy in 2023”. Noviembre. Organización de Países Exportadores de Petróleo (2022). “Winter oil market outlook”. Octubre.

b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo durante la mayor parte de 2022 se ha mantenido en niveles superiores al precio registrado a finales de 2021. En efecto, en el primer semestre del año mostró una marcada tendencia al alza, que se agudizó a partir de finales de febrero con el inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, hasta alcanzar cotizaciones superiores a US\$14.00 por quintal a finales de abril, niveles no observados desde agosto de 2012. El comportamiento se atribuye, fundamentalmente, a una oferta mundial limitada por la interrupción prolongada de los suministros provenientes de la región del Mar Negro, tras el inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, aunado a las condiciones climáticas adversas (sequías) que redujeron el rendimiento de los cultivos en algunas de las principales zonas productoras de Brasil y Argentina y que retrasaron el inicio de la cosecha de la temporada 2022-2023 en los Estados Unidos de América. No obstante, la reanudación de las exportaciones de cereales desde puertos ucranianos, bajo el amparo de la Iniciativa de Granos del Mar Negro²⁹, y las condiciones climáticas favorables (clima cálido) en los Estados Unidos de América; aunado a las previsiones de una menor demanda mundial de granos estadounidenses, resultado de las medidas de confinamiento asociadas al COVID-19 en la República Popular China y de la desaceleración de la actividad económica a nivel global, han contribuido a la moderación del precio del grano durante la segunda mitad de 2022, aunque aún se ubica por encima del precio registrado a finales de 2021.

Gráfica 7



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2022.

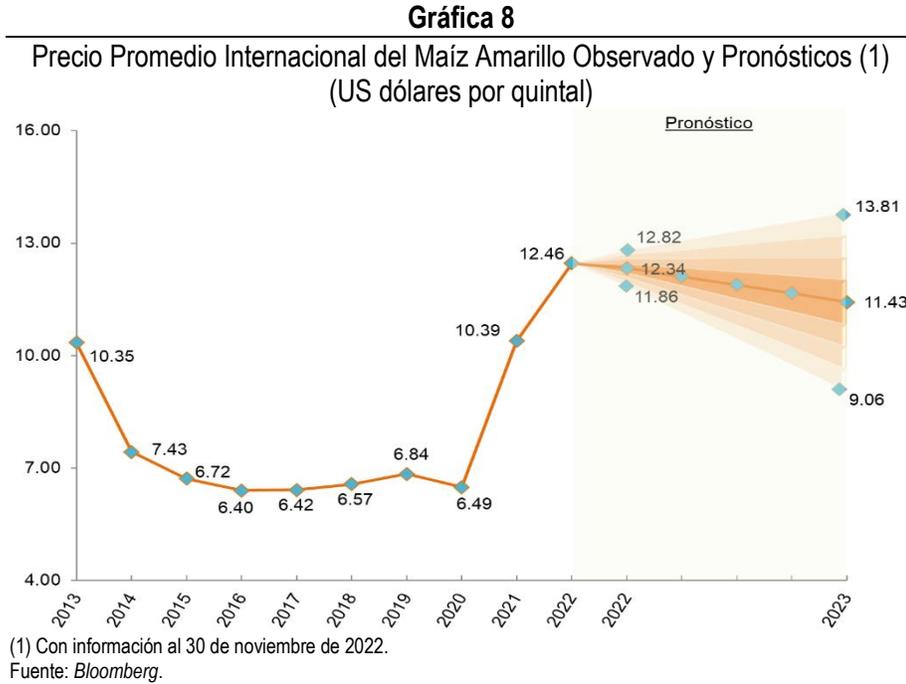
Fuente: *Bloomberg*.

Por su parte, los pronósticos del precio promedio del maíz amarillo para el presente año reflejan un incremento respecto del precio promedio observado en 2021 (US\$10.39 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en

²⁹ La Iniciativa de Granos del Mar Negro, es un acuerdo entre Rusia y Ucrania mediado por la Organización de Naciones Unidas, que fue firmado el 22 de julio de 2022 por una extensión de 120 días, que permitió reanudar las exportaciones de cereales y alimentos relacionados desde los puertos ucranianos de Odesa, Chomomorsk y Pivdennyi, bloqueados desde mediados de febrero de 2022, primero por las operaciones militares rusas y luego por las tácticas de defensa por parte de Ucrania para evitar posibles ataques rusos por mar. Dicho acuerdo fue extendido el 17 de noviembre de 2022 por otros 120 días, a partir del 19 de noviembre.



US\$12.34 por quintal en 2022, comportamiento que se revertiría moderadamente en 2023, al situarse en un precio promedio de US\$11.43 por quintal.



El precio internacional del trigo durante 2022 ha permanecido por encima del precio registrado a finales de 2021 la mayor parte del año, alcanzando a inicios de marzo su nivel histórico más alto (US\$23.75), asociado, fundamentalmente, a las perspectivas de una menor oferta mundial, por el conflicto entre Rusia y Ucrania que mantuvo interrumpidos los envíos del cereal desde la región del Mar Negro, dada la importancia que representan dichos países en la producción y exportación mundial del cereal³⁰; además de las condiciones climáticas adversas (sequías) que redujeron los rendimientos de los cultivos en zonas productoras de Brasil, Argentina e India durante el primer semestre del año. No obstante, dicho comportamiento se empezó a revertir a partir del segundo semestre, influenciado por las condiciones climáticas favorables (lluvias) que impulsaron el rendimiento de los cultivos en las principales zonas productoras del medio oeste de los Estados Unidos de América y por la reanudación de las exportaciones de cereales en los principales puertos de exportación en la región del Mar Negro. Asimismo, en dicha tendencia ha influido el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial que ha influido en una reducción de la demanda de algunas materias primas. En el contexto descrito, el precio internacional del trigo registró a finales de noviembre un nivel levemente por debajo del registrado a finales de 2021.

³⁰ De acuerdo con la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés) Rusia y Ucrania en conjunto representan alrededor de 26.5% del comercio mundial de trigo.

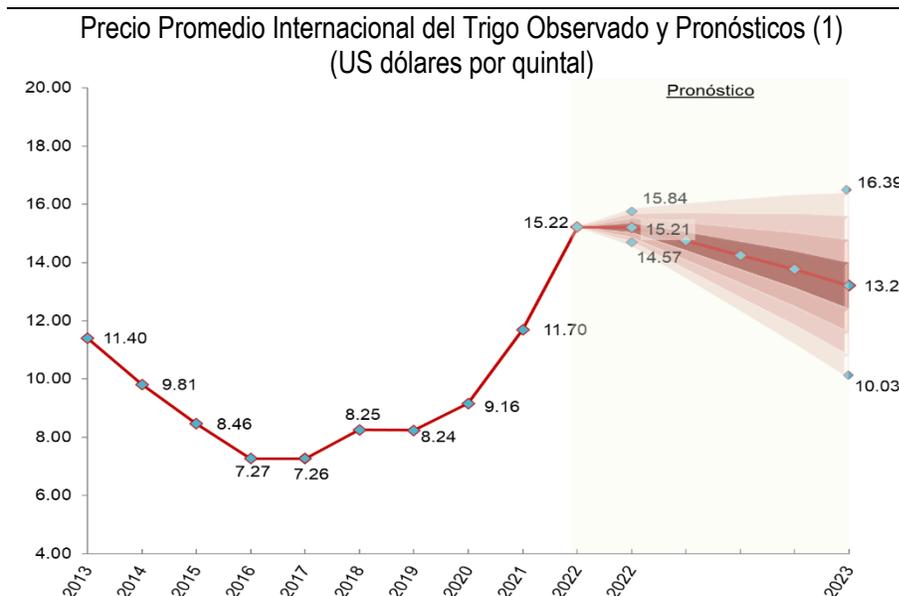
Gráfica 9



(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Bloomberg.

En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio reflejan un aumento respecto del precio medio registrado en 2021 (US\$11.70 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$15.21 por quintal en 2022, tendencia que se revertiría parcialmente en 2023, al situarse en US\$13.21 por quintal.

Gráfica 10



(1) Con información al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Bloomberg.



5. Inflación y política monetaria

Durante 2022, la inflación internacional, en términos generales, se mantuvo en niveles elevados y significativamente por arriba de los objetivos fijados por las autoridades monetarias, como consecuencia, principalmente, de la recuperación acelerada de la demanda agregada, luego de la crisis asociada a la pandemia del COVID-19; de los mayores precios de las materias primas registrados durante el primer semestre, particularmente del petróleo y sus derivados, así como de los alimentos, asociados, en buena medida, al conflicto entre Rusia y Ucrania; y de la persistencia de los problemas en las cadenas mundiales de suministro, que se agudizaron por los cierres de algunas de las principales ciudades chinas por la política “cero tolerancia al COVID-19”, derivado del incremento en el número de contagios. El escenario descrito condujo al inicio del proceso de normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas, que incluyó el retiro de los estímulos monetarios que se habían implementado luego del inicio de la pandemia, así como el incremento de las tasas de interés de política monetaria para reducir el sesgo acomodaticio de dicha política; mientras que en la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en la primera parte del año se avanzó en el enfoque restrictivo de la política monetaria, en tanto que en la segunda parte del año, dicho enfoque continuó en varias economías de este grupo, aunque en algunas de estas economías el ciclo de endurecimiento se pausó o desaceleró, ante la alta incertidumbre que prevalece respecto al comportamiento futuro de la inflación.

En los Estados Unidos de América, durante 2022 la inflación continuó mostrando niveles históricamente altos; sin embargo, empezó a moderarse a partir de julio hasta ubicarse en 7.75% en octubre. El comportamiento de la inflación se explica, principalmente, por los efectos del proceso de recuperación observados luego de la crisis derivada de la pandemia del COVID-19, los cuales han sido más persistentes de lo esperado, así como por la intensificación de las tensiones geopolíticas en Europa del Este que condujeron a aumentos en el precio de los productos energéticos y de los alimentos. En efecto, la demanda interna se mantuvo, en un contexto de fortalecimiento del mercado laboral, donde los cuellos de botella y la interrupción de las principales cadenas mundiales de suministro afectaron los costos de producción y provocaron presiones inflacionarias que fueron exacerbadas por el surgimiento de disrupciones en los mercados de materias primas.

Por su parte, la Reserva Federal (*FED*, por sus siglas en inglés) a inicios del presente año señaló que una postura de política monetaria apropiada contribuiría a que la inflación retornara a niveles cercanos a su objetivo de largo plazo; asimismo, indicó que para determinar la trayectoria del rango de la tasa de interés objetivo de fondos federales, continuaría evaluando los efectos de las condiciones económicas observadas y esperadas sobre su objetivo dual de máximo empleo y estabilidad de precios, enfatizando su compromiso de utilizar su amplia gama de herramientas de política para respaldar la economía estadounidense, así como su disposición a ajustar la orientación de la política monetaria si surgen riesgos que puedan impedir el logro de dichos objetivos; por lo que, en su reunión de enero decidió mantener el rango de la tasa de interés objetivo de fondos federales, ante las condiciones que prevalecían en ese momento, asociadas al sólido crecimiento económico y a la fortaleza del mercado laboral; sin embargo, dicho panorama cambió, y en sus reuniones posteriores decidió incrementar el referido rango en seis ocasiones (en 25 puntos básicos en marzo y en mayo, y en 75 puntos básicos en junio, julio, septiembre y noviembre), hasta ubicarlo entre 3.75% y 4.00%, como lo anticipaba el mercado; además, señaló que será necesaria una postura de política monetaria restrictiva, lo que implica continuar aumentando dicha tasa de interés hasta lograr una inflación promedio de 2.0% en el largo plazo.

En el contexto descrito, a inicios de 2022, la *FED* continuó con el proceso de reducción de compra de bonos del tesoro y de valores gubernamentales respaldados por hipotecas (*tapering*) que había iniciado en noviembre de 2021, manteniendo un ritmo mensual de compras de aproximadamente US\$40.0 millardos y US\$20.0 millardos,

respectivamente. No obstante, en su primera reunión del presente año (25 y 26 de enero) decidió acelerar dicho proceso, ante el fortalecimiento del mercado laboral y las elevadas presiones inflacionarias, reduciendo el ritmo mensual de compra de bonos del tesoro en US\$20.0 millardos y de valores gubernamentales respaldados por hipotecas en US\$10.0 millardos, culminando con la compra de activos financieros a inicios de marzo de 2022; por lo que, en su reunión de marzo reiteró que iniciaría con el proceso de reducción de su hoja de balance en sus próximas reuniones. En efecto, tomando en consideración las condiciones económicas, en su reunión de mayo, la *FED* anunció que iniciaría con el proceso de reducción gradual del tamaño de su hoja de balance (*runoff*), considerando que la economía estadounidense se mantenía sólida y estaba preparada para una política monetaria más restrictiva. En ese contexto, señaló que a partir del 1 de junio reduciría las reinversiones de activos financieros, fijando un límite mensual para las reinversiones de bonos del tesoro en US\$30.0 millardos y de valores gubernamentales respaldados por hipotecas en US\$17.5 millardos. Además, indicó que a partir de septiembre dicho límite mensual se ampliaría a US\$60.0 millardos para los bonos del tesoro y a US\$35.0 millardos para los valores gubernamentales respaldados por hipotecas, manifestando su intención de continuar realizando ajustes para reducir su hoja de balance.

En la Zona del Euro, durante 2022 la inflación continuó ubicándose considerablemente por arriba de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE), situándose en octubre en 10.62%, el nivel más elevado que se ha registrado en la zona, debido principalmente, a los mayores precios en los rubros de energéticos y de alimentos, influenciados por el alza en los precios del gas, de la electricidad y de otras materias primas, asociado a los efectos del conflicto bélico en Ucrania y a los persistentes problemas en las cadenas mundiales de suministro. De acuerdo con el BCE, la inflación se mantendrá en niveles elevados durante un periodo prolongado, a causa de la persistencia de los efectos de los cuellos de botella y a las distorsiones en el mercado de energéticos, derivado del conflicto entre Rusia y Ucrania. En este contexto, a pesar de que el Consejo de Gobierno del BCE no realizó ajustes a la tasa de interés de política monetaria en sus primeras cuatro reuniones del año, manteniéndola en 0.00%, durante sus reuniones posteriores la incrementó en 50 puntos básicos en julio y en 75 puntos básicos en septiembre y octubre, ubicándola en 2.00%, señalando que continuaría con más ajustes en sus próximas reuniones con el propósito de asegurar el retorno de la inflación a su objetivo de mediano plazo.

En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, en su reunión de febrero, el BCE decidió continuar con la compra de activos a un ritmo mensual de €40.0 millardos durante los primeros seis meses del presente año, para reducirlo a €30.0 millardos a partir del tercer trimestre y a €20.0 millardos a partir de octubre de 2022. No obstante, en su reunión de marzo realizó nuevamente una revisión del referido plan de compras para 2022, debido a los altos niveles de incertidumbre sobre las perspectivas de inflación, anunciando compras mensuales a un ritmo de €40.0 millardos en abril, de €30.0 millardos en mayo y de €20.0 millardos en junio. En efecto, en su reunión de junio decidió finalizar la compra de activos financieros a partir del 1 de julio y continuar con sus reinversiones por tiempo indefinido. Además, en su reunión de julio aprobó la creación del Instrumento para la Protección de la Transmisión (*TPI*, por sus siglas en inglés), orientado a la realización de compras en el mercado secundario de valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiamiento no justificadas por los fundamentos específicos del país, con el objetivo de fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Asimismo, continuó con la compra de activos del sector público y privado por un monto total de €1,850.0 millardos, mediante el Programa de Compras de Emergencia Pandémica (*PEPP*, por sus siglas en inglés), hasta marzo de 2022, manteniendo las reinversiones de los mismos hasta 2024, además en junio decidió que flexibilizaría la reinversión de los reembolsos vencidos en la cartera del *PEPP*³¹. Adicionalmente, anunció que continuaría proporcionando liquidez, mediante las

³¹ El 15 de junio de 2022, el Consejo de Gobierno del BCE se reunió ante la preocupación por la estabilidad financiera y la sostenibilidad de la deuda de los países de la región y anunció la creación de un instrumento de anti-fragmentación para controlar la deuda y evitar la transmisión desigual de la normalización de la política monetaria.



operaciones de financiamiento a largo plazo con objetivo específico (*TLTRO-III*, por sus siglas en inglés) hasta el 23 de junio de 2022, señalando en su reunión de octubre que la tasa de interés de las operaciones vigentes se indexaría al promedio de las tasas de interés aplicadas por el BCE, a partir del 23 de noviembre de 2022. De igual manera, decidió fijar la remuneración de las reservas mínimas de las entidades de crédito del Eurosistema a la tasa de interés de facilidad de depósitos, a partir del 21 de diciembre de 2022 y mantener líneas de liquidez con bancos centrales de países no pertenecientes a la Zona del Euro, mediante la facilidad repo del Eurosistema³², hasta enero de 2023, en tanto que extendió dicho programa con el Banco Popular de China hasta octubre de 2025, dada la significativa incertidumbre causada por el conflicto bélico en Europa del Este y del riesgo de efectos de contagio regionales que podrían afectar negativamente a los mercados financieros.

En el Reino Unido, durante 2022 la inflación mantuvo la tendencia creciente iniciada el año previo, ubicándose en 11.10% en octubre, el nivel más alto desde octubre de 1981 y significativamente superior a la meta (2.00%). El referido comportamiento responde, principalmente, a la intensificación de las presiones inflacionarias asociadas a los efectos negativos del conflicto entre Rusia y Ucrania que condujeron a mayores precios de los derivados del petróleo y de los alimentos. En este sentido, el Banco de Inglaterra estima que la inflación se mantendría en niveles superiores a 11.00% el resto del año, reflejo de los mayores precios de los energéticos y de los alimentos, previendo que la interrupción en las cadenas mundiales de suministro continuaría intensificándose, debido a las repercusiones del conflicto entre Rusia y Ucrania y los problemas de suministro desde la República Popular China; sin embargo, la implementación por parte del gobierno británico de la Garantía de Precios de la Energía durante dos años³³, podría moderar los precios. En ese sentido, el Comité de Política Monetaria decidió incrementar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos en cada una de sus primeras cuatro reuniones del año, ubicándola en 1.25%, e intensificar la magnitud de sus incrementos en sus reuniones posteriores, mediante aumentos de 50 y 75 puntos básicos, hasta situarla en 3.00%, anticipando que responderá enérgicamente si las perspectivas sugieren presiones inflacionarias más persistentes para garantizar el retorno de la inflación al nivel objetivo. Asimismo, en la reunión de febrero del Comité, se decidió iniciar con la reducción de su hoja de balance, dejando de reinvertir los bonos corporativos y los bonos del gobierno británico que había adquirido previamente y cuyas compras había mantenido en £20.0 millardos y £875.0 millardos, respectivamente. Además, anunció la implementación de un programa de venta de bonos corporativos que finalizaría en diciembre de 2023, mientras que en agosto anunció que iniciaría con el proceso de venta de bonos del gobierno británico, a partir de la última semana de septiembre, por un monto de alrededor de £80.0 millardos, durante un periodo de 12 meses, dependiendo de la evolución de las condiciones económicas; sin embargo, en septiembre, ante el incremento en los precios de los activos financieros registrado en ese mes, el cual se encontraba afectando particularmente a la deuda pública del gobierno del Reino Unido a largo plazo, decidió realizar compras de bonos del gobierno británico a plazos mayores de 20 años, en el mercado secundario, por el periodo comprendido del 28 de septiembre al 14 de octubre de 2022, por un monto de £5.0 millardos diarios, con el propósito de reestablecer el funcionamiento del mercado y reducir cualquier riesgo de contagio para las condiciones crediticias de los hogares y las empresas, señalando que pospondría el inicio de la venta de bonos del gobierno británico e iniciaría con las mismas a partir del 1 de noviembre de 2022.

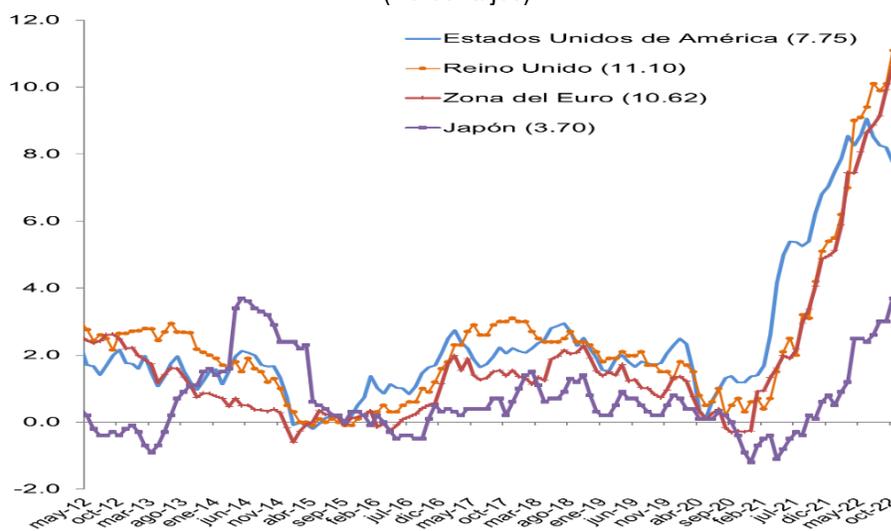
³² La facilidad repo del Eurosistema para bancos centrales (*EUREP*, por sus siglas en inglés) fue implementada en junio de 2020 como mecanismo de respaldo de carácter preventivo para afrontar las necesidades de liquidez en euros, relacionadas con la pandemia fuera de la Zona del Euro, permitiendo a un amplio conjunto de bancos centrales obtener financiamiento en euros a cambio de deuda denominada en euros emitida por gobiernos centrales e instituciones supranacionales de la Zona del Euro.

³³ El 8 de septiembre de 2022, el gobierno británico anunció la implementación de la Garantía de Precios de la Energía que limitaría los precios de los productos energéticos a £2,500.00 para los hogares, a partir de octubre por un periodo de dos años; mientras que para las empresas los limitará a niveles similares durante seis meses que será revisado cada tres meses.

En Japón, la inflación intensificó la tendencia al alza iniciada desde el cuarto trimestre de 2021, ubicándose en 3.70% en octubre, debido al incremento de los precios de los productos energéticos y de los alimentos. En ese sentido, el Comité de Política del Banco de Japón (*BOJ*, por sus siglas en inglés) indicó que la inflación seguiría incrementándose en meses posteriores, a medida que continúe aumentando el precio internacional de las materias primas, principalmente del petróleo y los alimentos. Asimismo, enfatizó que continuaría con la implementación del programa de flexibilización monetaria de forma sostenida, con el propósito de preservar la estabilidad de precios, consistente con su objetivo de inflación de 2.0%; en tanto que señaló que seguirá comprando deuda pública en montos ilimitados para mantener en torno a cero por ciento el rendimiento de los bonos a 10 años. En ese contexto, indicó que continuaría respaldando el financiamiento a empresas afectadas por la crisis sanitaria del COVID-19, hasta septiembre de 2022, mediante el Programa Especial de Apoyo al Financiamiento en Respuesta al Coronavirus, realizando compras de deuda corporativa en montos ilimitados, a una tasa de interés de 0.0%, con vencimiento de hasta un año y proveyendo moneda extranjera de forma ilimitada. En su reunión de septiembre, decidió ampliar dicho plazo por tres meses para la deuda respaldada por el gobierno y por seis meses para la no respaldada por el gobierno japonés, a efecto de culminar con las compras en diciembre de 2022 y marzo de 2023, respectivamente. Además, señaló que continuaría con las compras de fondos de inversión inmobiliaria hasta por ¥180.0 billones y que mantendría las compras de bonos comerciales y corporativos, hasta por ¥20.0 billones, con vigencia hasta marzo de 2022. En su reunión de marzo, indicó que reduciría gradualmente el ritmo de compra de esos activos financieros a partir de abril, a niveles similares a los registrados previos a la pandemia del COVID-19, hasta ubicarlos en alrededor de ¥2.0 billones para el caso de los bonos comerciales y de ¥3.0 billones para los bonos corporativos.

Gráfica 11

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2012-2022
(Porcentajes)



(1) Datos a octubre de 2022.
Fuente: Bancos centrales.

Las considerables presiones inflacionarias experimentadas en las economías de mercados emergentes y en desarrollo desde mediados de 2021, incluyendo las principales economías de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, se intensificaron durante el primer semestre de 2022, debido a la prolongación del conflicto



bélico entre Rusia y Ucrania, que impactó directamente sobre el precio internacional del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas. Adicionalmente, las interrupciones en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro originadas por el incremento de la demanda de productos, resultado de la recuperación económica a nivel mundial durante 2021, se agudizaron, debido, principalmente, a los confinamientos en algunas de las principales ciudades de la República Popular China, bajo la política “cero tolerancia al COVID-19”, en donde operan centros logísticos de importancia a nivel mundial. No obstante, en la segunda parte de 2022 se observó una moderación del efecto en los precios internacionales de los alimentos y la energía, lo cual contribuyó a que, en algunos países, el ritmo inflacionario se moderara y descendieran las expectativas de inflación. En ese contexto, la mayoría de los bancos centrales de este grupo de economías continuó durante la primera mitad de 2022 con un ciclo de endurecimiento de la postura de política monetaria, iniciado desde el año anterior, con el objetivo de estabilizar el nivel general de precios en sus economías y anclar las expectativas de inflación; en tanto que, en la segunda parte del año, en algunas economías dicho ciclo se pausó o desaceleró, ante la alta incertidumbre que prevalece respecto al comportamiento futuro de la inflación.

En la República Popular China, contrario a lo que ocurre en la mayoría de economías, la inflación se mantuvo en niveles por debajo de la meta establecida por el gobierno para 2022 (3.00%) ubicándose en 2.10% en octubre, debido a las menores presiones inflacionarias por el lado de la demanda, ante las perturbaciones en la actividad económica provocadas por nuevos brotes de COVID-19, la reducción de la inversión en el sector inmobiliario y el recorte de la inversión pública, lo cual, aunado a los menores precios de los alimentos, especialmente de la carne de cerdo, compensaron parcialmente el alza observada en los precios de los combustibles y otras materias primas. En ese contexto, a finales de 2021 el Banco Popular de China decidió realizar una expansión adicional de la política monetaria, considerada dentro de los objetivos de flexibilidad y estabilidad, en el Plan de Evaluación Macropudencial (*MPA*, por sus siglas en inglés) y en su reunión de enero de 2022 continuó con dicha flexibilización y redujo su tasa de interés de referencia en 10 puntos básicos, ubicándola en 3.70% y manteniéndola en dicho nivel en sus reuniones mensuales desde febrero hasta julio, reduciéndola nuevamente en 5 puntos básicos en su reunión de agosto, al ubicarla en 3.65%, nivel que mantuvo en las reuniones posteriores de septiembre, octubre y noviembre. Adicionalmente, el referido Banco Central anunció que, de conformidad con la ley, transferiría al gobierno central CN¥1,000.0 millardos (alrededor de US\$158.0 millardos) durante 2022 como parte de los excedentes netos acumulados durante los últimos años, que serían utilizados para brindar soporte a las empresas y estabilizar el empleo, lo cual, junto a la ampliación de las “herramientas estructurales de política monetaria” que establece nuevos programas de préstamos por un monto de CN¥100.0 millardos (alrededor de US\$15.0 millardos) dirigidos a los sectores más afectados por la política “cero tolerancia al COVID-19”; así como la disposición directa de CN¥1,000.0 millardos (alrededor de US\$148.0 millardos) e indirecta de CN¥250.0 millardos (alrededor de US\$34.5 millardos) para el sector inmobiliario, reflejan la mayor atención del Banco Central en estabilizar el crecimiento de la economía.

En México, el ritmo inflacionario se incrementó durante lo transcurrido de 2022, llegando a alcanzar un máximo de 8.70% en agosto y septiembre; en tanto que en octubre registró un leve descenso al ubicarse en 8.41%, aún por arriba de la meta de inflación establecida por el Banco de México (3.0% +/- 1 punto porcentual) debido, principalmente, a choques internos, derivados de los efectos remanentes de la emergencia sanitaria por la pandemia del COVID-19 y a choques externos que generaron presiones inflacionarias a nivel mundial, aspectos que han provocado alzas en los precios de los productos energéticos, los alimentos y algunos servicios. En dicho contexto, el Banco de México, en sus reuniones de febrero, marzo y mayo, decidió incrementar en 50 puntos básicos, en cada ocasión, la tasa de interés de referencia; no obstante, en sus reuniones de junio, agosto, septiembre y noviembre la incrementó en 75 puntos básicos

en cada ocasión, ubicándola en 10.00%, considerando que las presiones inflacionarias han sido de una magnitud y duración mayor a la esperada, con lo cual las expectativas inflacionarias de corto plazo continúan sesgadas al alza.

En Brasil, los choques de oferta de origen interno y externo, provocaron un incremento en los precios de diversos productos, destacándose los precios de los energéticos, lo cual provocó que la inflación promediara más de 11.00% en el primer semestre del año, acompañada de un rápido y persistente deterioro de las expectativas inflacionarias. No obstante, en la segunda parte de 2022 la inflación se desaceleró, y en octubre se ubicó en 6.47%, debido, principalmente, a la disminución de los costos de transporte ante las medidas fiscales que propiciaron la rebaja de los precios de los combustibles, aunque la inflación todavía permanece por arriba de la meta establecida por el Banco Central de Brasil (3.50% +/- 1.5 puntos porcentuales). En este contexto, el Comité de Política Monetaria (COPOM) de dicho Banco Central decidió incrementar la tasa de interés SELIC (de política monetaria) en 150 puntos básicos en su reunión de febrero; en 100 puntos básicos en cada una de sus reuniones de marzo y mayo; y en 50 puntos básicos en sus reuniones de junio y agosto, hasta ubicarla en 13.75%; manteniéndola en dicho nivel en sus reuniones de septiembre y octubre, manifestando que podría permanecer en dicho nivel por un periodo prolongado para garantizar la convergencia de la inflación a su meta y el anclaje de las expectativas inflacionarias; además, no descarta la reanudación del ciclo de alzas a la tasa SELIC si el proceso desinflacionario no transcurre de acuerdo a lo esperado.

En Chile, la inflación en octubre de 2022 mostró una leve desaceleración al ubicarse en 12.81%, después de registrar los niveles más altos de casi tres décadas, aunque continuó ubicándose por encima de la meta establecida por el Banco Central (inflación de 3.0% proyectada a dos años³⁴), impulsada, principalmente, por los choques de origen externo y por el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios internos, que han provocado aumentos significativos en el precio de los combustibles, de los alimentos y de algunos servicios. En este contexto de fuertes presiones inflacionarias, el Banco Central de Chile incrementó su tasa de interés de política monetaria en 150 puntos básicos en cada reunión celebrada en enero y marzo de 2022; asimismo, en su reunión de mayo la incrementó en 125 puntos básicos, en sus reuniones de junio y julio en 75 puntos básicos, en cada ocasión, en 100 puntos básicos en su reunión de septiembre y 50 puntos básicos en la reunión de octubre, ubicándola en 11.25%, considerado el nivel máximo para dicha tasa en el actual ciclo de alzas iniciado a mediados del año previo, el cual podría mantenerse durante un periodo prolongado para asegurar la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte relevante para la política monetaria.

En Colombia persistió la tendencia al alza de la inflación, alcanzando en noviembre un nivel de 12.53%, derivado de la prolongación de los choques de oferta tanto internos como externos, que han incrementado los precios de algunos alimentos, de los productos derivados del petróleo, y de la tarifa eléctrica, aunado a las presiones provenientes del traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios internos. En cuanto a la política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República continuó con el proceso de ajuste de la política monetaria para garantizar el retorno de la inflación a su meta de 3.00% +/- 1.0 punto porcentual, en el mediano plazo. En ese contexto, en sus reuniones de enero, marzo y abril de 2022, incrementó la tasa de interés en 100 puntos básicos, en cada ocasión, mientras que en sus reuniones de junio y julio la incrementó en 150 puntos básicos en cada ocasión, volviéndola a incrementar en 100 puntos básicos en cada una de sus reuniones de septiembre y octubre, hasta ubicarla en 11.00%, considerando que con dichos ajustes la política monetaria alcance un sesgo contractivo, con el cual se espera garantizar la convergencia de la inflación a su meta.

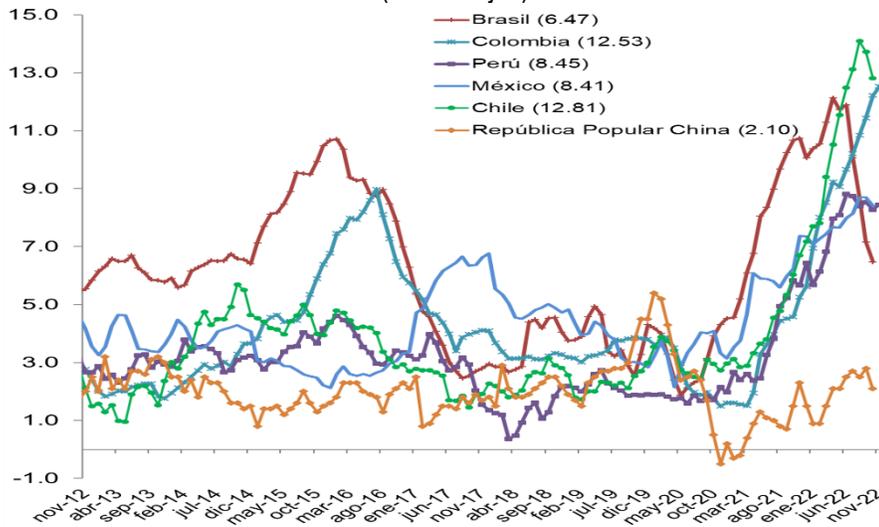
³⁴ Para cumplir con el objetivo de estabilidad de precios, el Banco Central de Chile a partir de enero de 2021 se planteó como meta explícita que la inflación proyectada a dos años plazo se ubique en 3.0%.



En Perú, durante la primera parte de 2022 el ritmo inflacionario se incrementó respecto del cierre de 2021 (6.43%) llegando a alcanzar un máximo de 8.81% en junio, en tanto que, en la segunda parte del año, aunque continuó elevada, registró una leve desaceleración y en noviembre se ubicó en 8.45%, aún por arriba de la meta establecida por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%), impulsado, fundamentalmente, por los choques externos que provocaron un aumento significativo en los precios de los alimentos y los combustibles. En ese contexto de presiones inflacionarias, el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú en sus reuniones mensuales de enero a agosto de 2022 decidió continuar con el proceso de normalización de la postura de la política monetaria, iniciado el año anterior, incrementando la tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos en cada ocasión, ubicándola en 6.50%; en tanto que en sus reuniones de septiembre, octubre y noviembre, redujo la magnitud de los aumentos a 25 puntos básicos en cada reunión, ubicando dicha tasa en 7.25%, ante el entorno de alta incertidumbre que existe sobre las perspectivas de inflación y sobre la actividad económica.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo (1)
2012-2022
(Porcentajes)



(1) Datos a octubre de 2022. Colombia y Perú a noviembre.
Fuente: Bancos centrales.

Por su parte, en la mayoría de países de Centroamérica y la República Dominicana, la inflación experimentó una fuerte tendencia al alza durante 2022, derivado, principalmente, de los choques externos reflejados en los incrementos de los precios internacionales de los derivados del petróleo, de los alimentos y de otros productos, principalmente de origen importado; no obstante, aunque en algunos países el ritmo inflacionario ha empezado a moderarse ante el descenso de los precios de los combustibles, en otros factores internos continúan impulsando la inflación, provocando que en todos los países la inflación permanezca en niveles superiores a las metas definidas por sus respectivos bancos centrales, como lo es el caso de Guatemala, Honduras, Costa Rica y la República Dominicana; en tanto que en El Salvador la inflación registra niveles por arriba de lo proyectado para 2022. En cuanto a la postura de política monetaria, el Banco de Guatemala en sus reuniones de mayo y junio de 2022 aumentó en 25 puntos básicos en cada ocasión el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, en sus reuniones de agosto y septiembre la incrementó en 50 y

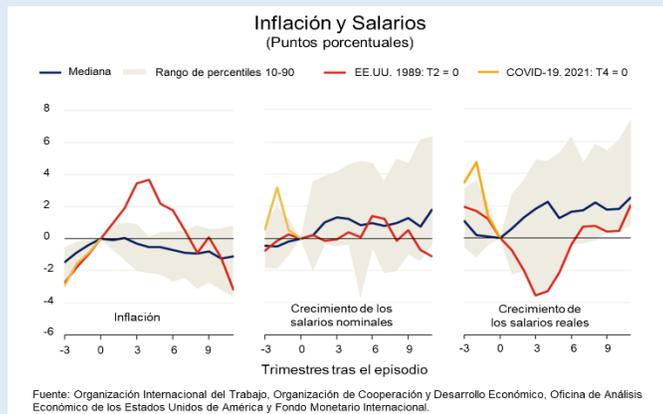
25 puntos básicos, respectivamente, en tanto que en su reunión de noviembre la incrementó en 75 puntos básicos, ubicándola en 3.75%; por su parte, el Banco Central de Honduras ha mantenido su tasa de interés de política monetaria en 3.00% desde finales de 2020; en tanto que el Banco Central de Costa Rica, en sus reuniones de enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre y octubre de 2022 la incrementó en 50, 75, 150, 150, 200, 100 y 50 puntos básicos, respectivamente, hasta situarla en 9.00%; mientras que el Banco Central de la República Dominicana, en sus reuniones de política monetaria de enero y marzo de 2022, incrementó su tasa de interés de política en 50 puntos básicos en cada reunión, volviéndola a incrementar en sus reuniones de mayo, junio, julio, en 100, 75 y 50 puntos básicos respectivamente; en tanto que, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre la incrementó en 25 puntos básicos en cada oportunidad, ubicándola en 8.50%. Vale destacar que el propósito de las decisiones de los bancos centrales se ha enfocado en preservar la estabilidad de precios y mantener ancladas las expectativas de inflación ante las fuertes y persistentes presiones y elevados riesgos inflacionarios que afrontan la mayoría de las economías a nivel mundial.

RECUADRO 5 EL RIESGO DE UNA ESPIRAL INFLACIONARIA (PRECIOS-SALARIOS) PARECE CONTENIDO A PESAR DE LOS ELEVADOS NIVELES DE INFLACIÓN

En algunas economías, la inflación está registrando los niveles más altos observados en las últimas cuatro décadas; en tanto que, la escasez de mano de obra ha incrementado los ingresos salariales, lo cual ha generado la preocupación de que estas condiciones se refuercen recíprocamente y den lugar a una espiral inflacionaria, en la que la inflación provoca un mayor crecimiento de los salarios y, esto a su vez, podría dar lugar a un aumento de la inflación, y así sucesivamente.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el riesgo que se produzca una espiral inflacionaria es limitada debido a tres factores fundamentales: i) los choques subyacentes de inflación no provienen del mercado laboral; ii) la caída de los salarios reales contribuye a reducir las presiones en los precios; y iii) los bancos centrales están endureciendo la política monetaria más rápido de lo esperado.

El análisis del FMI indica que se identificaron 22 casos en donde la inflación estaba aumentando y el crecimiento de los salarios era positivo, mientras que los salarios reales y la tasa de desempleo disminuían o no variaban en las economías avanzadas. En ese sentido, el FMI determinó que estos episodios no dieron lugar, en términos generales, a espirales de precios y salarios, incluso encuentran que la inflación disminuyó en los trimestres subsiguientes y los salarios nominales crecieron de forma gradual, lo que ayudó a la recuperación de los salarios reales.



En efecto, aunque los choques inflacionarios que están afectando a las economías alrededor del mundo son inusuales, las conclusiones mostradas ofrecen evidencia que las espirales sostenidas de precios y salarios son poco comunes. Sin embargo, esto no descarta la necesidad de estar atento de parte de las autoridades económicas, dado que han existido diferencias entre episodios y los resultados de algunos de estos no han sido favorables. Por ejemplo, después de 1979, cuando la economía estadounidense se vio golpeada por aumentos de precios del petróleo, la inflación en los Estados Unidos de América siguió aumentando y los salarios reales cayeron durante un tiempo. La trayectoria de la inflación solo cambió cuando se incrementó considerablemente la tasa de interés.

En ese contexto, la formación de las expectativas tiene mucha importancia en la dinámica de los salarios y los precios, dado que afecta a las medidas que deben adoptar las autoridades económicas después de un choque inflacionario. Según el FMI, cuando las empresas y los hogares prevén que la inflación futura sea igual que la actual, el choque inflacionario puede dar lugar a que los trabajadores exijan más salario para compensar la inflación futura que perciben como alta. Este tipo de proceso retrospectivo de expectativas (adaptativas) puede dar lugar a un aumento de la inflación y a que ésta se sitúe por encima de la meta de inflación del banco central durante un periodo prolongado, aunque no se produzcan nuevos choques de precios.

En cambio, cuando las expectativas reflejan toda la información económica disponible (racionales) las empresas y los hogares ven el choque de salarios y precios como temporal, lo que da lugar a que el crecimiento de los salarios y la inflación vuelvan con rapidez a su meta y se mantengan ancladas las expectativas de inflación. En la mayoría de casos, la realidad se sitúa en algún lugar entre estos dos extremos; las empresas y los hogares se fijan en lo que sucedió en el pasado (dando mayor peso a los últimos trimestres) para aprender sobre la estructura de la economía y realizar predicciones de las futuras inflaciones. En este caso, el crecimiento de los salarios y la inflación puede necesitar más tiempo para que las expectativas de inflación vuelvan a la meta del banco central que cuando las expectativas son racionales, pero menos que cuando son plenamente adaptativas.

En todos los casos, los salarios reales tienden a caer inicialmente debido a que la inflación supera ampliamente el crecimiento de los salarios, lo que contribuye a compensar parte del choque de costos que acelera la inflación y contrarresta la espiral de precios y salarios. Pero, si los choques inflacionarios provienen del mercado laboral, como sería un aumento brusco e inesperado de los salarios nominales, podrían moderarse los efectos de la caída de los salarios reales y tanto el crecimiento de los salarios como la inflación aumentarían durante un periodo de tiempo más prolongado.

Para las autoridades monetarias, entender el proceso de expectativas es fundamental. Cuando las expectativas son más adaptativas que racionales, el endurecimiento de la política monetaria deberá ser más fuerte y concentrarse en el inicio para dar respuesta al choque de inflación, también debe involucrar comunicaciones claras del banco central. En ese sentido, las recientes medidas de endurecimiento adoptadas por la mayoría de los bancos centrales alrededor del mundo, ajustadas a las circunstancias específicas de cada economía, son alentadoras, dado que estas medidas contribuirán a evitar que la inflación se eleve y que se desvíe de su meta por un tiempo más prolongado.

Fuente: *International Monetary Fund* (2022). "Wage-Price Spiral Risks Appear Contained Despite High Inflation". Bluedorn, John. Octubre.

B. ENTORNO INTERNO

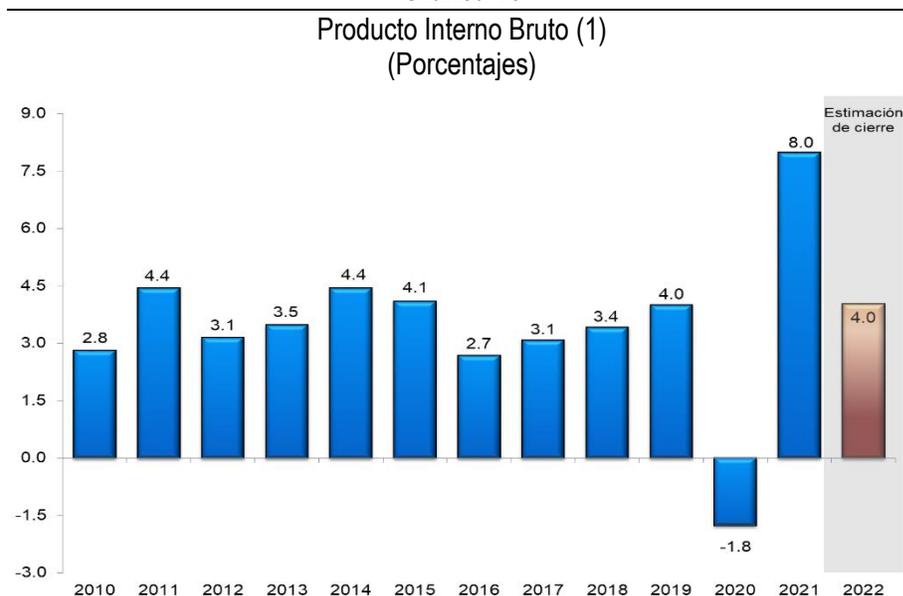
1. Actividad económica

a) Producto interno bruto

Luego de la contracción del Producto Interno Bruto (PIB) registrada en 2020, resultado de la desaceleración de la economía mundial y de las medidas sanitarias para contener la propagación del COVID-19, el proceso de recuperación de la actividad económica se consolidó en 2021 y se prevé que se mantenga el impulso económico en 2022. En efecto, el PIB observado en el segundo trimestre de 2022 registró una tasa de crecimiento interanual de 4.1%, inferior a la observada en el mismo trimestre del año anterior (15.4%), cuya elevada variación obedeció a la recuperación observada luego de los efectos económicos adversos provocados por la pandemia del COVID-19. El resultado del segundo trimestre de 2022 se asocia al aumento de la demanda interna, así como de la demanda externa de bienes y servicios.

En este contexto, la estimación de cierre para 2022 prevé un crecimiento del PIB de 4.0%, dicho comportamiento se explica por el incremento observado en el consumo privado y público, así como en la inversión, particularmente, la generada por la construcción; en adición, a la mayor demanda externa de bienes y servicios, principalmente de los socios comerciales del país. En tanto que, por el origen de la producción, se ha observado un crecimiento positivo en la mayoría de actividades económicas. Lo anterior, a pesar de que el desempeño económico nacional estuvo sujeto a diversos riesgos, fundamentalmente, aquellos relacionados con los efectos adversos asociados a la guerra entre Rusia y Ucrania y el endurecimiento acelerado de las condiciones financieras internacionales, así como de la evolución de la pandemia y el surgimiento de nuevas variantes del COVID-19.

Gráfica 13



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

Con respecto a las condiciones de demanda, para 2022 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 2.9%, impulsado por la evolución positiva del consumo privado, asociado al crecimiento del empleo formal, de los sueldos y salarios, las remesas familiares y del mantenimiento de condiciones crediticias favorables. Por su parte, se



estima un incremento en el gasto de consumo del gobierno general, resultado de la mayor ejecución de los renglones de remuneraciones y de bienes y servicios por parte de la Administración Central. En cuanto a la inversión, se prevé un crecimiento de 1.6%, explicado por el incremento de la construcción de edificaciones privadas (residenciales y no residenciales) y de la construcción de infraestructura pública.

Con relación a la demanda externa, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para el presente año, permiten prever que las exportaciones de bienes y servicios crezcan 5.5% en términos reales, asociado al incremento del volumen exportado de azúcar; banano; grasas y aceites comestibles; frutas frescas, secas o congeladas; entre otros, así como por la mayor prestación de servicios de centros de llamadas (*call centers*), de manufactura de prendas de vestir (maquila) y los relacionados con el turismo. Respecto a las importaciones de bienes y servicios, estas crecerían 0.7% en términos reales, por el incremento esperado, principalmente, en el volumen importado de bienes de consumo, de materias primas y productos intermedios, así como de servicios relacionados con el turismo y el transporte (de carga y de pasajeros).

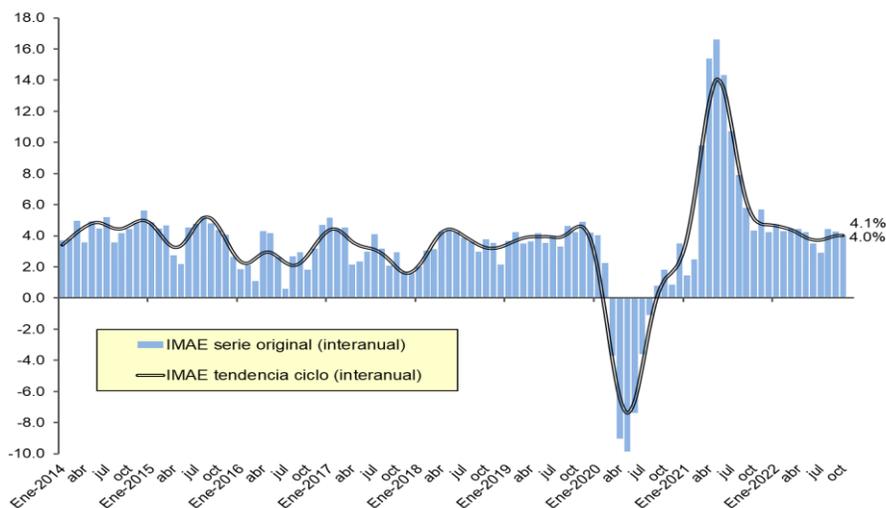
En cuanto a los sectores productivos, para 2022 se prevén tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas (con excepción de la actividad de explotación de minas y canteras), destacando el incremento esperado en el comercio y reparación de vehículos; industrias manufactureras; actividades inmobiliarias; actividades de alojamiento y de servicio de comidas; construcción; actividades financieras y de seguros; y agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, las que en conjunto explicarían alrededor del 74% de la tasa de crecimiento del PIB real estimado para 2022.

b) Otros indicadores de actividad económica

El Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) registró en octubre de 2022 una tasa de variación interanual de 4.1% (4.3% el mismo mes del año previo), explicado por el crecimiento de las actividades económicas siguientes: comercio y reparación de vehículos; construcción; actividades de alojamiento y de servicio de comidas; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; industrias manufactureras; y, actividades de servicios administrativos y de apoyo. Asimismo, la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 4.0%, la cual es congruente con la estimación de cierre del crecimiento del PIB anual para 2022 (4.0%).

Gráfica 14

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

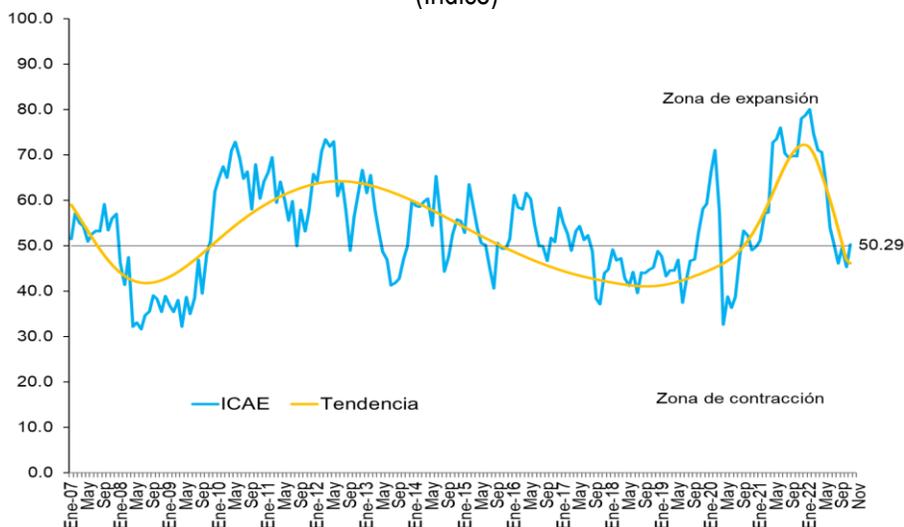


(1) Base 2013 = 100.
(2) Con información a octubre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), éste se ubicó en 50.29 puntos en noviembre, inferior al nivel observado en el mismo mes del año anterior (78.01 puntos), pero superior al nivel observado en octubre de 2022 (45.33 puntos), situándose en zona de expansión (por arriba 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. Los resultados de noviembre se encuentran en línea con las expectativas del referido panel respecto del crecimiento económico, previstas para 2022 y 2023, las cuales aumentaron en comparación con las proyecciones efectuadas el mes previo para 2022 y 2023.

Gráfica 15

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



(1) Con información a noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

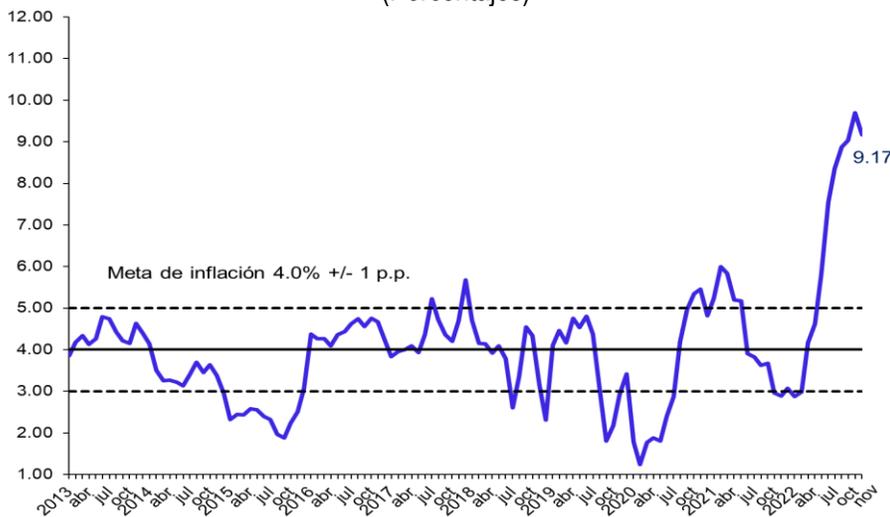


2. Inflación

A noviembre de 2022, el ritmo inflacionario, como se había previsto, continuó registrando aumentos importantes, por lo que la inflación se ubicó en 9.17%, la segunda tasa más elevada desde diciembre de 2008 y por arriba de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1.0 punto porcentual). En este sentido, cabe indicar que el evento externo más relevante que se observó desde el primer semestre del año es el de la guerra Rusia - Ucrania, que junto a la continuidad de la pandemia del COVID-19, ha generado un fuerte proceso inflacionario que está afectando a todos los países, derivado del marcado aumento tanto del precio petróleo y sus derivados como del precio de algunas de las principales materias primas (particularmente alimentos). Por su parte, las expectativas de inflación a 12 meses y a 24 meses se sitúan en 6.27% y 4.80%, respectivamente, destacando que las de 12 meses se ubican arriba del margen superior de tolerancia del rango meta de inflación, mientras que las expectativas a 24 meses permanecen dentro de dicho rango, lo que demuestra la credibilidad de los agentes económicos en la política monetaria.

Gráfica 16

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2022.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

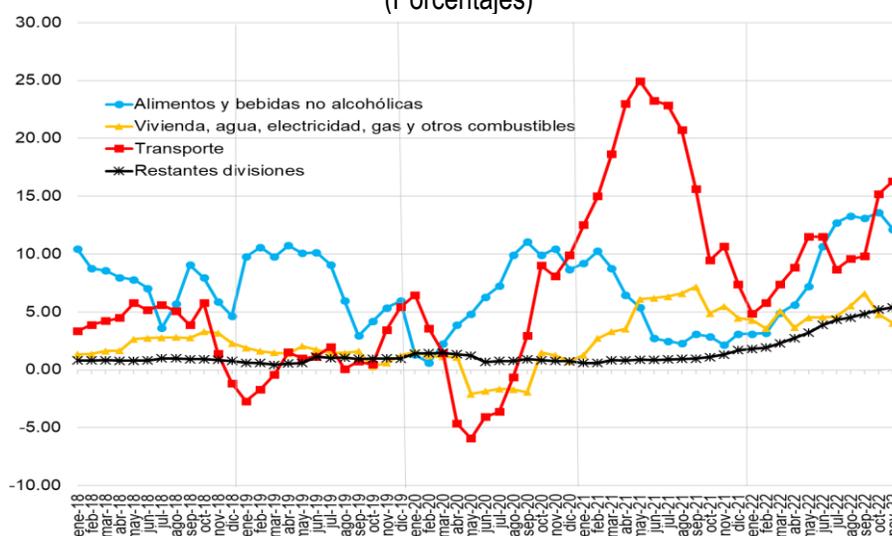
La evolución de la inflación en Guatemala durante los dos años previos fue afectada por diversos factores, destacando los choques de oferta y de demanda asociados a la pandemia del COVID-19, que afectaron rubros específicos de los alimentos y los energéticos, provocando, durante 2020, importantes incrementos que ocasionaron que el ritmo inflacionario se situara, algunos meses, por arriba de la meta establecida por la autoridad monetaria. En 2021, la disipación de los choques de oferta observados el año anterior, provocó que la inflación reflejara una importante desaceleración; sin embargo, el comportamiento de las principales divisiones de gasto ha sido heterogéneo. En este sentido, destacaron las alzas observadas en las divisiones de gasto asociadas a energéticos, como el transporte y la vivienda, por su estrecha relación con los precios internacionales del petróleo y sus derivados, los cuales aumentaron sostenidamente desde el segundo semestre de 2020. Cabe indicar que, durante el primer semestre del presente año, el precio internacional del petróleo registró nuevamente alzas significativas, derivado, como se indicó, del conflicto entre Rusia y Ucrania, que también afectó considerablemente el precio de otras materias primas, particularmente algunos alimentos, de los cuales estos países son importantes productores y exportadores a nivel mundial; mientras que en el

tercer trimestre del año, la expectativa de un deterioro en la actividad económica mundial y la caída en la demanda de crudo por parte de la República Popular China, provocaron una importante reducción en el precio internacional del petróleo y de sus derivados, así como de otras materias primas. No obstante, en lo que va del cuarto trimestre las expectativas de reducción de la producción por parte de la OPEP+ y la perspectiva de los problemas energéticos en Europa por la suspensión de las importaciones rusas de petróleo y otros energéticos impulsaron el precio al alza, a la vez que las perspectivas menos favorables del desempeño económico a nivel mundial están presionando el precio hacia la baja, lo que ha resultado en una considerable volatilidad en el precio sin una tendencia definida. Por su parte, el rubro de alimentos que había presentado importantes moderaciones en sus tasas de crecimiento el año anterior, a partir de marzo de 2022 empezó a registrar incrementos considerables, particularmente en los grupos de gasto de hortalizas, de legumbres y tubérculos, de pan y cereales, y de carnes, que han provocado que el comportamiento de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas también sea relevante.

A noviembre de 2022, el comportamiento de la inflación se explica, principalmente, por el incremento en los precios medios de algunos rubros de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas; de transporte; y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, destacando algunos productos agropecuarios y los energéticos; aunque, también se están registrando alzas considerables en las divisiones de gasto de restaurantes y hoteles; de muebles y artículos para el hogar; de bebidas alcohólicas y tabaco; y de bienes y servicios diversos.

Gráfica 17

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



(1) Con información a noviembre de 2022.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

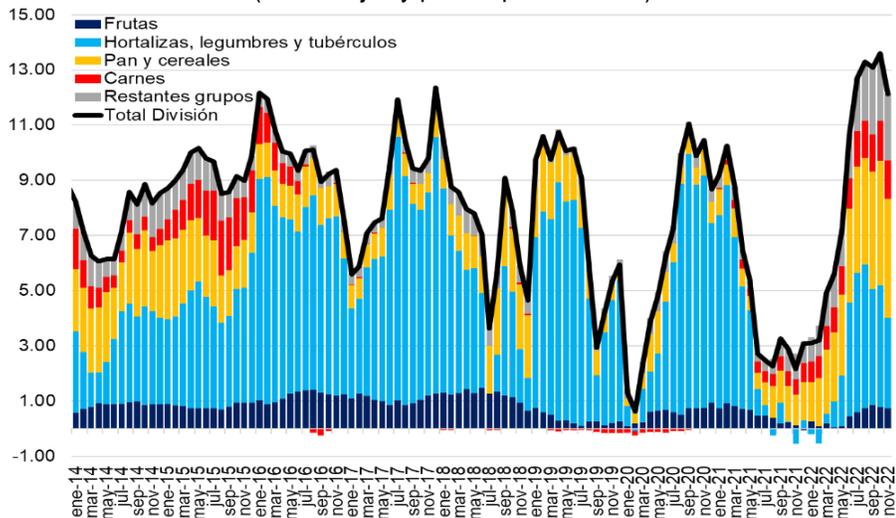
La división de alimentos y bebidas no alcohólicas presentó a noviembre de 2022 una variación interanual de 12.13%, explicada, principalmente, por los incrementos registrados en los grupos de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, de pan y cereales, y de carnes. En efecto, el grupo de gasto de hortalizas, de legumbres y tubérculos, registró a noviembre de 2022 una variación interanual de 9.45%, atribuida principalmente, al incremento en el precio medio del tomate, la cebolla, el frijol y la papa, asociados a una menor oferta en el mercado interno y el aumento en los costos de transporte. En el caso del tomate, su incremento se explica por la estacionalidad de la producción al encontrarse en una fase baja desde mayo, limitando la oferta disponible; sin embargo, desde octubre esta situación continúa revirtiéndose,



aunque moderadamente. Respecto de la cebolla, se registró un menor ingreso de producto de origen mexicano en meses previos. En el caso del frijol, debido a la estacionalidad de su producción, la cual continúa en una fase media, siendo el mercado abastecido con inventarios. En el caso de la papa, se explica por una producción más baja de lo esperado en algunas de las principales zonas productoras. En lo que se refiere al grupo de gasto de pan y cereales, éste registró a noviembre una tasa de variación interanual de 16.04%, la segunda mayor tasa registrada para dicho rubro desde enero de 2012, influenciado, principalmente, por el incremento en el precio medio del maíz, de los productos de tortillería y del pan. En el caso del maíz, su incremento continúa respondiendo a factores estacionales de la producción por encontrarse la misma en una fase media en meses previos, por lo que el mercado fue abastecido con inventarios, así como por el alza en los precios del transporte y de los fertilizantes. Referente a los productos de tortillería, su incremento se explica por las alzas registradas en sus materias primas, destacando el maíz, la harina de maíz y el gas propano. Por su parte, el incremento en el precio medio del pan se explica por la considerable alza registrada en el precio internacional del trigo desde el año anterior y que se aceleró durante el primer semestre del año, asociado al conflicto entre Rusia y Ucrania, dado que estos países exportan en conjunto alrededor del 30.0% del cereal a nivel mundial; es importante destacar que, si bien en el tercer trimestre del año se observó una baja en el precio internacional del trigo, en el cuarto trimestre volvió a registrar un alza moderada respecto a lo observado a finales de septiembre. El grupo de gasto de carnes, mostró una tasa interanual de 11.26% a noviembre, la segunda mayor tasa registrada para la presente base del IPC y se explica por el incremento en el precio medio de la carne de res y de la carne de pollo, asociado, principalmente, al incremento en los costos de transporte; y en el caso de la carne del pollo, también incidió el incremento registrado en el precio internacional del maíz amarillo, lo cual afectó el precio de los concentrados. Es importante hacer notar que en la división de alimentos se han evidenciado efectos de segunda vuelta relevantes, particularmente a partir de junio de 2022.

Gráfica 18

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



(1) Con información a noviembre de 2022.

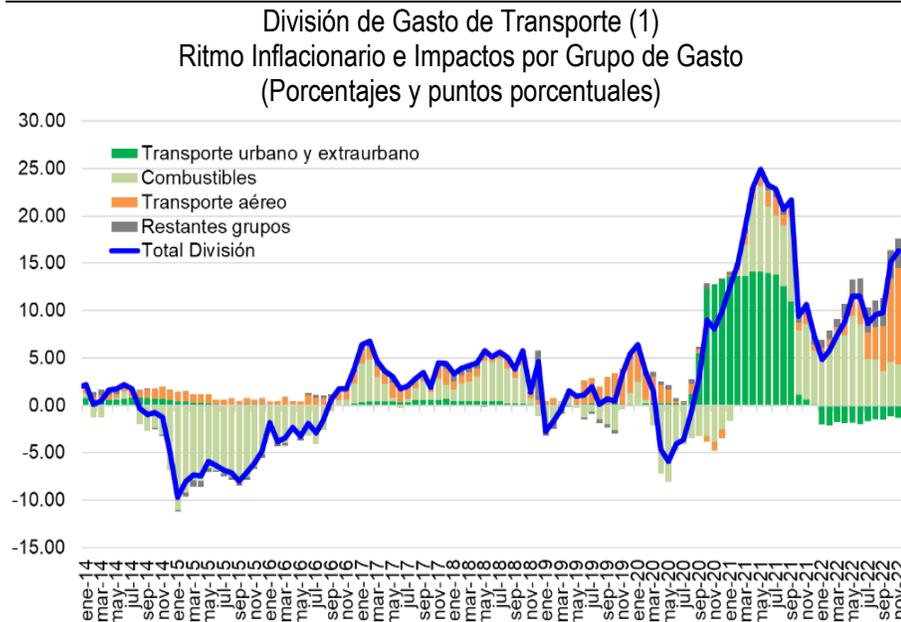
Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

La división de gasto de transporte registró una tasa de variación interanual de 16.30% a noviembre de 2022, explicada principalmente por el incremento en los precios medios de los combustibles y por el incremento en el servicio de

transporte aéreo de pasajeros, los cuales fueron moderados, parcialmente, por la caída registrada en el servicio de transporte terrestre de pasajeros. En efecto, los precios de la gasolina superior, de la gasolina regular y del diésel han registrado incrementos sostenidos desde finales del año anterior, resultado del aumento en el precio internacional del petróleo, que a su vez está asociado a una demanda más dinámica por la recuperación de la actividad económica mundial, en un entorno de oferta restringida por los recortes a la producción ocurridos desde 2020 por la pandemia del COVID-19. Asimismo, el conflicto entre Rusia y Ucrania provocó que algunas economías importantes impusieran sanciones económicas a Rusia, generando la expectativa de una menor oferta en el mercado mundial de energéticos, impulsando los precios internacionales a máximos históricos desde la crisis de materias primas de 2008. Lo anterior provocó que en el mercado interno se registraran precios récord en las gasolinas superior y regular durante junio de 2022, y en noviembre de 2022 para el combustible diésel, éste último asociado a una importante reducción en los inventarios internacionales³⁵. Vale indicar que la reducción observada en los últimos meses en el precio internacional del petróleo contribuyó a moderar las alzas en los precios de los combustibles; sin embargo, los precios a nivel interno aún se ubican en niveles superiores a los de 2021. En ese contexto, derivado del incremento en el precio interno de las gasolinas y el diésel, el Gobierno de la República solicitó al Congreso de la República la autorización de un apoyo social temporal, el cual fue aprobado el 15 de marzo de 2022 mediante Decreto Número 20-2022, que estableció un apoyo de Q2.50 por galón de gasolina regular y de Q5.00 por galón de diésel, con vigencia a partir del 5 de abril de 2022, por un periodo de dos meses. Posteriormente, considerando que los precios internacionales de los combustibles continuaron su tendencia al alza, dicho apoyo temporal se extendió por otros dos meses más (junio y julio) según Decreto Número 28-2022; en dicha prórroga se amplió la cobertura del apoyo temporal, incluyendo a la gasolina superior e incrementando el aporte a la gasolina regular y el diésel, estableciendo un apoyo de Q5.00 para el galón de gasolina superior y regular y de Q7.00 para el galón de diésel. El 10 de agosto el Congreso de la República aprobó el Decreto 42-2022, Ley de Apoyo Social Temporal a los Consumidores de Combustible Diésel, que establece un aporte al combustible diésel de Q5.00 por galón y que estaría vigente hasta el 30 de septiembre de 2022. Respecto al servicio de transporte aéreo de pasajeros, éste registró incrementos importantes en marzo, abril, junio, julio, octubre y noviembre, atribuido, en parte, a la demanda estacional por la celebración de la Semana Santa, las vacaciones de medio año, así como por el inicio del periodo de vacaciones de fin de año, adicionalmente por el incremento en los combustibles, particularmente durante el primer semestre del año, según información del Instituto Nacional de Estadística (INE). Por su parte, el precio del servicio de transporte de pasajeros terrestre registró una reducción derivado de los menores precios observados en el servicio de transporte de pasajeros extraurbano, resultado del efecto base de comparación de la normalización de dicho servicio, posterior a las restricciones provocadas por la pandemia del COVID-19.

³⁵ El alza en el precio medio del combustible diésel, que incluso lo ha llevado a niveles por encima de los precios de la gasolina regular y superior, responde a una importante disminución en el nivel de los inventarios mundiales derivado, por una parte, por las medidas gubernamentales a nivel mundial para limitar la propagación del COVID-19, destacando el confinamiento y la restricción a la movilidad, que provocó en 2020 una caída en la demanda de refinados, tanto ligeros como pesados, y por consiguiente una acumulación de inventarios, situación que a su vez ocasionó una disminución en el proceso de refinado. Mientras se mantuvieron vigentes dichas medidas, actividades esenciales como el transporte de carga terrestre y marítimo continuaron desarrollándose con menores restricciones, demandando refinados pesados como el diésel y el búnker, demanda que fue cubierta con inventarios, principalmente. Conforme las medidas de confinamiento se fueron flexibilizando y la actividad económica paulatinamente inició a recuperarse, la demanda de refinados ligeros como la gasolina y el keroseno regresaron a la normalidad, sumándose a la demanda de refinados pesados, por lo que el proceso de refinado regresó a un ritmo similar de actividades previas a la pandemia. No obstante, entre 2020 y 2021 se registró el cierre de varias refinerías por su baja productividad a nivel mundial, ocasionando una disminución en la capacidad de refinamiento. Aun cuando el proceso de refinado se ha desarrollado adecuadamente, no ha sido posible recuperar el nivel de inventarios de refinados pesados registrados previo a la pandemia debido a que actualmente se registra una demanda muy dinámica y el proceso de refinado propiamente no permite producir un mayor volumen de refinados pesados respecto del volumen de los refinados ligeros. Por otra parte, en lo que va de 2022, el conflicto Rusia - Ucrania provocó que varias economías occidentales implementaran sanciones contra Rusia, lo que afectó también su sector de refinado, reduciendo la oferta disponible de refinados de dicho país para el mercado mundial, en combinación con la prohibición de algunos países de importar los mismos, tal es el caso de los Estados Unidos de América. Lo anterior, está provocando una importante presión al alza en el precio medio del combustible diésel a nivel mundial, por lo que los precios del mismo están alcanzando máximos históricos e incluso superando el nivel de precios de los refinados ligeros como la gasolina.

Gráfica 19



(1) Con información a noviembre de 2022.

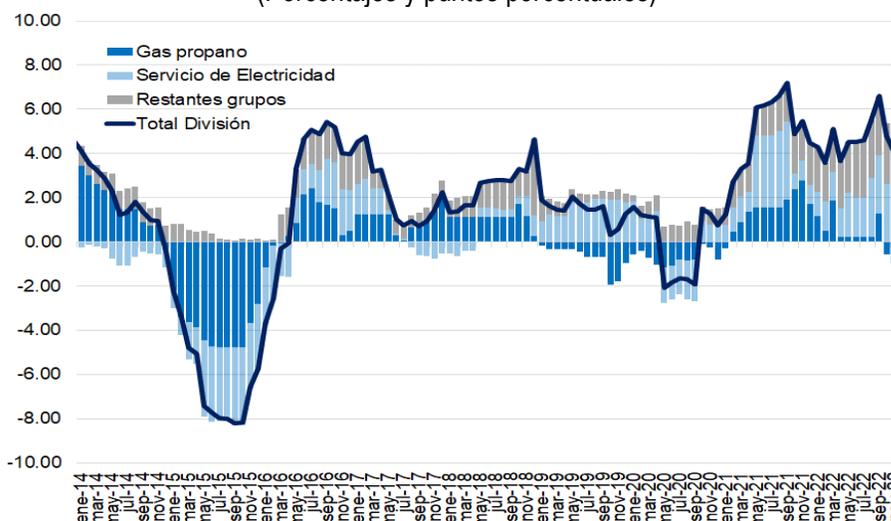
Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

La división de gasto de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles presentó una variación interanual de 4.03% a noviembre de 2022, explicada, por una parte, por el incremento en el precio medio del servicio de electricidad derivado de las alzas a los pliegos tarifarios tanto de la tarifa social como de la tarifa no social para el trimestre de febrero a abril, de mayo a julio y de agosto a octubre del presente año (se destaca que para el trimestre de noviembre de 2022 a enero de 2023 las tarifas permanecerán sin cambios) que se suma a las alzas que se registraron durante 2021, por el aumento en los costos de generación, de acuerdo con la Comisión Nacional de Energía Eléctrica; y, por la otra, por el incremento registrado en el precio medio del gas propano, que a su vez está asociado al alza observada en el precio internacional del petróleo y sus derivados. Sobre el particular, es importante destacar que, en noviembre de 2021, el Congreso de la República aprobó la Ley de Apoyo Social Temporal a los Consumidores de Gas Propano (Decreto Número 15-2021) que estableció una subvención de Q0.80 por libra para las presentaciones de gas propano entre 10 libras y 35 libras por un periodo de tres meses, a partir de noviembre de 2021 y hasta febrero de 2022, lo que contribuyó a limitar el incremento en el precio de este energético. En marzo de 2022, el Congreso de la República extendió el apoyo temporal por tres meses más mediante el Decreto Número 17-2022, el cual estaría vigente entre abril y junio de 2022. Posteriormente, el 3 de junio se aprobó una nueva prórroga de dicho apoyo temporal con vigencia hasta el 31 de agosto, por medio del Decreto Número 33-2022 del Congreso de la República publicado el 14 de junio del presente año. En tanto que, el 19 de septiembre se publicó el Decreto Número 45-2022 que extiende por dos meses más (octubre y noviembre) el apoyo temporal que se brinda al gas propano. El 22 de noviembre, el Congreso de la República aprobó el Decreto Número 55-2022, que fue publicado en el diario oficial el 25 de noviembre, el cual modifica el Decreto Número 45-2022 y que extiende el apoyo social temporal para los consumidores de gas propano durante diciembre de 2022 y enero de 2023, manteniendo la subvención de Q0.80 por libra para las presentaciones entre 10 libras y 35 libras, lo que en conjunto ha contribuido a que el impacto del alza de precios en la inflación se haya contenido completamente. Por otra parte, el Congreso de la República aprobó la Ley de Fortalecimiento al Aporte Social de la Tarifa Eléctrica (Decreto Número 25-2022) en el que se establece una subvención para los consumidores de energía

eléctrica en el rango de 89 a 100 Kwh³⁶ para el periodo de abril a diciembre de 2022. Posteriormente, el 10 de agosto se modificó el decreto antes indicado, ampliando la cobertura del aporte social a los consumidores en el rango de 101 a 125 Kwh, siempre con vigencia hasta finales del presente año.

Gráfica 20

División de Gasto de Vivienda, Agua, Electricidad, Gas y Otros Combustibles (1)
Ritmo Inflacionario e Impactos por Grupo de Gasto
(Porcentajes y puntos porcentuales)



(1) Con información a noviembre de 2022.

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

En cuanto a las otras divisiones de gasto que a noviembre de 2022 registraron alzas importantes, la de restaurantes y hoteles; de muebles y artículos para el hogar; de bebidas alcohólicas y tabaco; y de bienes y servicios diversos mostraron variaciones interanuales superiores al límite superior de la meta de inflación, al ubicarse en niveles de 10.17%, 9.34%, 7.57% y 5.21%, respectivamente. En el caso de la división de gasto restaurantes y hoteles, incidió el incremento de algunos insumos para la elaboración de alimentos. Por su parte, en el caso de la división de gasto de muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar, las principales variaciones se registraron en algunos productos para limpieza y en algunos artículos para el hogar; en tanto que en la de bebidas alcohólicas y tabaco, por el incremento de algunos precios medios de las cervezas, de otras bebidas destiladas y del tabaco. Finalmente, en la división de bienes y servicios diversos, las principales alzas se registraron en algunos artículos para el cuidado personal y en algunos servicios personales.

Por su parte, a nivel de las regiones del país, históricamente la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas ha sido significativamente superior en tres de las ocho regiones, 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); sin embargo, desde 2021 se observó una moderación en el comportamiento de la inflación de los alimentos en dichas regiones, aunque en el presente año se observa nuevamente una tendencia al alza en estas regiones. Por su parte, la Región I, Metropolitana (departamento de Guatemala), también mostró un menor crecimiento durante 2021, lo cual, dada su ponderación dentro

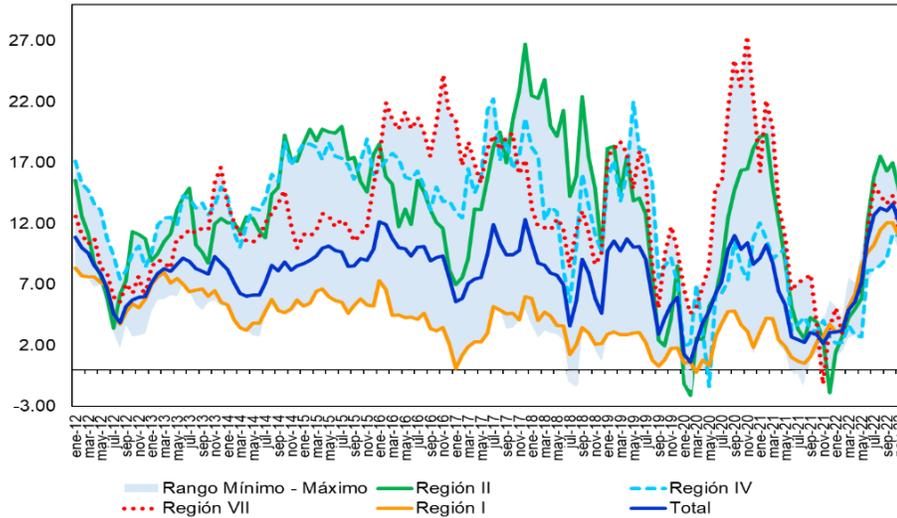
³⁶ Previo a la aprobación de dicha Ley, la cobertura de la Ley de la Tarifa Social abarcaba a los consumidores de 1 a 88 Kwh.



del Índice de Precios al Consumidor (IPC), moderó la inflación de alimentos a nivel nacional; sin embargo, durante el presente año dicha región muestra una tendencia al alza, al igual que lo muestran las regiones antes indicadas.

Gráfica 21

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



(1) Con información a noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Desde inicios de 2021, la inflación a nivel mundial ha mostrado un comportamiento creciente, asociado a la sólida recuperación de las principales economías, luego de los efectos provocados por la pandemia del COVID-19, que presionó los precios internacionales de diversos productos, entre ellos los energéticos, los metales, algunos alimentos y los fertilizantes, en un contexto de problemas en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro, lo que originó desajustes entre la oferta y la demanda y generó fuertes presiones inflacionarias. Posteriormente, a inicios de 2022, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha significado, entre otros, presiones adicionales a los precios internacionales de las materias primas; además, la política “cero tolerancia al COVID-19” en la República Popular China provocó la imposición de medidas de contención en algunas de las principales ciudades e intensificó los problemas en las principales cadenas mundiales de suministro, generando presiones inflacionarias adicionales a nivel mundial.

En el contexto descrito, la inflación a nivel internacional continúa impulsada por incrementos en los costos de producción que se han vuelto más persistentes, por lo que se han empezado a registrar efectos de segunda vuelta en la inflación; es decir, el encarecimiento de las materias primas de origen importado, particularmente los energéticos y algunos alimentos, y otros insumos de producción, ha implicado que las empresas registren incrementos en sus costos de producción que a su vez se reflejan en precios más elevados de sus productos y, por ende, dichos aumentos de precios sean más generalizados a nivel del consumidor en la mayoría de países.

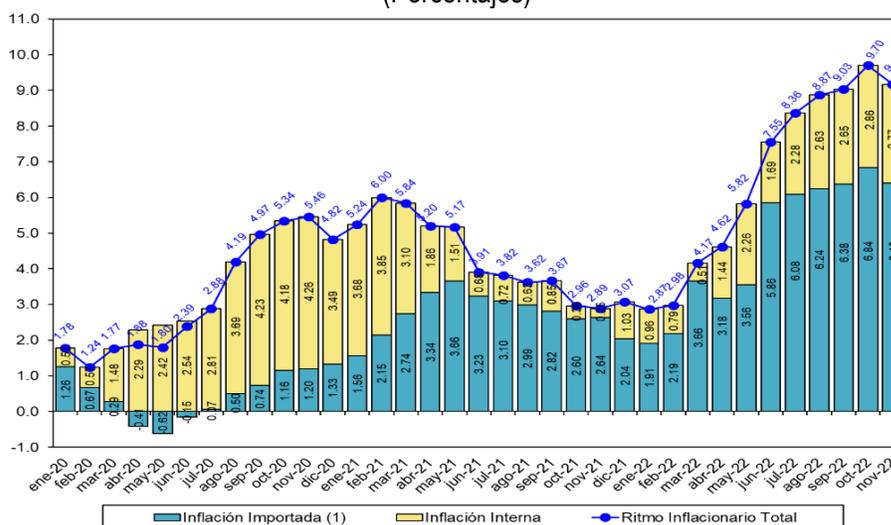
En el caso de Guatemala, contrario a lo observado en la mayoría de países a nivel mundial, la inflación mostró una tendencia decreciente durante el segundo semestre de 2021 y los primeros dos meses de 2022; sin embargo, a partir de marzo del presente año, dicho comportamiento empezó a revertirse rápidamente y desde mayo la inflación ya se ubicaba por arriba de la meta establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), lo cual ha estado

explicado, fundamentalmente, por factores externos que han afectado los precios de los energéticos y de los alimentos, pero también por incrementos significativos en otras divisiones de gasto del IPC, lo que es indicativo de que los efectos de segunda vuelta han empezado a tener una influencia importante en el comportamiento de la inflación en Guatemala³⁷.

Al analizar los resultados de esta estimación se puede identificar que, a partir de marzo de 2022, la Inflación sin Alimentos y sin Energéticos comenzó a registrar una marcada tendencia creciente y por arriba de los parámetros considerados como normales. En ese sentido, dicho comportamiento podría considerarse como indicativo de que se están registrando efectos de segunda vuelta en la inflación de Guatemala, debido al incremento que han reflejado los precios de los productos de origen importado, por lo que, a partir de junio del presente año, la composición de la inflación total estaría recogiendo dentro del componente importado, los efectos de segunda vuelta, como se puede apreciar en la gráfica siguiente.

Gráfica 22

Composición de la Inflación Total (1) (2)
(Porcentajes)



(1) A partir de junio de 2022 incluye el efecto de inflación importada de segunda vuelta (3.12 puntos porcentuales a noviembre de 2022).

(2) Con información a noviembre de 2022.

Fuente: Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, la inflación importada más la importada de segunda vuelta (6.40 puntos porcentuales), estarían explicando alrededor de 70.0% de la inflación total en Guatemala.

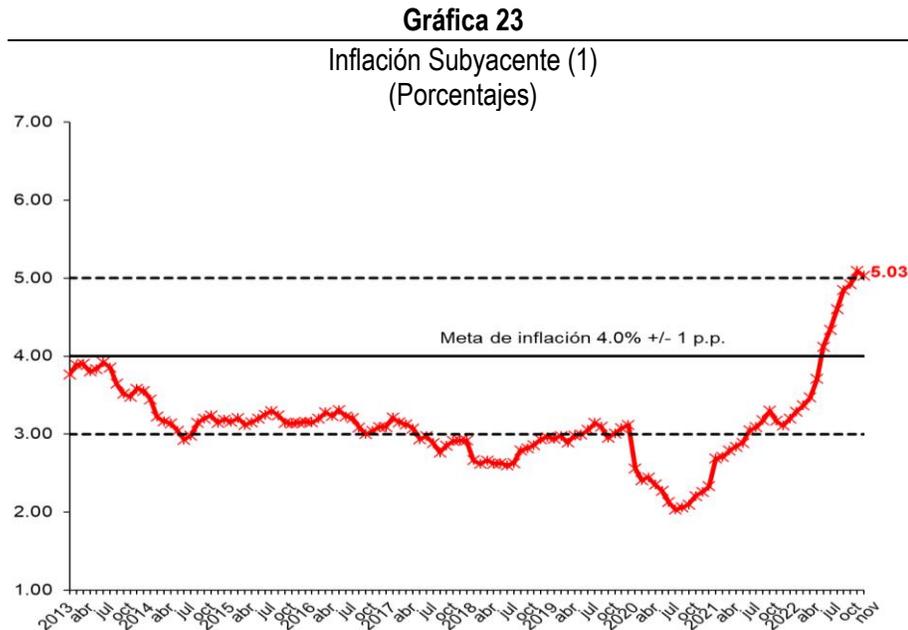
En cuanto a la inflación subyacente³⁸, variable cuya finalidad es evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a noviembre

³⁷ Para identificar dichos efectos, se realizó un cálculo, que se basó en la separación del IPC de las divisiones de gasto de alimentos y energéticos, a efecto de dejar una serie que contenga únicamente los gastos básicos de las divisiones de gasto restantes, que estarían menos afectadas por la inflación importada (a la cual se le denominó "Inflación sin Alimentos ni Energéticos"); posteriormente, a la Inflación sin Alimentos ni Energéticos se le calculó la tendencia de largo plazo y se le suman y restan dos desviaciones estándar para determinar cuál sería el comportamiento normal de dicha serie. Seguidamente, se identificaron las observaciones consideradas como atípicas; es decir, aquellos periodos en los que se observa un comportamiento fuera de su tendencia de largo plazo.

³⁸ A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como variable. Con el propósito de fortalecer su capacidad informativa y predictiva, a partir de los resultados de enero de 2021, se empezó a utilizar el promedio móvil de la inflación de algunas metodologías de cálculo que presentaban volatilidad excesiva; asimismo, se realizó una nueva calibración de las ponderaciones de las referidas metodologías. Para una mayor referencia ver el apartado "Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia" de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2020, y Perspectivas Económicas para 2021.



de 2022 registró una variación interanual de 5.03%, nivel que se sitúa dentro 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 y en el rubro de los energéticos y del transporte, el nivel de inflación es congruente con la posición cíclica de la economía.



(1) Con información a noviembre de 2022.

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

RECUADRO 6 LA PERSISTENCIA INFLACIONARIA EN GUATEMALA

La persistencia inflacionaria se refiere a la velocidad con la que la inflación retorna a su valor de tendencia de largo plazo luego de que un choque la aleja del mismo (D'Amato, López y Ramírez, 2013). En ese sentido, desde el punto de vista de la política monetaria, el fenómeno de persistencia de la inflación reviste particular importancia puesto que se traduce en el esfuerzo requerido para conducir a la inflación al nivel deseado. En efecto, considerando que altos grados de persistencia inflacionaria obligan a las autoridades monetarias a elevar en mayor magnitud y por un periodo de tiempo más prolongado la tasa de interés de política monetaria para reducir la inflación después de un choque, lo que hace más costoso, en términos de empleo y producto perdidos, cualquier proceso desinflacionario (Echavarría, Rodríguez y Rojas, 2013).

Por consiguiente, resulta fundamental estimar el grado de persistencia de la inflación en la economía, para facilitar el diseño de respuestas apropiadas a los choques inflacionarios, además de que permite mejorar la modelación macroeconómica y los pronósticos de la inflación. En ese sentido, se realizó un análisis cuantitativo orientado a determinar el grado de persistencia de la inflación en Guatemala. Para ello, se adoptó un enfoque univariado, en el que la persistencia corresponde a la suma de los coeficientes asociados a una representación (ad-hoc) AR(p). Los datos utilizados son las tasas de variación mensual del IPC ajustadas estacionalmente, que, a pesar que tienen más variabilidad que las interanuales, son más informativas acerca de los movimientos de corto plazo, los cuales son de interés bajo el enfoque de este análisis.

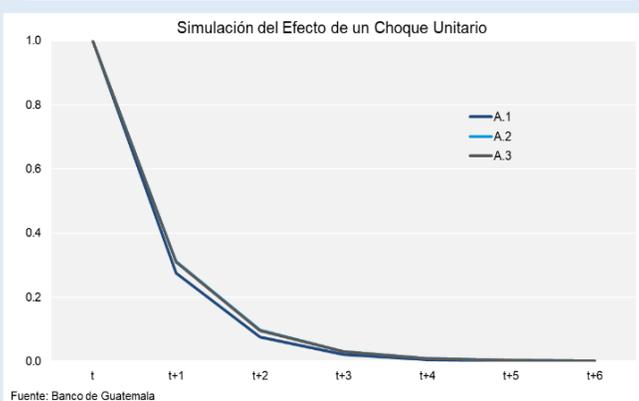
La metodología de trabajo comprendió dos pasos. Primero, verificar que la serie sea estacionaria a lo largo del periodo estudiado, lo que asegura que un choque solo tendría un efecto transitorio sobre la inflación, y segundo, ajustar y estimar el modelo autorregresivo de orden p para: (1) la serie corriente y (2) las desviaciones de la serie con respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo (aproximado por su valor medio y por la meta de inflación del Banco Central), reescribiendo el modelo para el caso (2) como un mecanismo de corrección. Adicionalmente, con el fin de examinar las variaciones del grado de persistencia a lo largo del tiempo, se reprodujo el ejercicio de estimaciones continuas univariadas de Edwards y Lefort (2002), de tal forma que se estimaron los coeficientes AR(1) a partir de regresiones univariadas de las tasas mensuales de inflación ajustadas estacionalmente utilizando una ventana móvil de 36 meses.

Los resultados sugieren que la tasa de variación mensual de la inflación (tanto corriente como de desviaciones con respecto a la media y la meta) es integrada de orden cero, I(0), lo que implica que los choques que la afectan no tienen efectos duraderos, sino que se diluyen en el tiempo. En concreto, el grado de persistencia estimado para Guatemala es relativamente bajo, de entre 0.28 y 0.31, así que éste no representaría un impedimento relevante en el proceso de convergencia de la inflación a la meta. De hecho, la medida de vida media apunta a que el 50% del ajuste resultante de un choque no demora más de un periodo en materializarse, mientras que el efecto total se completaría en un periodo de 4 a 5 meses.

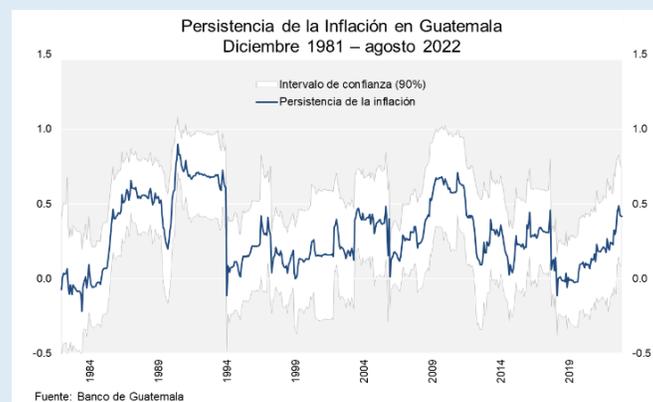
Variables	A.1	A.2	A.3
$\pi(-1)$	0.275 *	0.311 **	0.310 **
$d(\pi(-2))$	--	-0.151 *	-0.149 *
Constante	0.003 **	-0.005	0.009
R ²	0.075	0.098	0.097
Observaciones	152	151	151

Nota: (1) A.1: serie corriente; A.2 desviación respecto a la media; y A.3: desviación respecto a la meta. (2) Un (*) y dos (**) asteriscos indican que los coeficientes son significativos al 5% y 1%, respectivamente.

Fuente: Banco de Guatemala.



Para el caso de Guatemala, se encontró que el grado de persistencia estimado ha variado en el tiempo, fue alto a principios de la década de los noventa y tras la crisis económica y financiera global de 2008-2009; en tanto que, no fue significativo en el periodo 1994-2003 y en los años recientes.



En ese sentido, el valor estimado del parámetro (entre 0.24 y 0.31) apunta a que el grado de persistencia de la inflación en Guatemala se ha reducido y ha sido consistentemente más bajo que el de otros países de América Latina, lo que favorecería el proceso de convergencia de la inflación a su respectivo nivel de largo plazo luego de la ocurrencia de un choque inflacionario, aunque sin duda dicho proceso debe ir acompañado de medidas de política monetaria congruentes con dicha convergencia.

Fuente: Banco de Guatemala (2022). "La persistencia inflacionaria en Guatemala". Noviembre.



3. Tipo de cambio a) Nominal

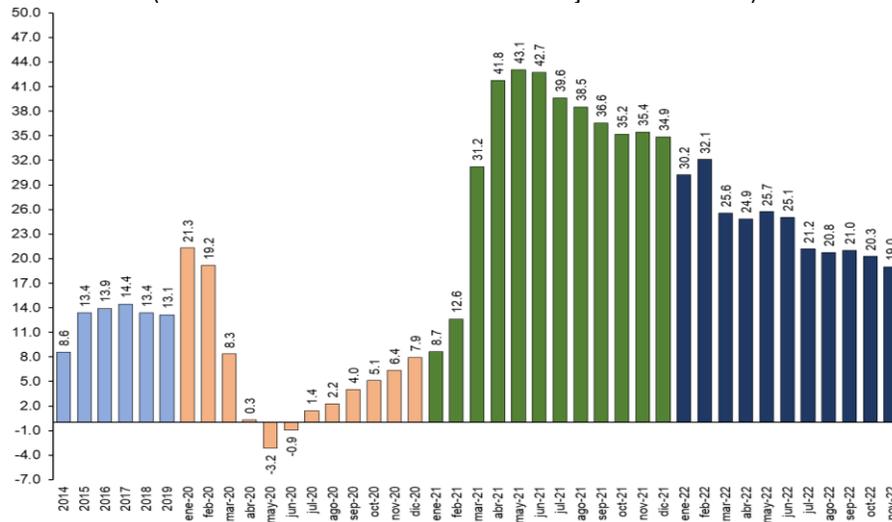
Con relación al tipo de cambio nominal, cabe resaltar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos perciban a la inflación como única ancla nominal de la política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio nominal 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, 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 (MID) exclusivamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia.

En este contexto, el tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre, una depreciación interanual de 1.43% (depreciación acumulada de 1.58%), comportamiento asociado a sus fundamentos.

Al respecto, dos factores han influido en el comportamiento del mercado cambiario en lo que va de 2022. El primero, se asocia al significativo ingreso de divisas por remesas familiares que se ha registrado en los últimos años y que en 2022 ha registrado un crecimiento bastante dinámico, aunque a un ritmo menor al crecimiento récord registrado en 2021.

Gráfica 24

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

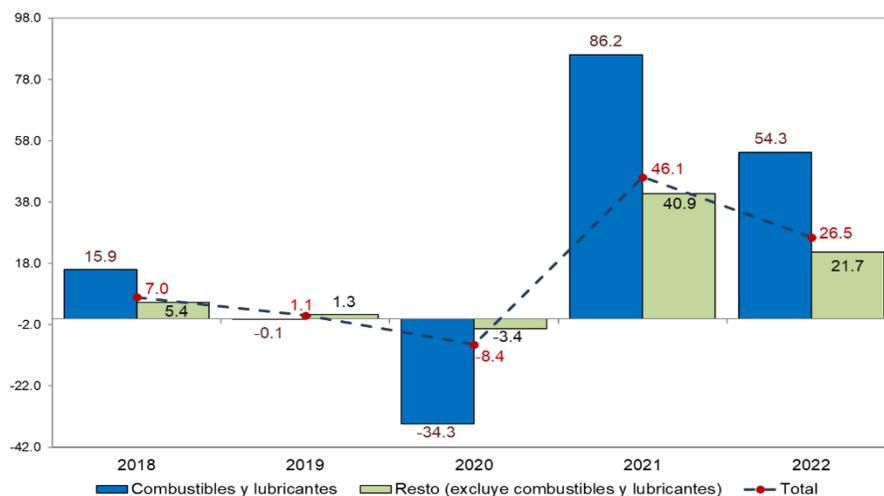


Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye el aumento del déficit comercial con el resto del mundo, dado que, a pesar de que tanto las exportaciones como las importaciones registraron alzas considerables, el valor de estas últimas se aceleró a un ritmo elevado en 2022, aunque a un ritmo menor respecto del año previo. En efecto, el significativo incremento en el valor de las importaciones fue consecuencia, tanto del aumento de los precios internacionales del petróleo, que presionaron al alza el pago de factura por combustibles y lubricantes, así como del incremento de otros bienes importados, resultado del dinamismo mostrado por la actividad económica.

Gráfica 25

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



(1) Con información a diciembre de cada año. Para 2022 corresponde a octubre.

Fuente: Banco de Guatemala con información de la Superintendencia de Administración Tributaria.

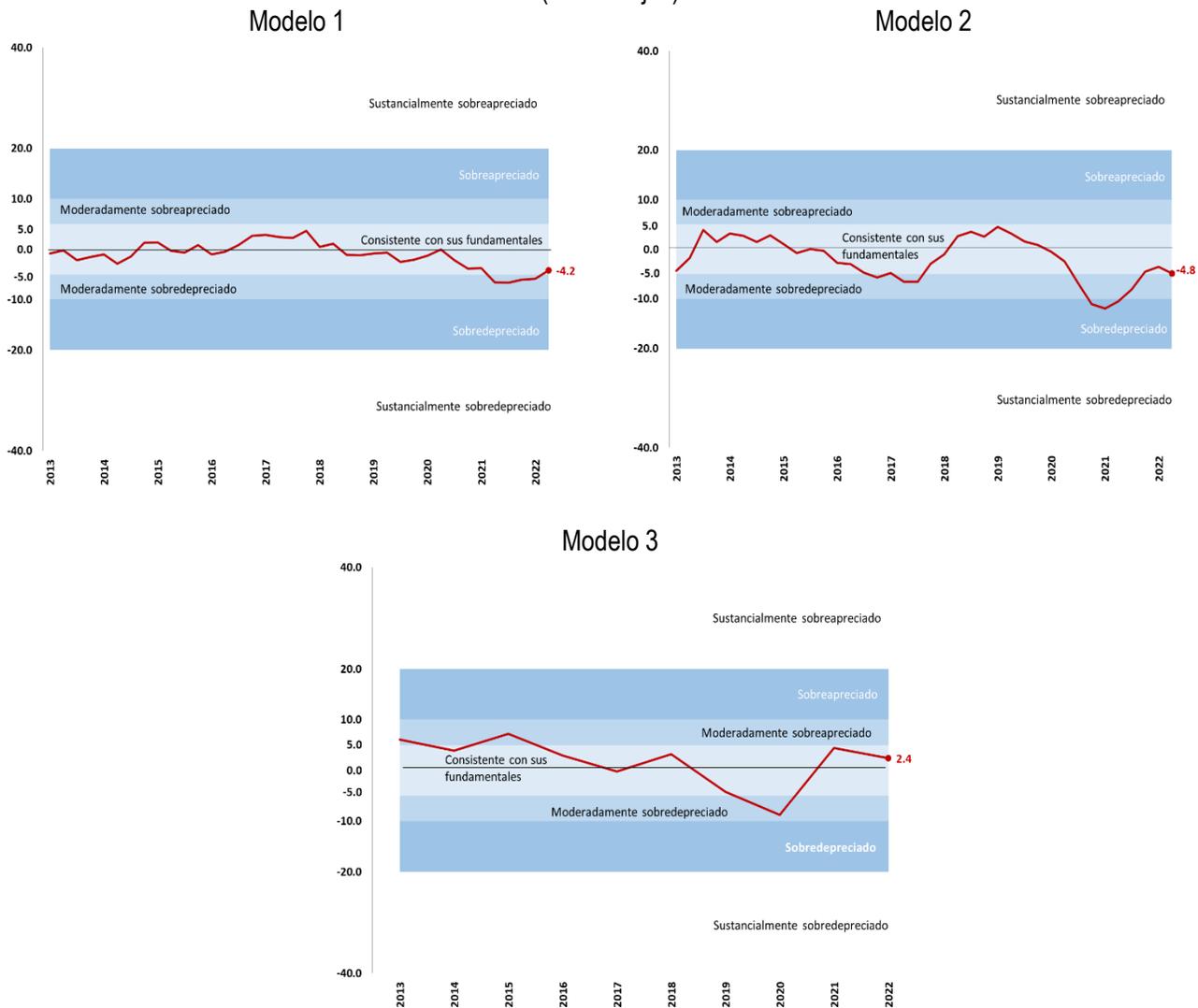
b) Real de equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desviaciones significativas. Al respecto, con base en las metodologías sugeridas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), se establecieron tres umbrales estandarizados para la interpretación de los resultados de dichas desviaciones: el primero de +/- 5 puntos porcentuales, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales y el tercero de +/- 20 puntos porcentuales, entendiéndose que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un tipo de cambio real consistente con sus factores fundamentales; entre el primero y el segundo umbral, moderadamente sobreapreciado (+) o moderadamente sobredepreciado (-); entre el segundo y el tercer umbral, sobreapreciado (+) o sobredepreciado (-); y por arriba del tercer umbral, sustancialmente sobreapreciado (+) o sustancialmente sobredepreciado (-).



Gráfica 26

Modelos: Desviaciones Respecto al TCRE
2013-2022 (1)
(Porcentajes)



(1) Cifras al segundo trimestre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

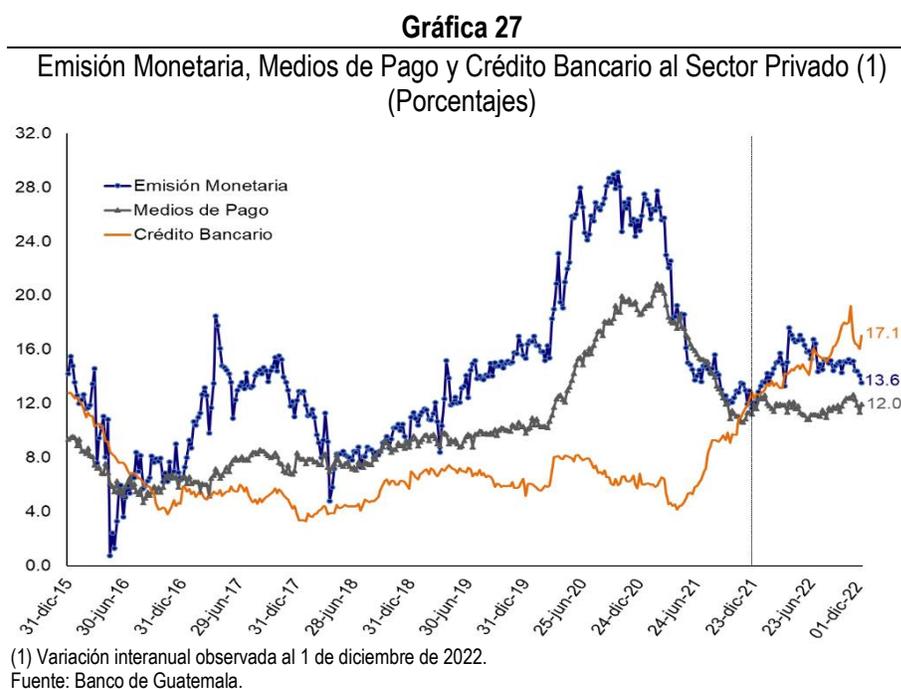
En este sentido, al segundo trimestre de 2022, las diferencias entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE de los tres modelos revelan que el ITCER se encuentra, en los tres casos, dentro del primer umbral; en efecto, los modelos 1, 2 y 3 señalan una ligera desalineación de -4.2%, -4.8% y 2.4%, respectivamente, por lo que se concluye que con el nivel actual se encuentra cercano al equilibrio.

4. Agregados monetarios y de crédito

La actividad económica a nivel mundial continuó mostrando un comportamiento positivo durante 2022, aunque menos dinámico de lo que se tenía previsto, con riesgos a la baja y elevados niveles de incertidumbre. Esto se encuentra asociado al aumento significativo de los precios internacionales de los energéticos y de los alimentos, la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania, el menor dinamismo de la actividad económica en la República Popular China, la

lenta normalización en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro, las mayores presiones inflacionarias a nivel internacional, el endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales y la incertidumbre que aún genera la evolución de la pandemia del COVID-19. En el caso de Guatemala, los principales indicadores de actividad económica, como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), las remesas familiares y el comercio exterior, entre otros, continúan mostrando un desempeño congruente con el comportamiento esperado de la actividad económica para el presente año, estimación que es apoyada también por el crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año (4.1%).

En ese contexto, al 1 de diciembre de 2022, la emisión monetaria y el crédito bancario al sector privado, conforme con lo esperado, muestran un crecimiento superior al de finales del año anterior pero acorde con sus tendencias de largo plazo. Por su parte, los medios de pago muestran un comportamiento similar al de los años previos a la pandemia del COVID-19 e igualmente acorde a lo esperado.



a) Emisión monetaria

Al 1 de diciembre, el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria se ubicó en 13.6%, superior al registrado a finales de 2021. Dicha variable, en lo transcurrido de 2022, en promedio, ha evolucionado conforme lo previsto y congruente con sus valores programados, situación que se espera continúe en lo que resta del año.

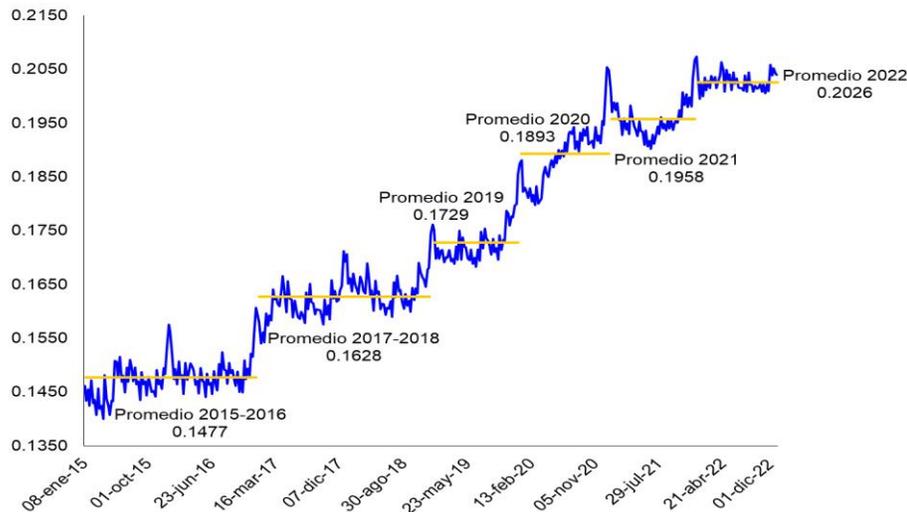
En general, el comportamiento de la emisión puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente cíclico-tendencial, que obedece, principalmente, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; un componente asociado a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y un componente aleatorio, que refleja eventos inesperados. Con relación al componente tendencial, aunque muestra variaciones al alza, es congruente con las previsiones de inflación y de actividad económica para 2022; además, se espera que en el mediano plazo continúe convergiendo hacia tasas de crecimiento similares a las registradas previo a la pandemia del COVID-19.



Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria se encuentra relacionado con la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez³⁹, el cual desde 2017 ha mostrado un aumento importante, ubicándose, en promedio, durante 2021 en 0.1958, superior al valor promedio observado en años previos, en tanto que al 1 de diciembre de 2022 dicho coeficiente, en promedio, se ubicó en 0.2026. El aumento desde años previos en este indicador, se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos, derivado, en buena medida, por el dinamismo en el ingreso de divisas por remesas familiares, asociado al desempeño positivo del mercado laboral en los Estados Unidos de América, particularmente del segmento hispano.

Gráfica 28

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



(1) Numerario en circulación/captaciones totales.

(2) Al 1 de diciembre de 2022.

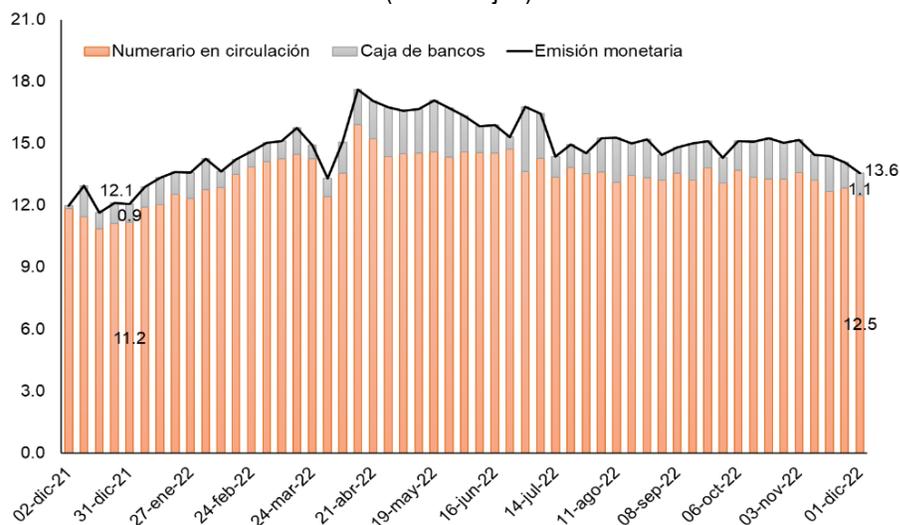
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el desempeño de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 1 de diciembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 13.9%, incidiendo en 12.5 puntos porcentuales en dicho crecimiento (11.2 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2021); mientras que la caja de bancos, registró una variación interanual de 10.3%, con una incidencia que pasó de 0.9 puntos porcentuales a finales de 2021 a 1.1 puntos porcentuales al 1 de diciembre de 2022 (gráfica 29).

³⁹ 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, es resultado, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público y mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos por el aumento de remesas familiares, entre otros.

Gráfica 29

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



(1) Al 1 de diciembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

b) Medios de pago

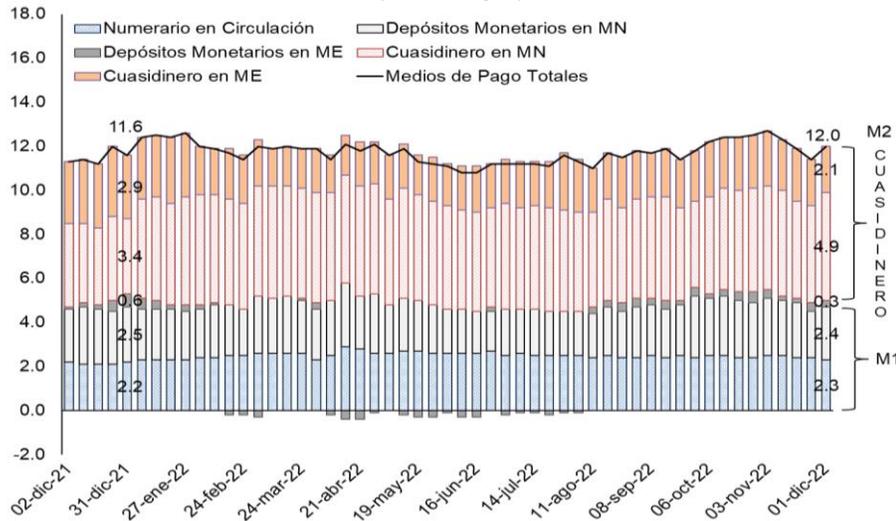
Los medios de pago (M2), al 1 de diciembre de 2022, registraron un crecimiento interanual de 12.0%, superior al 11.6% de diciembre de 2021. El comportamiento de este agregado está asociado al desempeño favorable de la mayoría de sus componentes, en el que destaca el dinamismo registrado en el crecimiento del cuasidinero y los depósitos monetarios, ambos en moneda nacional. Al respecto, la incidencia del cuasidinero en moneda nacional pasó de 3.4 puntos porcentuales en diciembre de 2021 a 4.9 puntos porcentuales al 1 de diciembre de 2022; asimismo, se observó una incidencia de 2.4 puntos porcentuales en los depósitos monetarios.

Al analizar el crecimiento de los medios de pago totales, destaca el segmento en moneda nacional, el cual representa alrededor de 81.0% de dicho agregado y que, en lo que va de 2022, muestra un crecimiento interanual de 11.7% (9.9% en diciembre de 2021). Por su parte, el segmento en moneda extranjera, al 1 de diciembre de 2022, registró una variación interanual de 13.0% (20.3% en diciembre de 2021).



Gráfica 30

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



(1) Con información al 1 de diciembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

Con relación a los componentes de los medios de pago se observó que, en términos agregados, el medio circulante (M1)⁴⁰ reflejó un crecimiento dinámico (12.0%, al 1 de diciembre de 2022), asociado también al desempeño del numerario en circulación y de los depósitos monetarios en moneda nacional (estos últimos con una incidencia de 2.4 puntos porcentuales al 1 de diciembre de 2022); en tanto que, el numerario en circulación presentó, a la misma fecha, una incidencia de 2.3 puntos porcentuales, superior a la registrada al 31 de diciembre de 2021 (2.2 puntos porcentuales). Por su parte, el cuasidinero⁴¹ en moneda nacional y extranjera, mostró tasas de variación interanual de 11.5% y 19.6%, respectivamente.

c) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica, razón por la que existe un fuerte grado de asociación entre ambas variables. Durante 2022, el crédito bancario al sector privado, ha continuado con la tendencia creciente que se observó, principalmente, desde la segunda mitad del año previo, acorde con el desempeño de la actividad económica.

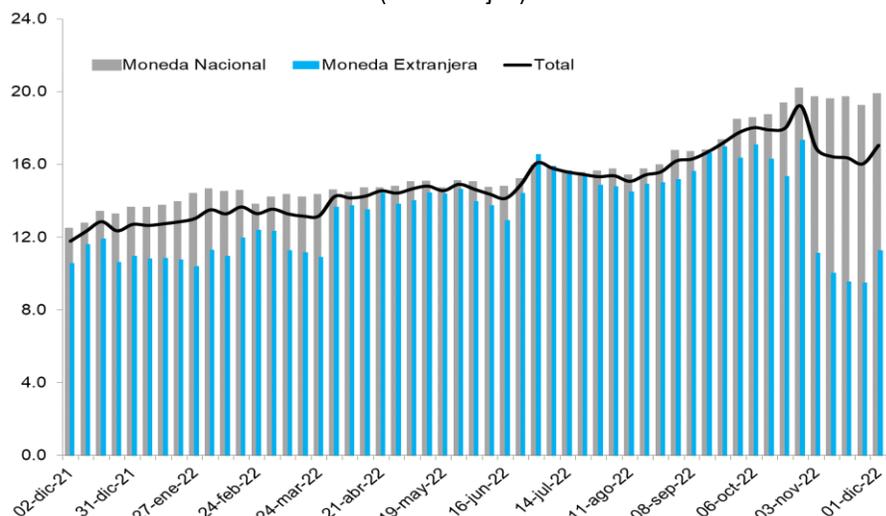
En este sentido, al 1 de diciembre, se registró un crecimiento interanual de 17.1% en el crédito total, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda nacional (19.8%) y en menor medida, el desempeño del crédito en moneda extranjera, que registró una variación interanual de 11.3%, luego de perder dinamismo en las últimas semanas.

⁴⁰ Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

⁴¹ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

Gráfica 31

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



(1) Con información al 1 de diciembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al 1 de diciembre de 2022, el crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un crecimiento más dinámico respecto de lo observado en similar periodo de 2021 (12.4%). El desempeño de dicha variable se explica, principalmente, por el comportamiento del crédito otorgado al consumo y al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 73.2% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 1 de diciembre de 2022, se registraron variaciones interanuales en el crédito al consumo por 25.2% y al sector empresarial mayor por 21.4% (asociado entre otros factores, al desempeño del crédito otorgado a establecimientos financieros, industrias manufactureras y actividades de comercio, las cuales, a octubre, mostraron crecimientos de 41.1%, 27.3% y 11.6% respectivamente).

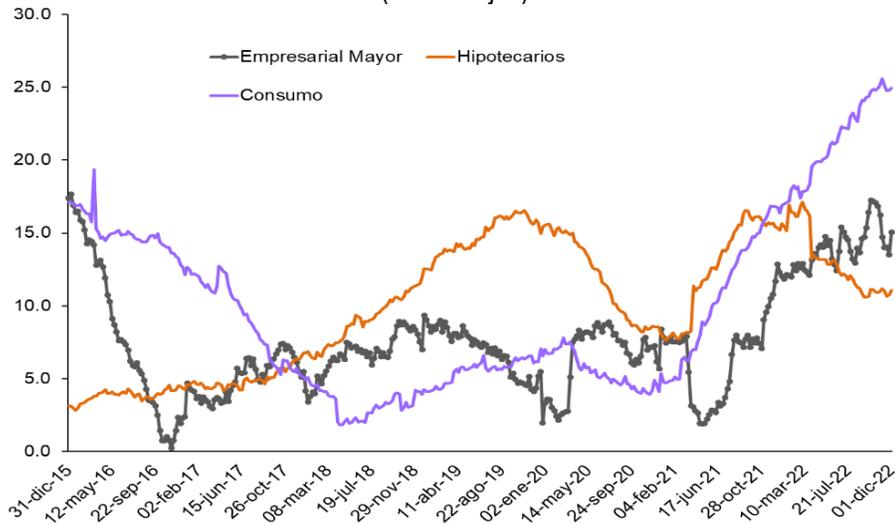
Por su parte, el crédito en moneda extranjera también continúa mostrando un desempeño favorable en lo que va de 2022, en comparación con similar periodo de 2021, aunque recientemente ha iniciado a moderarse. En general, el comportamiento de esta variable está asociado, principalmente, a los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor de 87.0% del financiamiento concedido en dicha moneda).

Al analizar el crédito al sector privado total por tipo de deudor, en lo que va del año destaca el crédito otorgado al sector empresarial mayor y el crédito al consumo, que han impulsado la recuperación del crédito luego de los choques negativos registrados en años previos, relacionados en parte, a los efectos de la pandemia del COVID-19.



Gráfica 32

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

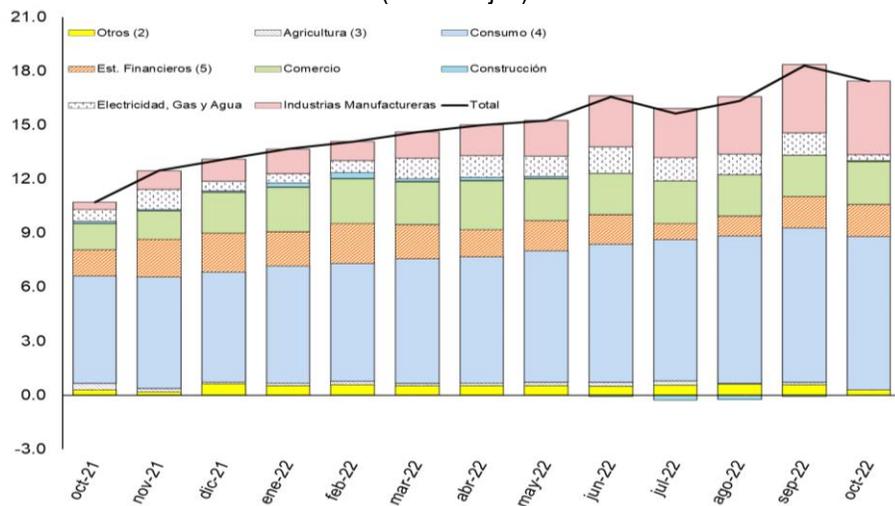


(1) Con información al 1 de diciembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

La cartera crediticia total a octubre de 2022, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que explicaron la evolución del crédito fueron, en orden de incidencia: consumo, industria manufacturera y comercio (con variaciones interanuales de 21.6%, 36.2% y 16.5%, respectivamente).

Gráfica 33

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



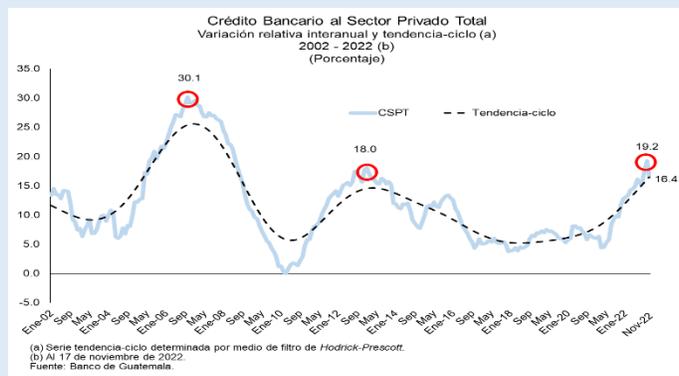
(1) Con información a octubre de 2022.
(2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
(3) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
(4) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.
(5) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
Fuente: Banco de Guatemala.

Con relación a las fuentes de recursos que impulsan la actividad crediticia total, se observó que la misma fue financiada, principalmente, con captaciones bancarias.

RECUADRO 7 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO Y SU RELACIÓN CON EL CICLO ECONÓMICO

Desde el segundo trimestre de 2021 el crédito bancario al sector privado ha presentado un dinamismo considerable, manteniendo variaciones interanuales de dos dígitos; sin embargo, al analizar su comportamiento histórico y mediante la revisión de las fases de su ciclo, se puede confirmar que tales incrementos son congruentes tanto con sus valores históricos como con el desempeño reciente de la actividad económica.

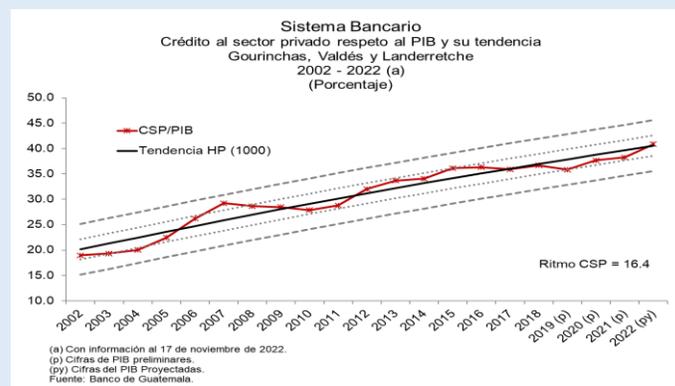
En efecto, con el propósito de evaluar el referido dinamismo en el crédito bancario al sector privado, se validó si el comportamiento actual refleja desvíos relevantes con relación con su comportamiento de largo plazo, así como con la evolución de la actividad económica, para lo cual se procedió a analizar la variable con una descomposición de su serie temporal. Los resultados obtenidos indican que, el componente cíclico, si bien ha experimentado un alza, la misma no es una fase de expansión inusual del ciclo, como lo reflejan algunos episodios de las últimas dos décadas, donde la variable mostró tasas de crecimiento superiores a las observadas recientemente.



En tanto que, al analizar dichos resultados en conjunto con el cálculo del ciclo de la actividad económica, se puede visualizar una relación entre ambas variables dentro de magnitudes que se consideran normales, lo que es indicativo que la actividad económica depende y es promotor del dinamismo del crédito bancario al sector privado, es decir, que hay una retroalimentación entre ambas variables. Lo anterior, se puede visualizar, a partir de la identificación de condiciones específicas a través del tiempo en la trayectoria de sus fases. En efecto, las fases del ciclo del crédito bancario al sector privado son coincidentes, en algunos episodios, con el de la actividad económica, tanto en fases de auge como de desaceleración, por lo que se puede indicar que estas variables son fundamentalmente procíclicas. Por otro lado, en la dinámica de estas variables, se ha observado que si bien la relación más significativa se encuentra de forma contemporánea, se identifica que la duración del ciclo crediticio es generalmente mayor que la del ciclo económico.

Vale destacar que, al finalizar 2022, el crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB podría alcanzar un nivel máximo de 40.9%, nivel equivalente a su tendencia de largo plazo, lo que es indicativo que a pesar del ritmo elevado de crecimiento del crédito bancario al sector privado éste es congruente con sus determinantes

de largo plazo. En ese sentido, aun cuando las estimaciones de crecimiento del crédito para 2023 son más moderadas a las del presente año, se espera que en dicho año la razón Crédito/PIB se mantenga en su tendencia de largo plazo.



Adicionalmente, se ha podido identificar que el dinamismo en el comportamiento del crédito al sector privado por el lado de la oferta podría responder, entre otros factores, a una mayor disponibilidad de los bancos de fuentes para conceder financiamiento (principalmente captaciones). Referente a la demanda, se podría subrayar la consolidación del proceso de recuperación de la actividad económica en 2021 y el dinamismo observado de la misma durante el primer semestre de 2022, así como la mejora en la confianza de los agentes económicos tanto de los hogares como empresas, lo cual se refleja en sus decisiones de consumo e inversión.

Asimismo, es importante señalar que los márgenes por girar de las líneas de crédito que el sistema bancario nacional tiene con bancos del exterior, se ubican en niveles adecuados y que los créditos aprobados no formalizados han aumentado en lo que va del presente año, reflejando un comportamiento favorable de la demanda de crédito, acorde con las expectativas de crecimiento económico para el presente y el próximo año.

Además, es importante destacar que dicha evolución ha sido favorecida, en alguna medida, por el traslado de la mayor parte de la cartera de las entidades fuera de plaza (*off-shore*) hacia los bancos del sistema, derivado del cese programado de operaciones de las referidas entidades, proceso que se ha realizado de forma gradual en los últimos dos años.

En ese contexto, el otorgamiento de crédito por parte de las entidades bancarias se mantiene dinámico y ha permitido satisfacer las necesidades de financiamiento, lo cual se comprueba con el comportamiento de otros indicadores del sistema bancario como las tasas de interés, la calidad de la cartera crediticia, los niveles de liquidez y de solvencia, entre otros. Por lo anterior, se considera que la tendencia actual de la actividad crediticia no representa riesgos para la estabilidad financiera del país.

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



5. Otras variables

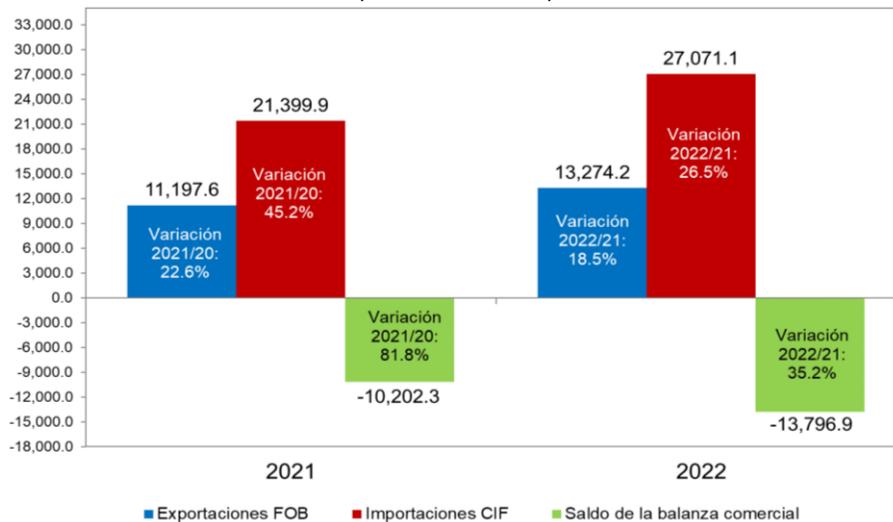
a) Sector externo

El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró un aumento de 18.5% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a octubre de 2022, respecto de similar periodo de 2021, explicado por aumentos, tanto en el precio medio de exportación (18.3%), como en el volumen exportado (0.2%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 26.5%, reflejo del aumento en el precio medio (26.8%), compensado, parcialmente, por una disminución en el volumen importado (0.2%).

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$13,796.9 millones, mayor en US\$3,594.6 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$10,202.3 millones).

Gráfica 34

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



(1) Con información a octubre de cada año.

Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

El comportamiento del comercio exterior se explica, en buena medida, por el dinamismo que muestra la actividad económica interna, así como externa, a pesar de los distintos factores que la han afectado, como las restricciones impuestas por la pandemia del COVID-19, las interrupciones en las cadenas mundiales de suministro, y recientemente el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual ha provocado un aumento sustancial en los precios de las materias primas. Por su parte, las exportaciones muestran un comportamiento dinámico, asociado al desempeño económico de los principales socios comerciales, lo cual seguiría apoyando la demanda externa. En ese contexto, se prevé que las exportaciones FOB en 2022 registren un aumento de 16.0%; mientras que el crecimiento del valor de importaciones FOB se estima en 22.0%.

Por su parte, los importantes flujos de remesas familiares que ha recibido el país⁴², generaron un cambio en el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos a partir de 2016, dado que éste pasó de un déficit, en promedio, de alrededor

⁴² Crecimientos superiores a 13.0% entre 2015 y 2019.

de 2.0% del PIB en el periodo 2009-2015, a superávits de 1.0% en 2016, de 1.2% en 2017, de 0.9% en 2018, de 2.4% en 2019, de 5.0% en 2020 y de 2.5% en 2021. No obstante, por las condiciones de la coyuntura económica, se estima que dicho superávit se reduzca en 2022, debido a que el aumento esperado en las remesas familiares y las exportaciones no compensaría completamente el dinamismo previsto de las importaciones.

La variación del valor FOB de las exportaciones en dólares estadounidenses a octubre de 2022, fue consecuencia del aumento en las exportaciones de artículos de vestuario; grasas y aceites comestibles; azúcar; café; materiales plásticos y sus manufacturas; banano; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; y materiales textiles. Por su parte, destaca la caída de las exportaciones de cardamomo.

El valor exportado de artículos de vestuario aumentó US\$287.8 millones (22.3%), debido al incremento tanto en el precio medio (14.6%), como en el volumen exportado (6.7%). El aumento en las exportaciones se asocia, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores (AGEXPORT), fundamentalmente, a la recuperación de la demanda por parte de los Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor de 92.0% de estas exportaciones. Asimismo, se destaca que, algunas empresas relocalizaron su producción en países de la región, ante los problemas en las cadenas mundiales de suministro en los países asiáticos.

El valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles aumentó US\$252.0 millones (34.5%), debido a los incrementos tanto en el precio medio (28.1%) como en el volumen exportado (4.9%). El aumento en las exportaciones se asocia, principalmente, a la mayor demanda de este tipo de productos por parte de los Países Bajos, España, México, El Salvador, Italia y Nicaragua, países a los que se destinó alrededor de 88.0% del total exportado. Por su parte, el incremento en el precio medio de exportación se explica, de acuerdo con *Bloomberg*, por las medidas restrictivas a las exportaciones de aceite de palma en Indonesia y Malasia, dos importantes productores mundiales. Vale indicar que las exportaciones de aceite de palma representaron alrededor de 70.0% del total exportado de este rubro.

El valor exportado de azúcar aumentó US\$218.6 millones (50.6%), derivado de aumentos tanto en el volumen exportado (25.5%), como en el precio medio de exportación (20.1%), que pasó de US\$17.23 por quintal en octubre de 2021 a US\$20.69 por quintal en octubre de 2022. Según *Bloomberg*, el precio internacional del azúcar se ha incrementado, principalmente, por una mayor demanda por parte de los productores de etanol en Brasil, derivado del incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados. En tanto que, en el caso del volumen exportado, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (ASAZGUA), dicho comportamiento obedece a una mayor demanda externa del edulcorante guatemalteco.

El aumento en el valor de las exportaciones de café de US\$201.2 millones (22.9%), se asocia al incremento en el precio medio de exportación (41.7%), al pasar de US\$184.71 a US\$261.81 por quintal entre octubre de 2021 y similar mes de 2022, compensado, parcialmente, por una disminución en el volumen exportado (13.3%). De acuerdo con *Bloomberg*, el aumento en el precio internacional la mayor parte del año se debió a las expectativas de una menor producción por parte de Colombia, debido a las intensas lluvias y en Brasil por una larga sequía que afectó a las principales áreas productoras; situación que se ha empezado a revertir en el último trimestre del presente año. Por su parte, según la Asociación Nacional del Café (ANACAFÉ), la leve caída en el volumen exportado se asocia, principalmente, a un aumento en los inventarios.

El valor de las ventas al exterior de materiales plásticos y sus manufacturas aumentó US\$98.5 millones (22.7%), debido a incrementos tanto en el precio medio de exportación (13.6%), como en el volumen exportado (8.0%). El incremento en el precio medio se asocia, principalmente, al aumento en los costos de la materia prima de estos productos. Mientras



que el aumento en el volumen exportado se asocia a la demanda de este tipo de productos, principalmente, por países de Centroamérica, los Estados Unidos de América y México, a los que se destinó alrededor de 89.0% del total exportado.

El aumento en el valor de las exportaciones de banano de US\$98.3 millones (13.8%), se asocia al incremento, tanto en el volumen exportado (7.1%), como en el precio medio de exportación (6.2%), al pasar de US\$16.34 a US\$17.36 por quintal entre octubre del año anterior y octubre del presente año. De acuerdo con *Bloomberg*, el aumento en el precio internacional se debió a condiciones climáticas adversas que afectaron la producción en Ecuador. Por su parte, la producción nacional del fruto está siendo favorecida por un incremento de la demanda por parte de los Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor de 89.0% de las exportaciones de este fruto.

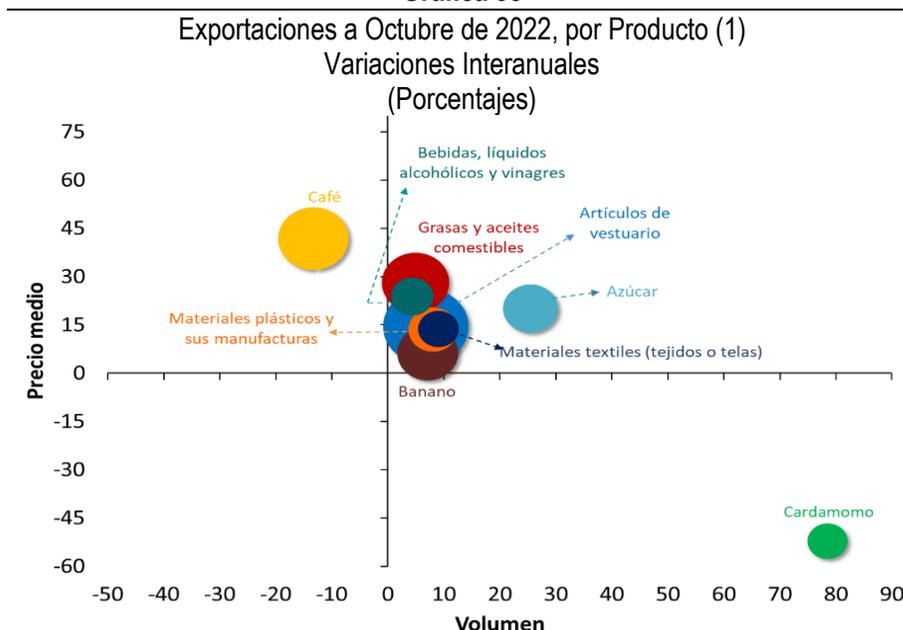
El valor de las exportaciones de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres aumentó US\$87.8 millones (29.2%), explicado por incrementos, tanto en el precio medio (23.8%), como en el volumen (4.3%). Este comportamiento obedece, principalmente, al incremento en las exportaciones de alcohol etílico por US\$68.3 millones (47.0%), debido, fundamentalmente, al incremento en el precio internacional de los energéticos.

El valor de las ventas al exterior de materiales textiles (tejidos o telas) aumentó US\$69.9 millones (24.0%), debido a incrementos, tanto en el volumen exportado (13.7%), como en el precio medio de exportación (9.1%). El aumento en las exportaciones se asocia, principalmente, a la mayor demanda de este tipo de productos por parte de Nicaragua, El Salvador, Honduras y México, países a los que se destinó alrededor de 96.0% del total exportado.

El valor de las exportaciones de cardamomo disminuyó en US\$58.7 millones (14.7%) explicado por la caída en el precio medio por quintal (52.2%), al pasar de US\$795.25 en octubre de 2021 a US\$380.05 en el mismo mes de 2022, compensado, parcialmente por un aumento en el volumen exportado (78.5%). Según *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional se debe, principalmente, a las expectativas de una mayor producción de la especia en India y Guatemala por condiciones climáticas favorables. El Comité de Cardamomo de la AGEXPORT, señaló que el comportamiento al alza del volumen exportado ha estado influenciado por condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras.

Por su parte, a pesar de que persisten problemas en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro y que los riesgos geopolíticos aumentaron derivado del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la demanda externa continúa mostrando un significativo crecimiento. Al respecto, es importante analizar las circunstancias que explican dicho comportamiento; en primer lugar, la variación interanual de las exportaciones continúa mostrando un desempeño favorable (al registrar un aumento interanual acumulado de 18.5% en octubre 2022); en segundo lugar, destaca la disminución en el volumen exportado de café, el cual fue más que compensado por un incremento en el precio medio de exportación, y la considerable reducción que está registrando el precio del cardamomo, aunque el volumen exportado está creciendo considerablemente y, en tercer lugar, una proporción importante de los principales productos de exportación están registrando volúmenes y precios de exportación superiores a los observados el año anterior (como se puede observar en la gráfica siguiente), destacando la evolución de las exportaciones de artículos de vestuario y de grasas y aceites comestibles.

Gráfica 35



(1) El tamaño de cada círculo muestra el peso relativo de cada producto en el valor total de las exportaciones (FOB).
Fuente: Banco de Guatemala.

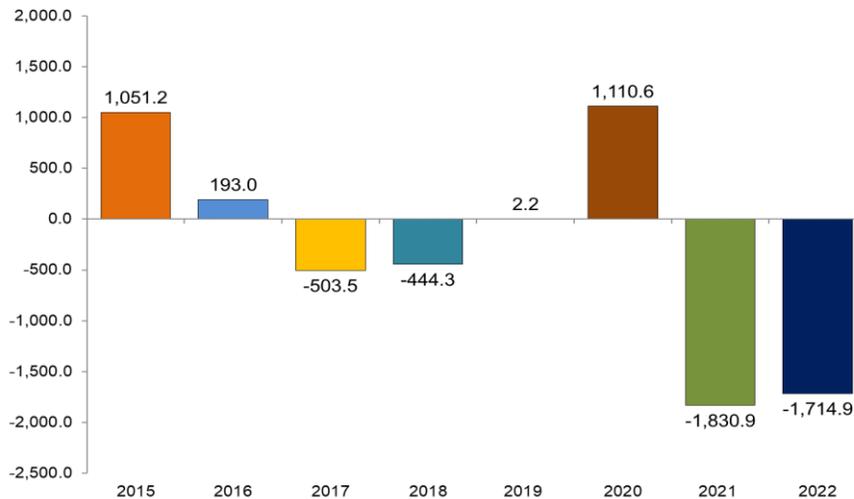
Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses (26.5%), estuvo determinado, como se indicó, por el incremento en el precio medio de importación (26.8%), compensado, parcialmente, por una leve disminución en el volumen importado (0.2%). En el comportamiento destacan los crecimientos de los rubros de combustibles y lubricantes (54.3%); materias primas y productos intermedios (27.5%); bienes de consumo (18.5%); bienes de capital (16.2%); y materiales de construcción (15.5%).

Respecto a la evolución de la factura petrolera, el aumento del precio internacional del crudo entre finales de 2016 y 2018 provocó que el ahorro por este concepto (rubro de combustibles y lubricantes) que se acumuló entre 2015 y 2016, se redujera entre 2017 y 2018 (desahorro de US\$503.5 millones en 2017 y de US\$444.3 millones en 2018), aunque en 2019 registró un leve aumento del ahorro nuevamente (US\$2.2 millones) y en 2020 el ahorro fue significativo, ya que derivado de la reducción de la demanda mundial por el impacto del COVID-19, el precio internacional del petróleo llegó a cotizarse a precios mínimos históricos, lo que propició que la factura petrolera registrara un ahorro acumulado de US\$1,110.6 millones. En 2021, derivado de las expectativas de recuperación de la economía mundial, el precio internacional del petróleo y sus derivados comenzó a incrementarse, por lo que de nuevo se observó un desahorro acumulado en la factura petrolera, equivalente a US\$1,830.9 millones. Por su parte, en lo que va de 2022, derivado del alza en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, consecuencia, entre otros factores, de las tensiones geopolíticas, particularmente en Europa del Este, el referido precio continuó incrementándose, por lo que de nuevo se observa, a octubre, un desahorro acumulado en la factura petrolera, equivalente a US\$1,714.9 millones.



Gráfica 36

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



(1) Con información a octubre de 2022.

Fuente: Banco de Guatemala con información de la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de noviembre, se situó en US\$16,398.7 millones, superior en US\$2,615.2 millones (19.0%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo. Cabe indicar que, a noviembre del presente año el flujo de remesas familiares mostró un crecimiento importante, asociado, principalmente, a la solidez que ha mostrado el empleo en los Estados Unidos de América, particularmente el segmento de empleo hispano. En este contexto, y consistente con las perspectivas de crecimiento para dicha economía, se prevé que en 2022 se registre un aumento de 18.0%.

Al 30 de noviembre de 2022, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$20,398.8 millones, menor en US\$540.8 millones al del 31 de diciembre de 2021, resultado, principalmente, de los pagos netos por deuda externa internacional y de la disminución de depósitos en moneda extranjera de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala, lo que compensó las compras netas por activación de la regla cambiaria y por el mecanismo de acumulación de reservas internacionales. El referido nivel de RIN equivale a 8.0 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

b) Finanzas públicas

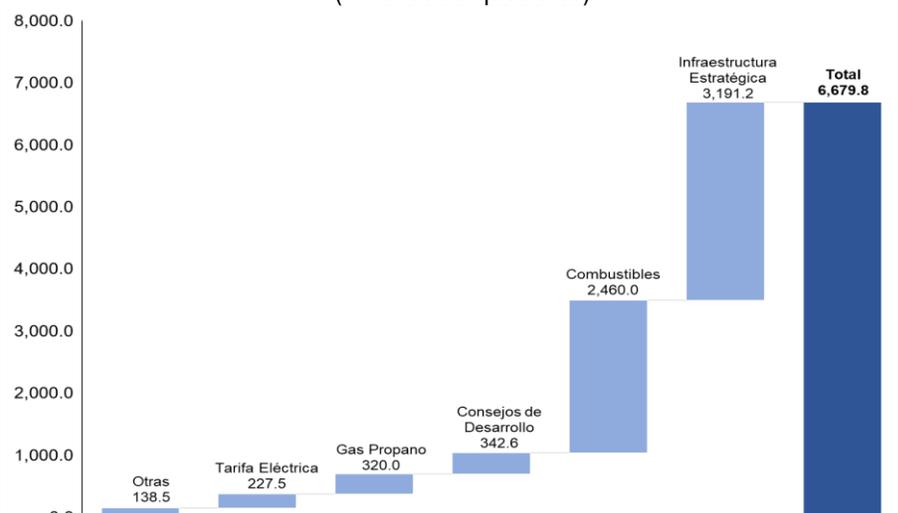
Respecto a la política fiscal, luego de dos años consecutivos en los que no fue aprobado el presupuesto por el Congreso de la República, el ejercicio fiscal 2022 contó con un presupuesto aprobado por un monto de Q106,229.5 millones, equivalente a 14.5% del PIB, menor al presupuesto del año anterior (16.2% del PIB). Adicionalmente, el presupuesto vigente al 30 de noviembre de 2022 fue ampliado en Q6,679.8 millones (6.2%), alcanzando un monto total de Q112,909.3⁴³ millones (15.4% del PIB), equivalente a un déficit presupuestario de Q28,249.7 millones, es decir, 3.8% del PIB. Dichas ampliaciones, se orientaron principalmente para gastos de infraestructura estratégica y brindar apoyos sociales a los consumidores de combustible, ante los aumentos en los precios de las gasolineras.

⁴³ Presupuesto aprobado según Decreto Número 16-2021 y sus ampliaciones de acuerdo al Artículo 119 del mismo; y los Decretos Números 17-2022, 20-2022, 21-2022, 25-2022, 28-2022, 33-2022, 42-2022 y 43-2022, todos del Congreso de la República de Guatemala.

Tomando en cuenta el techo operativo del presupuesto, las readecuaciones presupuestarias efectuadas y la evolución de la recaudación tributaria, el Ministerio de Finanzas Públicas (MINFIN) estima que, para el cierre del presente año el déficit fiscal podría ubicarse en 1.6% del PIB (1.2% en 2021).

Gráfica 37

Ampliaciones Presupuestarias 2022 (1)
(Millones de quetzales)



(1) Presupuesto vigente al 30 de noviembre 2022.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cabe indicar que derivado de la aprobación del Estado de Calamidad Pública⁴⁴ por época lluviosa, temporada ciclónica, sistemas de baja presión y para atender los efectos provocados por el ciclón tropical Julia⁴⁵, en Decreto Número 36-2022 fue aprobado reorientar Q1,000.0 millones al Fondo Emergente, de los cuales correspondían Q400.0 millones a infraestructura estratégica y Q600.0 millones para la adquisición de vacunas COVID-19; adicionalmente, mediante Decreto Número 50-2022 el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda puso a disposición hasta Q540.0 millones de los recursos del Decreto Número 21-2022 “Ley para Fortalecer el Mantenimiento y Construcción de Infraestructura Estratégica”, por lo tanto, al 30 de noviembre de 2022, el Fondo Emergente cuenta con una asignación de Q1,406.9 millones.

i) Ingresos

Al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 15.4% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 16.0% que registraron los ingresos tributarios (95.5% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 3.3%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2021.

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos aumentaron 17.3%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta (ISR), el cual creció 18.2%, así como del Impuesto de Solidaridad (ISO), el cual aumentó en 13.9%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 15.3%, destacando el

⁴⁴ Decreto Gubernativo Número 3-2022, ratificado en Decreto Número 35-2022.

⁴⁵ Decreto Gubernativo Número 5-2022.

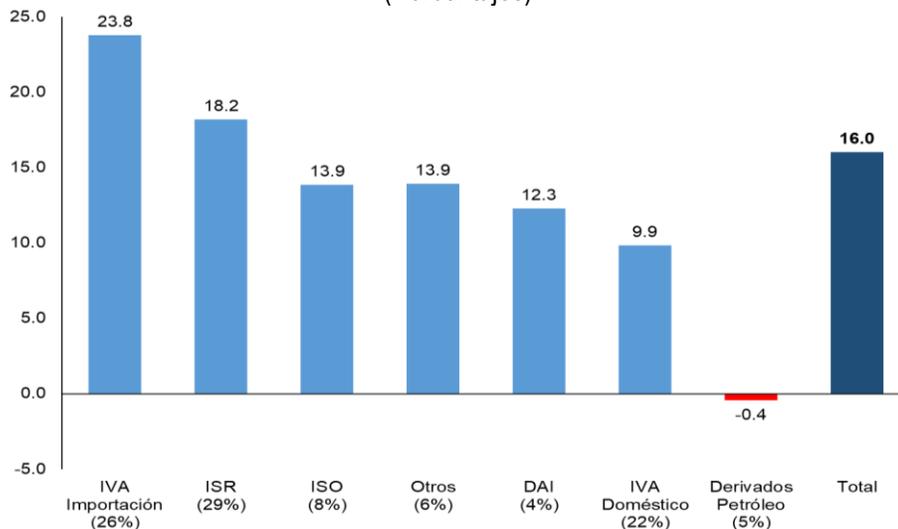


desempeño del Impuesto al Valor Agregado (IVA) sobre importaciones (23.8%), Derechos Arancelarios (DAI) (12.3%) e IVA doméstico (9.9%).

Cabe destacar que el dinamismo observado en la recaudación tributaria está asociado, por una parte, al comportamiento de la actividad económica (el Índice Mensual de la Actividad Económica tendencia ciclo creció a octubre 4.0%), así como al fuerte incremento en las importaciones (las de territorio aduanero aumentaron 25.1% a octubre), particularmente, por el incremento de los precios a nivel internacional; y, por la otra, a las medidas administrativas implementadas por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT) en 2021, las cuales, en el ámbito de aduanas, incluyen las dirigidas a combatir el contrabando y la defraudación, facilitar el comercio internacional e incrementar la percepción de riesgo; mientras que en el ámbito interno, incluyen acciones encaminadas a incrementar el número de contribuyentes y de emisores de facturas electrónicas, aumentar las recuperaciones por cumplimiento de control tributario, mejorar los sistemas de facilidades de pago y de gobernanza de datos y fiscalización por sector económico, entre otras.

Gráfica 38

Recaudación Tributaria a Noviembre 2022 (1)
Principales Impuestos
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada.

Nota: Los números entre paréntesis representan el peso relativo dentro de la recaudación total.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MINFIN, al 30 de noviembre de 2022, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q81,639.9 millones, equivalente al 115.9% de la meta para dicho periodo (Q70,418.3 millones), generando una brecha de recaudación positiva de Q11,221.6 millones (15.9%).

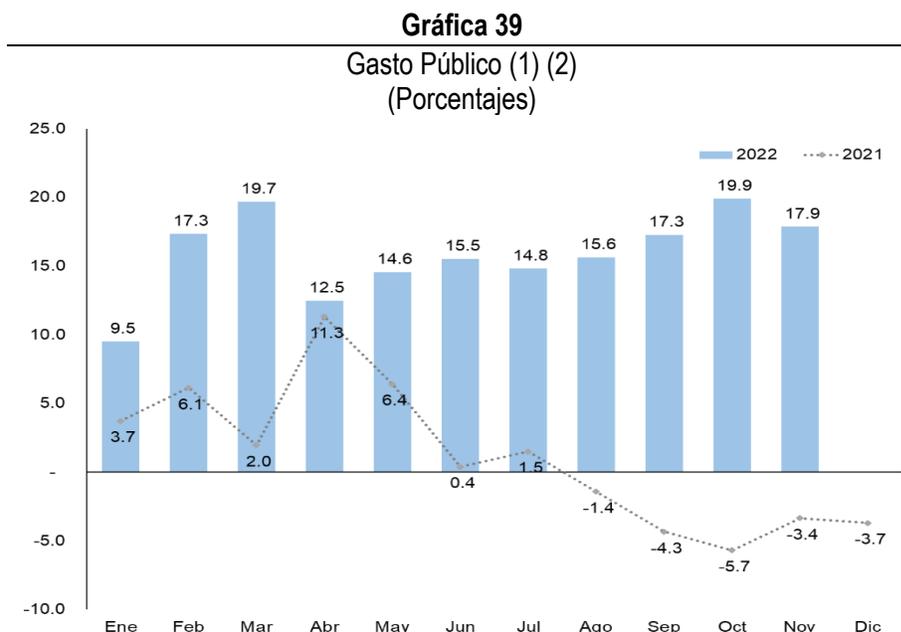
ii) Gastos

En cuanto al gasto público total, al 30 de noviembre de 2022, éste aumentó 17.9%, superior al observado en similar periodo de 2021 (-3.4%), derivado de que en ese año fue necesario realizar readecuaciones presupuestarias alineadas al techo operativo, ante la falta de aprobación del presupuesto. La mayor ejecución presupuestaria está asociada, entre otros aspectos, a las transferencias al sector privado por concepto de los subsidios correspondientes a las medidas

temporales de alivio económico ante el incremento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como a los gastos asociados a la alimentación escolar y a la transferencia extraordinaria de recursos al Tribunal Supremo Electoral para atender el proceso electoral del próximo año.

En ese contexto, los gastos de funcionamiento aumentaron 18.4% y los de capital 15.3%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, el aumento fue resultado, principalmente, de las mayores transferencias corrientes, explicadas en buena medida por las transferencias al sector privado y por mayores gastos en bienes y servicios. Por su parte, el incremento en los gastos de capital fue resultado, entre otros, de mayores gastos en transferencias de capital, especialmente, a las municipalidades del país y a los consejos de desarrollo urbano y rural.

Según la clasificación institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en un nivel de 84.2%, mayor a la registrada al mismo periodo de 2021 (75.5%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Energía y Minas (94.1%), por los apoyos sociales temporales; el Ministerio de Educación (86.4%); y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (85.4%); en tanto que, de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (76.0%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (68.0%).



(1) Variación interanual acumulada.

(2) Cifras preliminares al 30 de noviembre de 2022.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

iii) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos totales y el gasto público total, al 30 de noviembre, resultó en un déficit fiscal de Q6,788.2 millones (0.9% del PIB), mientras que en el mismo periodo del año anterior se registró un déficit fiscal de Q4,176.0 millones (0.6% del PIB). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue positivo en Q125.7 millones, resultado de la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por el equivalente a Q3,866.2 millones (US\$500.0 millones), la amortización del Eurobono negociado en 2012 por el equivalente a Q5,480.6 millones



(US\$700.0 millones), desembolsos de préstamos por 4,548.7 millones y amortizaciones por Q2,808.6 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste fue positivo en Q8,546.1 millones, resultado de las negociaciones de bonos del tesoro por Q8,951.8 millones, vencimientos por Q411.9 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q6.2 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q1,883.6 millones.

Para el ejercicio fiscal 2022 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q21,855.6 millones, de los cuales Q15,963.1 millones corresponden a nueva emisión y Q5,892.5 millones a *roll-over*; de estos, Q5,480.6 millones (equivalentes a US\$700.0 millones, al tipo de cambio vigente al día de la negociación) corresponden a bonos del tesoro negociados en el mercado internacional en 2012 y Q411.9 millones a bonos negociados en el mercado local. Sin embargo, de conformidad con el artículo 4 del Decreto Número 29-2022, el equivalente a US\$500.0 millones (Q3,865.8 millones), sustituirán la fuente de financiamiento para liberar la necesidad de colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, sin incrementar el presupuesto vigente para 2022, derivado de la aprobación del préstamo contratado con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF). De esa cuenta, se habían colocado en el mercado local Q12,817.6 millones, de los cuales se colocaron en moneda nacional Q8,815.6 millones y en moneda extranjera US\$17.7 millones; mientras que en el mercado internacional se colocaron Q3,866.2 millones (US\$500.0 millones); por lo que, el saldo por negociar al 30 de noviembre se ubica en Q5,171.8 millones. Las colocaciones en moneda nacional se realizaron con fechas de vencimiento en los años 2032, 2037 y 2042 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.37%, 5.87% y 6.10%, respectivamente, mientras que las colocaciones en moneda extranjera se realizaron a la fecha de vencimiento en 2037 a una tasa de rendimiento de 4.54%. Asimismo, para pequeños inversionistas⁴⁶, de un cupo total de Q500.0 millones, se han colocado Q145.3 millones de los cuales, en moneda extranjera se colocaron US\$10.0 miles.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q127,637.0 millones, mayor en Q8,631.3 millones respecto al 31 de diciembre de 2021 (Q119,005.7 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa, se situó en US\$11,089.1 millones, menor en US\$8.1 millones respecto del registrado a finales de 2021 (US\$11,097.2 millones). Según estimaciones del MINFIN, la deuda pública total como porcentaje del PIB al final de 2022 se ubicaría en 29.8%, menor a la registrada el año anterior.

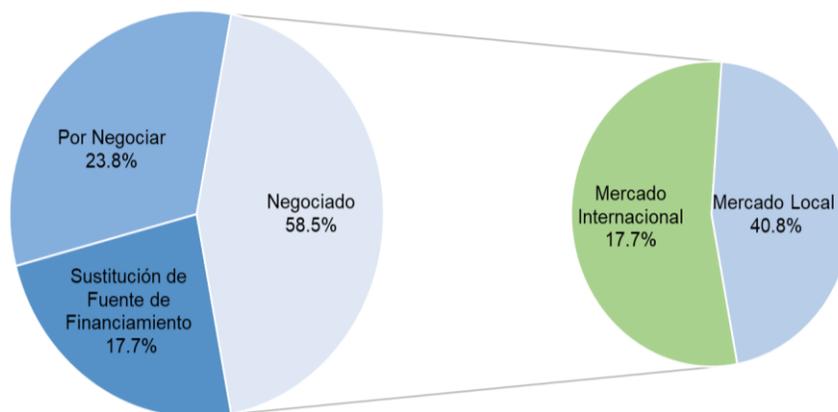
⁴⁶ Con fechas de vencimiento para las colocaciones en moneda nacional en 2023, 2024 y 2025 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.92%, 6.13% y 6.22%, y en moneda extranjera en 2023 a tasa de rendimiento promedio ponderado de 2.63%.

Gráfica 40

Colocaciones de Bonos del Tesoro (1)

Año: 2022 (a)

(Porcentajes)



(a) Cifras al 30 de noviembre de 2022.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.

C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2022

1. Política monetaria

a) Tasa de interés líder de política monetaria

La Junta Monetaria, conforme el calendario previsto para 2022, se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

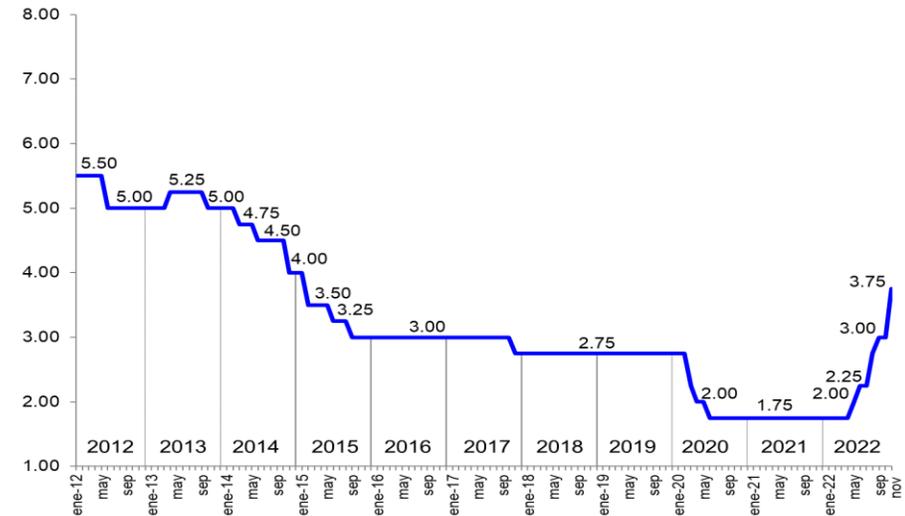
En las sesiones de febrero, marzo y abril la Junta Monetaria, luego de analizar el balance de riesgos de inflación, decidió mantener dicha tasa en 1.75%, mientras que, en las reuniones de mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre en el contexto de las crecientes presiones inflacionarias a nivel mundial, generadas por los efectos de la guerra Rusia - Ucrania y la lenta normalización de las cadenas mundiales de suministro, decidió aumentarla llevando el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria a 3.75%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura tanto externa como interna, expresado en el balance de riesgos de inflación. En el ámbito externo, entre otros aspectos, destacó que las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial, aunque siguen siendo positivas tanto para 2022 como para 2023, siguen moderándose, en un entorno de elevados niveles de incertidumbre y crecientes riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que los precios internacionales del petróleo, del trigo y del maíz amarillo siguen ubicándose por encima de los niveles observados en los años previos y las proyecciones disponibles anticipan que, en el escenario base, los precios medios de dichas materias primas continuarían siendo superiores a los observados en 2021. En el ámbito interno, resaltó que el comportamiento que mantiene la mayoría de indicadores de corto plazo de la actividad económica como el IMAE, el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el comercio exterior, entre otros, siguen siendo congruentes con el rango de crecimiento económico previsto para el presente año. Por otra parte, enfatizó que los choques de oferta externos sobre los precios de los energéticos y los alimentos continúan generando efectos de segunda vuelta, reflejados en incrementos adicionales en los pronósticos y las expectativas de inflación para 2022 y 2023.



Cabe resaltar que la coyuntura actual ha requerido elevar la tasa de interés líder de política monetaria. En ese sentido, la política monetaria en coordinación con la política fiscal, ante efectos de segunda vuelta cada vez más generalizados, debe seguir transitando de manera gradual hacia una postura que procure mantener el anclaje de las expectativas de inflación, lo que eventualmente requerirá más ajustes en la tasa de interés líder de política monetaria, lo cual, en su caso, estará respaldado por el análisis respectivo del balance de riesgos de inflación.

Gráfica 41

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



(1) Con información a noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

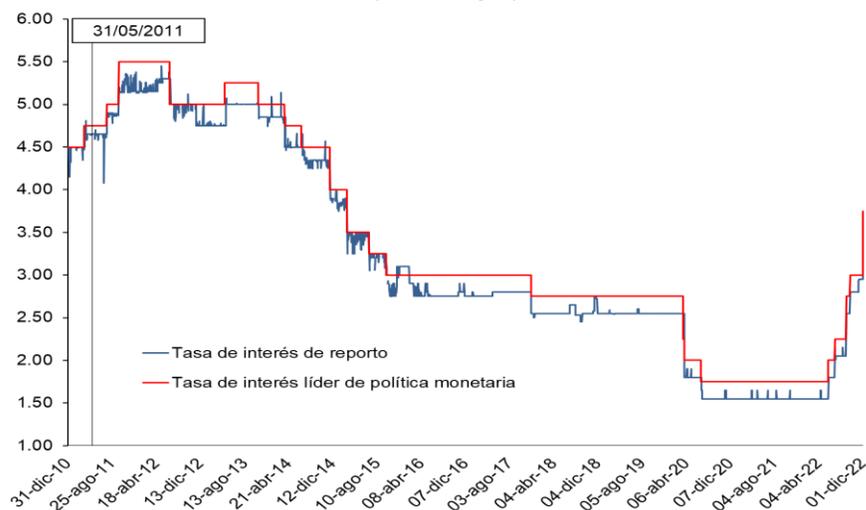
b) Tasas de interés en el mercado

i) De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporto a un día, utilizada como un indicador de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente, se ha ubicado durante el 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 condiciones adecuadas 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 42

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



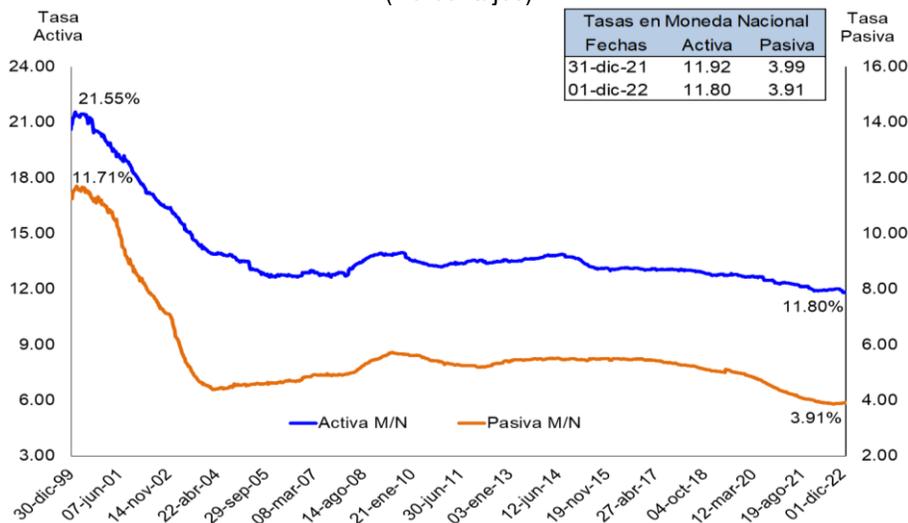
(1) Con información al 1 de diciembre de 2022.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

La tasa de interés representativa de largo plazo para las operaciones activas del sistema bancario es la tasa de interés activa promedio ponderado en moneda nacional, la cual, después de mantenerse estable en los últimos años, a partir del segundo trimestre de 2020, registró una moderada tendencia a la baja, que se prolongó hasta el primer trimestre de 2022, para luego estabilizarse en valores alrededor de 12.0%.

Gráfica 43

Tasas de Interés Activa y Pasiva (1)
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 1 de diciembre de 2022.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.



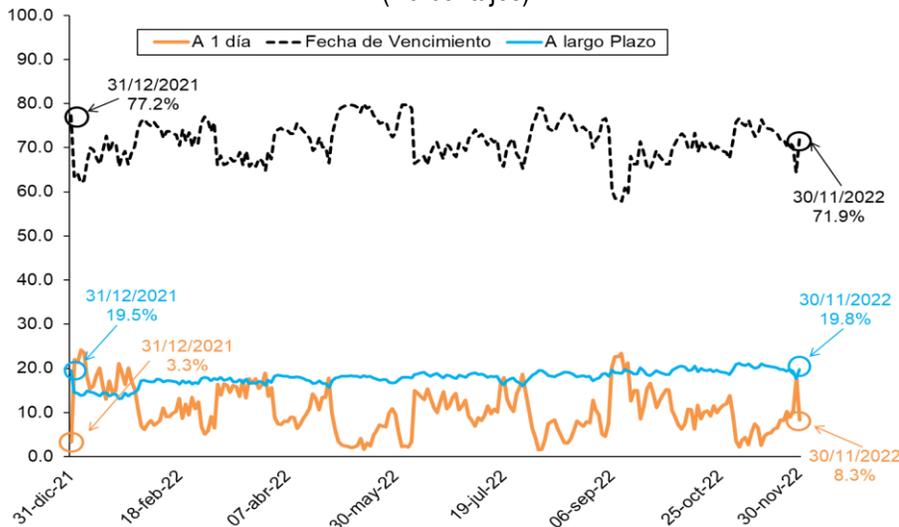
En lo que va del presente año, la referida tasa de interés disminuyó 12 puntos básicos, al pasar de 11.92% en diciembre de 2021 a 11.80% al 1 de diciembre de 2022 (gráfica 43). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, ésta se situó en 3.91% (gráfica 43), menor en 8 puntos básicos al valor observado a diciembre de 2021 (3.99%).

c) Operaciones de estabilización monetaria

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 lo que va del año se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, a la reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 30 de noviembre, las referidas operaciones crecieron Q3,937.5 millones, de los cuales el 46.2% corresponde al sector público y el restante 53.8% corresponde al sector privado. Cabe indicar que al finalizar 2021, el 3.3% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de noviembre de 2022 la referida proporción aumentó a 8.3%. Por su parte, la proporción de OEM colocada con fechas de vencimiento menores de 2 años, pasó de 77.2% en diciembre de 2021 a 71.9% a noviembre de 2022, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo aumentó en 0.3 puntos porcentuales (de 19.5% en 2021 a 19.8% en 2022). El costo de política monetaria derivado de la realización de operaciones de estabilización monetaria equivale a 0.2% del PIB, inferior al costo del año previo (0.3%).

Gráfica 44

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

2. Postura de política monetaria y balance de riesgos de inflación

La Junta Monetaria, en sus decisiones sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria (TILPM) a lo largo del presente año, tomó en consideración el análisis y seguimiento de las condiciones económicas tanto externas como internas y las proyecciones y expectativas de inflación, que sugieren que el ritmo inflacionario se ubicará en 2022 por encima de la meta determinada por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual); en tanto que la previsión para 2023, señala que ésta se ubicaría en el límite superior de la referida meta. En ese sentido, en el entorno

macroeconómico mundial aún existen riesgos que podrían afectar la trayectoria de la inflación, lo que seguiría incidiendo en las proyecciones y expectativas para el presente y próximo año y se incluirían en el balance de riesgos de inflación, para orientar las decisiones de política monetaria, consistentes con el compromiso por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

En ese contexto, se consideraron algunos factores externos e internos derivados de la coyuntura actual, cuya materialización podría desviar la senda prevista de la inflación, tanto al alza como a la baja, en el horizonte relevante para la política monetaria.

Por una parte, dentro de los riesgos al alza destacan: i) las perspectivas de precios externos en niveles elevados, continuarían presionando la inflación, particularmente, por el lado de los combustibles y los alimentos; ii) la prolongación de los choques de oferta en algunos sectores podrían provocar mayor persistencia inflacionaria; iii) el dinámico comportamiento del ingreso de divisas por remesas familiares y del crédito bancario al sector privado, podrían inducir un aumento mayor del consumo privado; iv) los elevados niveles de precios de los combustibles y los alimentos han generado efectos de segunda vuelta y contaminado las expectativas inflacionarias de corto plazo; v) la prolongación del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como el surgimiento de otros focos de tensiones geopolíticas a nivel mundial podría presionar el nivel de precios al alza; y vi) el aumento de las expectativas de inflación podría impactar negativamente sobre el nivel de inflación en el horizonte relevante de política monetaria. La materialización de alguno o varios de estos riesgos podría generar presiones inflacionarias relevantes.

Por otra parte, los principales riesgos a la baja son: i) los conflictos geopolíticos y los elevados niveles de inflación mundial, están aumentando los niveles de incertidumbre económica; ii) las condiciones financieras cada vez más restrictivas afectarían el desempeño de la actividad económica a nivel mundial; iii) las condiciones de elevada incertidumbre en el entorno externo podrían tener un impacto en las perspectivas de crecimiento económico y en la confianza económica y afectar las expectativas de crecimiento económico interno; y iv) el precio internacional del petróleo podría registrar presiones a la baja derivado del riesgo de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía mundial, lo cual podría incidir en los niveles de inflación interna.

Congruente con la forma de operar de la mayoría de bancos centrales con esquemas de metas explícitas de inflación, el Banco de Guatemala modifica la postura de política monetaria, ajustando su principal instrumento que es, como se indicó, la TILPM, considerando la evolución futura de la inflación, por ello, la importancia de contar con indicadores que señalen oportunamente la postura de política monetaria del Banco Central.

Cabe agregar que una mezcla apropiada de políticas monetaria y fiscal, ha requerido de condiciones monetarias acomodaticias; sin embargo, tal postura de política monetaria se ha empezado a modificar gradualmente en función de las presiones sobre la inflación conforme estas han amenazado el cumplimiento de la meta establecida por la autoridad monetaria.

a) Tasa de interés real neutral

La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias o deflacionarias⁴⁷. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria, definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales

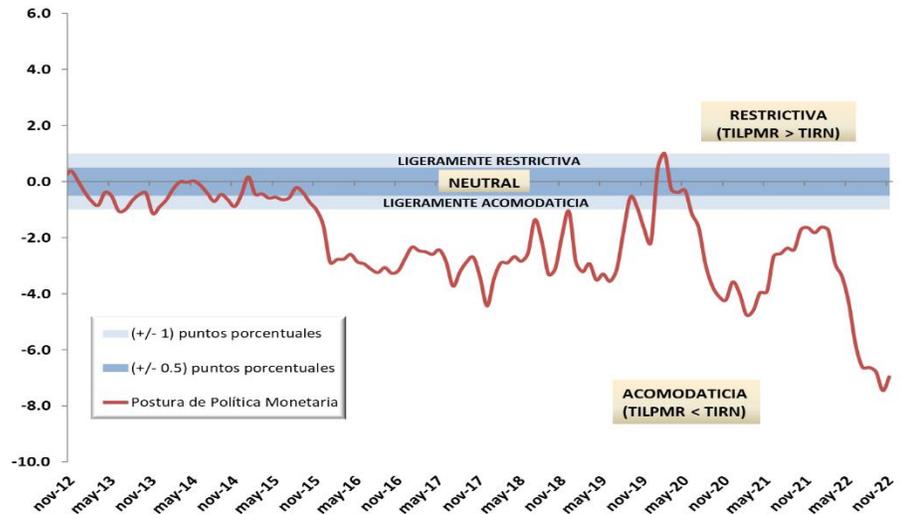
⁴⁷ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 0.5%.



(TILPMR) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria; es decir, si la TILPMR es mayor a la TIRN, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que, si la TILPMR es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a noviembre de 2022, este indicador sugiere una posición de la política monetaria acomodaticia.

Gráfica 45

Postura de la Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2022.

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

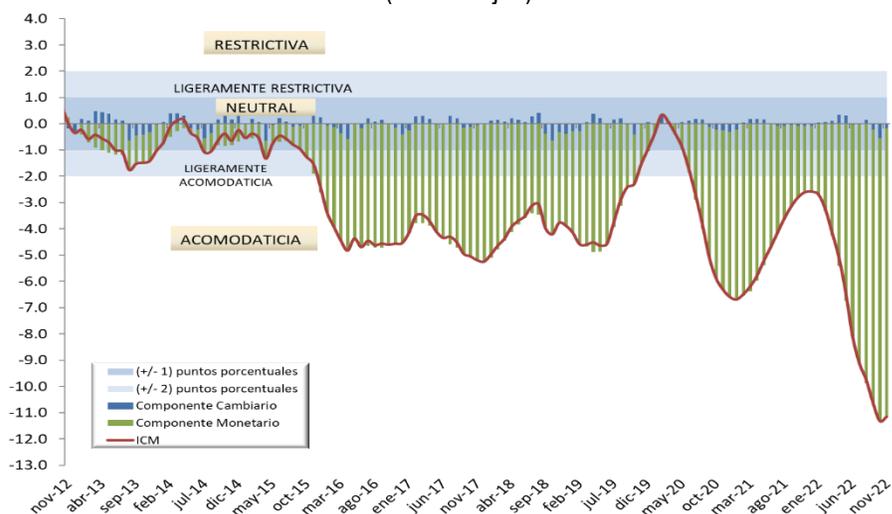
Fuente: Banco de Guatemala.

b) Índice de condiciones monetarias

El índice de condiciones monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción entre los mercados de bienes y de dinero. En ese sentido, el ICM mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por los cambios en los fundamentos de la economía o choques externos y no exclusivamente a decisiones del banco central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información a noviembre de 2022, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 46

Índice de Condiciones Monetarias (1)
(Porcentajes)



(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a noviembre de 2022.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

c) Política cambiaria

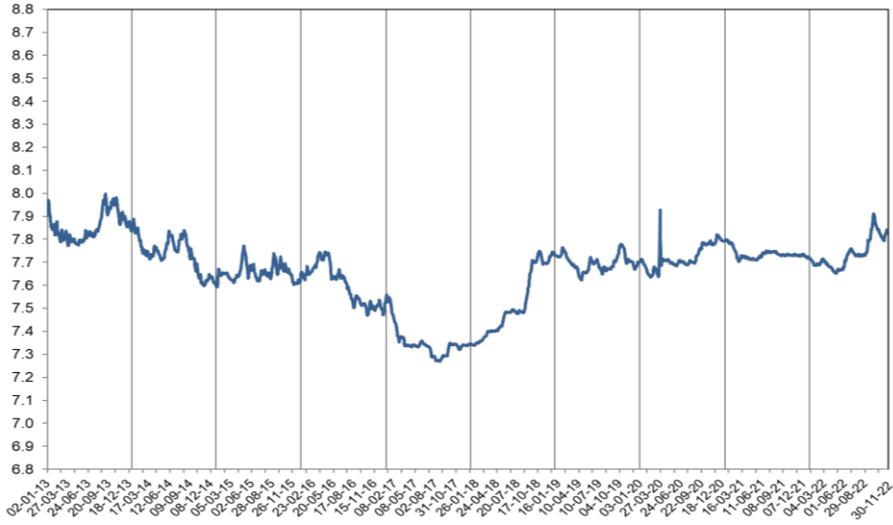
Para la conducción de la política monetaria bajo el esquema de metas explícitas de inflación, se requiere de un régimen de flexibilidad cambiaria, que coadyuve a que el banco central focalice sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental (estabilidad en el nivel general de precios) y que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

Como se indicó, el tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre, una depreciación interanual de 1.43% (depreciación acumulada de 1.58%), comportamiento asociado a sus fundamentos.



Gráfica 47

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

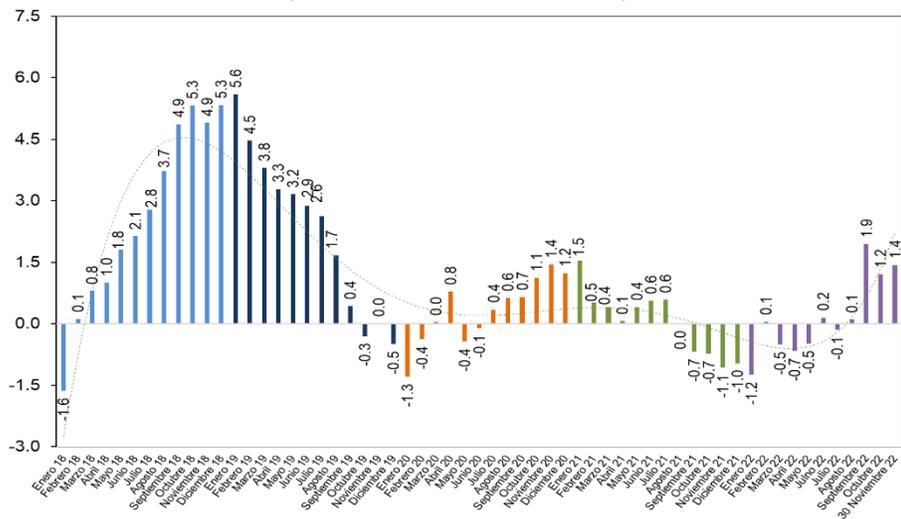


(1) Al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

Cabe indicar que la apreciación interanual del tipo de cambio nominal en 2017, alcanzó un máximo de 5.3% el 17 de abril de ese año y se revirtió gradualmente hasta alcanzar una apreciación de 2.4% al finalizar 2017. En 2018, se registró una depreciación interanual de 5.3%, en 2019 una apreciación de 0.5%, en 2020 una depreciación de 1.2%, en 2021 una apreciación de 1.0%; en tanto que, en 2022 se está registrando, en el último cuatrimestre, una depreciación interanual de 1.4%, acorde con los fundamentales de dicha variable.

Gráfica 48

Tipo de Cambio Nominal
Años 2018 - 2022 (1)
(Tasas de variación interanual)

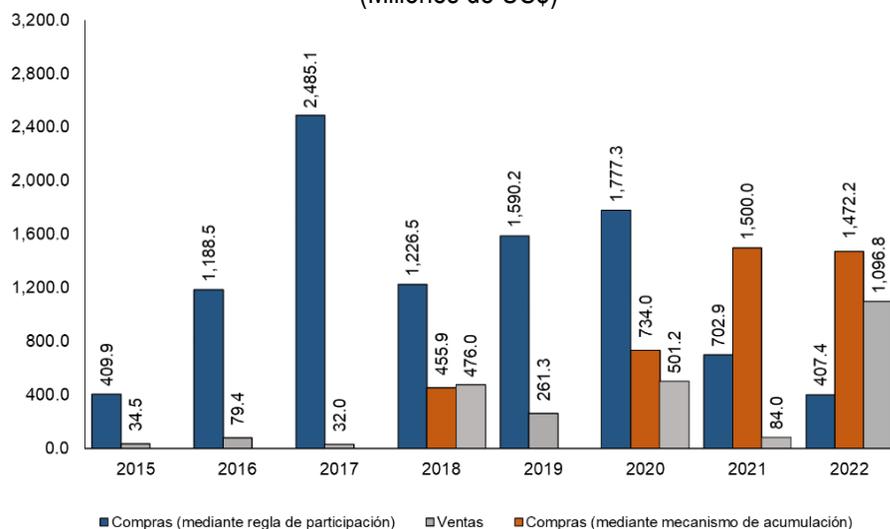


(1) Al 30 de noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

Asimismo, el Banco de Guatemala, conforme a la política cambiaria vigente, utilizó la regla de participación en el Mercado Institucional de Divisas (MID), la cual es transparente, simétrica y ampliamente conocida por los participantes en dicho mercado, cuyo objetivo primordial es el de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En efecto, al 30 de noviembre de 2022, el Banco de Guatemala por activación de la regla cambiaria compró US\$407.4 millones y efectuó ventas por US\$1,096.8 millones; adicionalmente, por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales se registraron compras por US\$1,472.2 millones. En efecto, el Comité de Ejecución autorizó en dos ocasiones la participación mediante el referido mecanismo; en la primera ocasión se aprobó la participación hasta por un monto de US\$1,000.0 millones conforme la política cambiaria aprobada por la Junta Monetaria, dicho mecanismo, se implementó a partir del 7 de enero y estaría vigente hasta agotar el referido monto, con el propósito de moderar los excedentes de divisas que prevalecían en el mercado cambiario y los que podrían registrarse en 2022. Tomando en consideración que en mayo del presente año ya se había agotado el cupo propuesto, el Comité de Ejecución amplió la participación en US\$500.0 millones adicionales, dicha ampliación fue implementada a partir del 24 de mayo y estaría vigente hasta agotar dicho monto. En ese sentido, la participación neta del Banco de Guatemala en el MID al 30 de noviembre de 2022, se situó en US\$782.8 millones, equivalente a 1.16% del total negociado en el MID. Cabe indicar que en 2021 se efectuaron compras netas por US\$2,118.9 millones, equivalente a 3.43% del total negociado.

Gráfica 49

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



(1) Con información a diciembre de cada año. Para el caso de 2022, al 30 de noviembre.
Fuente: Banco de Guatemala.

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



IV. ESTIMACIÓN DE CIERRE 2022 Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2023

A. DEL ENTORNO EXTERNO

1. Crecimiento económico

Según el FMI, la actividad económica mundial se desaceleraría en 2022 y registraría una tasa de crecimiento de 3.2% en 2022, como resultado de una reducción de la demanda a nivel mundial, producto del endurecimiento de las políticas monetarias que apuntan a moderar la inflación persistentemente alta en la mayoría de las regiones; asimismo, los brotes de COVID-19 en la República Popular China, han ocasionado restricciones a la movilidad, afectando severamente la actividad económica de dicho país y las cadenas de suministro a nivel mundial, en tanto que las repercusiones de la guerra entre Rusia y Ucrania han incrementado los precios de la energía y de los alimentos a nivel mundial y han afectado, en mayor medida, el dinamismo de la actividad económica en Europa. Para 2023, las perspectivas están sujetas a un alto grado de incertidumbre y elevados riesgos a la baja, por lo que el crecimiento económico se ubicaría en 2.7%, asociado a la persistencia de los altos niveles de la inflación, que conllevaría a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras; a la incertidumbre en torno al curso de la invasión rusa a Ucrania; a la evolución de la crisis energética en Europa; y a la continuidad de las medidas asociadas a la pandemia en la República Popular China y sus implicaciones para el comercio mundial.

En el caso de las economías avanzadas, la actividad económica crecería a un ritmo de 2.4% y 1.1% en 2022 y 2023, respectivamente. En los Estados Unidos de América, se anticipa un crecimiento económico de 1.6% en 2022, resultado del menor consumo privado y del deterioro de la inversión, ante la disminución del ingreso real como consecuencia de los altos niveles de inflación que ha afectado la demanda de los consumidores y de los mayores costos de financiamiento. En 2023, el crecimiento se moderaría aún más, situándose en 1.0%, debido, principalmente, a la desaceleración del consumo privado y de la inversión, derivado del endurecimiento de las condiciones financieras.

En la Zona del Euro, se prevé que la actividad económica registre un crecimiento económico de 3.1% en 2022, impulsado por un desempeño, mejor al esperado, en la mayoría de economías de la región, asociado al mayor dinamismo del consumo interno y del gasto público, así como por la recuperación del turismo y la resiliencia de la producción manufacturera; aunque el endurecimiento de las condiciones financieras, la inestabilidad geopolítica en Europa del Este y el deterioro de los términos de intercambio moderaron el ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año. En 2023, la región registraría un menor crecimiento, ubicándose en 0.5%, consecuencia de la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania, del deterioro en la confianza de los agentes económicos y de la mayor incertidumbre asociada a la crisis energética, que continuaría afectando, particularmente, a las economías que se encuentran más expuestas a los suministros de gas natural ruso.

En el Reino Unido, se proyecta que la economía se ralentizaría respecto al año previo y crecería 3.6% en 2022, asociado al menor crecimiento del consumo y de la inversión, a la intensificación de las presiones inflacionarias, principalmente, por los mayores precios de la energía y de los alimentos, y de una política monetaria y fiscal más restrictiva. La actividad económica continuaría desacelerándose en 2023, previéndose un crecimiento de 0.3%, debido a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras y a los altos precios de la energía que continuarían afectando el gasto de los consumidores.

En Japón, se espera que el crecimiento económico se mantenga estable, ubicándose en 1.7% en 2022, asociado al dinamismo del consumo privado y a la recuperación de la inversión y de las exportaciones derivado de la flexibilización de las restricciones asociadas al COVID-19; no obstante, el desempeño de la producción industrial sería afectado por el elevado costo de los insumos y por el menor crecimiento de sus principales socios comerciales. Por su parte, se prevé un crecimiento de 1.6% para 2023, ante la moderación del consumo, el deterioro de los términos de intercambio y las mayores presiones inflacionarias.

Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la actividad económica crecería 3.7% en 2022 y mantendría dicho crecimiento en 2023. En la República Popular China, se prevé que la economía se expanda 3.2% en 2022, su menor crecimiento en más de cuatro décadas, resultado del debilitamiento de la actividad industrial, de la crisis del sector inmobiliario, de los continuos confinamientos asociados a su política “cero tolerancia al COVID-19” y de una demanda externa más débil. En 2023, el aumento de la demanda interna y del gasto público impulsaría el crecimiento económico, ubicándose en 4.4%; además, incidiría positivamente en la recuperación del sector servicios, la normalización de la demanda externa y la expectativa de que el gobierno chino adopte una estrategia más flexible para el manejo de la pandemia.

En América Latina, se estima un crecimiento de la actividad económica de 3.5% en 2022, impulsado por el dinamismo de la demanda interna, la recuperación de la demanda externa, los mayores precios de las materias primas y el aumento de las remesas familiares. No obstante, dicho crecimiento se desaceleraría el próximo año como resultado de las condiciones financieras menos favorables y de la debilidad de la demanda externa por parte de los principales socios comerciales de la región, particularmente de los Estados Unidos de América. En ese contexto, la actividad económica crecería 1.7% en 2023.

En Brasil y México, las economías más grandes de la región, se anticipa que el PIB se expandiría 2.8% y 2.1%, respectivamente en 2022, resultado de la recuperación de la demanda interna, el dinamismo de la actividad manufacturera y del sector servicios, la disminución del impacto de la pandemia y la mejora de los términos de intercambio; no obstante, el endurecimiento de las condiciones financieras propiciaría que dicho crecimiento se desacelere en 2023 a 1.0% y 1.2%, en su orden, asociado, en parte, a la caída de la confianza empresarial; a la orientación de la política monetaria más restrictiva; y a las expectativas de una moderación de la actividad industrial estadounidense, particularmente para México. Entre el resto de países de la región, se proyecta que Chile, Colombia y Perú registren tasas de crecimiento en 2022 de 2.0%, 7.6% y 2.7%, en su orden, impulsado fundamentalmente por el crecimiento del consumo privado y una mayor demanda externa; en tanto que, en 2023, el crecimiento sería menor al ubicarse en -1.0%, 2.2% y 2.6%, respectivamente, reflejo del menor dinamismo de la economía mundial y del endurecimiento de la política monetaria.

En Centroamérica, se anticipa que la actividad económica crecería 3.7% en 2022, resultado, principalmente, del impulso de la demanda externa, de la recuperación del sector turístico y del sólido ingreso de remesas familiares, especialmente en Guatemala, Honduras y Nicaragua. No obstante, el debilitamiento del entorno externo, aunado al incremento de la inflación y al endurecimiento de las condiciones financieras afectarían el desempeño de la actividad económica en la región, por lo que el crecimiento económico en 2023 se situaría en 3.0%.

2. Inflación internacional

La inflación internacional ha registrado un comportamiento al alza durante 2022, ubicándose, en algunas economías, en su nivel más alto en más de cuatro décadas, derivado del desbalance entre oferta y demanda en algunos sectores,



ante el aumento de la demanda agregada; del incremento de los precios de los alimentos y de las materias primas, principalmente, del petróleo y sus derivados, asociado, en buena medida, al conflicto entre Rusia y Ucrania; en adición a la reducción del flujo de gas a través de los gasoductos rusos hacia Europa, que contribuyó a un fuerte aumento en los precios del gas natural. Asimismo, las medidas de confinamiento y de restricciones a la movilidad en la República Popular China ocasionaron presiones adicionales en las cadenas mundiales de suministro y un aumento generalizado de los costos de las materias primas. En ese sentido, tanto en las economías avanzadas como en la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación a octubre se ubicó en niveles superiores a sus respectivas metas de inflación. En el contexto descrito, la mayoría de los bancos centrales ajustaron su postura de política monetaria a restrictiva, retirando los estímulos monetarios implementados por la crisis generada por la pandemia del COVID-19, con el objetivo de controlar las presiones inflacionarias, a fin de que tanto la inflación como las expectativas converjan a las metas establecidas por las autoridades monetarias, por lo que se anticipa una moderación de la inflación en 2023.

De acuerdo con las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 9.1% al finalizar 2022 y en 5.1% a finales de 2023. En las economías avanzadas la inflación se ubicaría en 7.0% en 2022 y se desaceleraría a 3.2% en 2023; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación registraría niveles de 10.6% en 2022 y 6.4% en 2023.

En los Estados Unidos de América, se prevé que la inflación se sitúe en 6.4% en 2022 resultado, principalmente, del incremento de la demanda de bienes y servicios asociado al proceso de recuperación de la actividad económica, de los desequilibrios de oferta, de la persistente disrupción en las cadenas mundiales de suministro más importantes y del incremento de los precios de los alimentos y de la energía ocasionados por el conflicto en Europa del Este. No obstante, se anticipa que la inflación se desacelere a 2.3% en 2023, debido, fundamentalmente, al menor crecimiento del consumo privado. En dicho entorno, la Reserva Federal ha realizado aumentos continuos a la tasa de interés de fondos federales, con el objetivo de moderar la inflación y lograr que ésta converja a la meta de 2.0% en el mediano plazo.

En la Zona del Euro se prevé que la inflación se sitúe en 8.8% en 2022, por arriba de la meta establecida por el Banco Central Europeo (BCE), resultado, principalmente, del incremento de los precios de los alimentos y de los energéticos, influenciados por el alza en los precios internacionales de algunos insumos agrícolas y del crudo y del gas, como consecuencia del conflicto entre Rusia y Ucrania. Cabe mencionar que las interrupciones en las cadenas de suministro continúan incidiendo en el alto costo de los insumos para la producción; no obstante, se prevé que la inflación se desacelere a 4.5% en 2023, lo que evidenciaría los efectos de la política monetaria restrictiva implementada desde el presente año por el Consejo de Gobierno del BCE.

En el Reino Unido, se prevé que la inflación se ubique en 11.3% en 2022, reflejo del incremento en el precio de los alimentos y de los derivados del petróleo, lo cual ha sido exacerbado por el impacto económico de la invasión rusa a Ucrania. Asimismo, dicho resultado también ha estado influenciado por el aumento en el costo de los servicios y de otros bienes transables. Por su parte, se anticipa que las presiones inflacionarias se moderen el próximo año, en la medida que la política monetaria del Banco de Inglaterra siga tornándose restrictiva y se estabilicen los precios de los energéticos. De tal cuenta, se anticipa que la inflación se ubique en 6.3% en 2023.

En Japón, la inflación se ubicaría en 2.4% en 2022, influenciada por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos; además, por la depreciación del yen frente al dólar estadounidense, lo que ha resultado en mayores costos de importación. En tanto que para 2023 se situaría en 1.2%, por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón,

previéndose que éste continúe con una postura acomodaticia para consolidar la recuperación de la actividad económica, así como para mantener condiciones financieras favorables.

En la República Popular China, la inflación se ubicaría en 2.7% en 2022 y en 1.8% en 2023, por debajo de la meta de mediano plazo establecida por el gobierno chino (3.0%), asociado a la debilidad de la demanda interna, debido a la reimposición de las restricciones a la movilidad para contener los contagios de COVID-19 en sus principales ciudades, y a la reducción de la inversión en el sector inmobiliario. Por su parte, se prevé que la postura de política monetaria del referido Banco Central continuaría siendo acomodaticia con el fin de apoyar la recuperación económica, aunque los riesgos asociados a la inestabilidad en el sector inmobiliario podrían alterar su comportamiento el próximo año.

En América Latina, se espera que la inflación se ubique en 14.6% en 2022 y se modere a 9.5% en 2023, comportamiento que obedece, fundamentalmente, a las persistentes presiones inflacionarias asociadas al incremento de los precios de los alimentos y de la energía, a los efectos de las interrupciones en las cadenas mundiales de suministro, y al aumento de los precios de las materias primas y de los precios de los servicios, en medio de la normalización y la reapertura de los sectores afectados por la pandemia. Sin embargo, cabe destacar que existen marcadas diferencias en los niveles de inflación a nivel de países y subregiones, reflejo de las diferentes etapas de recuperación en que se encuentran con relación a la pandemia, junto con divergencias en el peso de los alimentos, la energía y los bienes importados en sus canastas de consumo. En ese contexto, las autoridades monetarias han endurecido la postura de sus políticas monetarias con el objetivo de estabilizar el nivel general de precios en sus economías y anclar las expectativas de inflación.

En Brasil, la inflación se ubicaría en 6.0% en 2022 y en 4.7% en 2023, debido al incremento de los precios de los alimentos y de la energía; de esa cuenta, el Banco Central de Brasil decidió incrementar su tasa de interés de política en varias ocasiones durante 2022, ubicándola en 13.75%, lo que representa un aumento de 1,175 puntos básicos desde inicios de 2021. En México, se espera que la inflación se ubique en 8.5% en 2022, en tanto que para 2023, sería menor hasta ubicarse en torno a 4.8%. Por su parte, en Chile y en Colombia, la inflación se ubicaría en 12.2% y 11.0% en 2022, respectivamente; en tanto que, en 2023 se estima que la misma se situaría en 6.2% y 6.0%, en su orden. En Perú, se espera que la inflación se ubique en 6.8% en 2022 y 3.0% en 2023. En Centroamérica, la inflación en 2022 registraría un aumento respecto del año previo, situándose en promedio, en 9.0%, en tanto que para 2023, se espera que la inflación de la región se desacelere a 4.7%.

En el cuadro siguiente se presentan los datos observados y las proyecciones para 2022 y 2023, relativas al crecimiento económico e inflación a nivel internacional.

**Cuadro 3**Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación
(Porcentajes)

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de periodo)		
	2021	Proyección		2021	Proyección	
		2022	2023		2022	2023
Principales socios comerciales de Guatemala						
Estados Unidos	5.7	1.6	1.0	7.4	6.4	2.3
El Salvador	10.3	2.6	1.7	6.1	6.0	2.0
Honduras	12.5	3.4	3.5	5.3	11.0	6.2
Nicaragua	10.3	4.0	3.0	7.2	10.0	5.5
Zona del Euro	5.2	3.1	0.5	5.0	8.8	4.5
México	4.8	2.1	1.2	7.4	8.5	4.8
Otros socios comerciales						
Colombia	10.7	7.6	2.2	5.6	11.0	6.0
Japón	1.7	1.7	1.6	0.5	2.4	1.2
Brasil	4.6	2.8	1.0	10.1	6.0	4.7
Chile	11.7	2.0	-1.0	7.1	12.2	6.2
Perú	13.6	2.7	2.6	6.4	6.8	3.0
Reino Unido	7.4	3.6	0.3	5.4	11.3	6.3
República Popular China	8.1	3.2	4.4	1.8	2.7	1.8
Mundial	6.0	3.2	2.7	6.4	9.1	5.1
-Economías avanzadas	5.2	2.4	1.1	5.2	7.0	3.2
-Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6.6	3.7	3.7	7.3	10.6	6.4
-América Latina y el Caribe (1)	6.9	3.5	1.7	11.6	14.6	9.5
-Centroamérica	9.1	3.7	3.0	4.2	9.0	4.7
Principales socios (2)	6.8	2.2	1.3	6.8	7.4	3.3

(1) En la inflación, se excluye a 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, Honduras y Nicaragua, que en conjunto representan alrededor de 64% del total del comercio exterior del país.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2022.

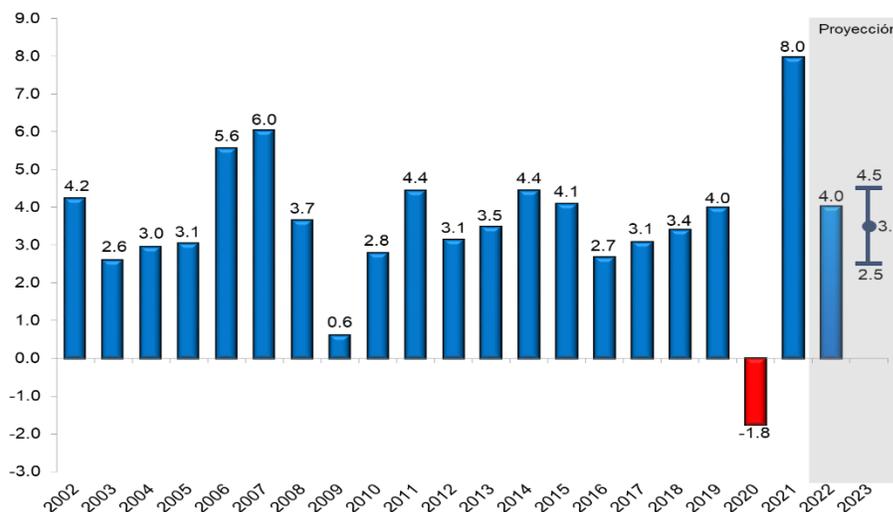
B. DEL ENTORNO INTERNO**1. Actividad económica**

Luego de la recuperación observada en 2021 (crecimiento de 8.0%) de los efectos provocados por la pandemia del COVID-19, durante 2022 la economía nacional se ha caracterizado por registrar un crecimiento mayor a su potencial, derivado del incremento observado en el consumo privado y público, así como en la inversión, particularmente, la generada por la construcción; en adición a la mayor demanda externa de bienes y servicios, principalmente de los socios comerciales del país, por lo que el PIB estaría registrando un crecimiento de 4.0%.

Por su parte, para 2023 se prevé que se mantenga el impulso económico por la resiliencia del país para adaptarse a las nuevas circunstancias, por lo que se espera que la actividad económica retorne a su crecimiento de largo plazo (3.5%), aunque dada la incertidumbre existente, se prevé un rango de crecimiento entre 2.5% y 4.5%.

Gráfica 50

Producto Interno Bruto Anual (1) (2)
(Variación interanual)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2013.

(2) Cifras preliminares para 2019, 2020 y 2021, estimación de cierre para 2022 y proyección para 2023.

Fuente: Banco de Guatemala.

A continuación, se presenta un detalle de las proyecciones del sector real para el próximo año.

a) Demanda interna

Para 2023 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.4%, impulsado principalmente por el incremento esperado en el gasto de consumo privado, asociado al aumento de las remuneraciones de los hogares, de las remesas familiares recibidas del exterior, del mantenimiento de condiciones crediticias favorables y de la convergencia del nivel general de precios a la meta establecida por la autoridad monetaria. Por su parte, se estima un incremento del gasto de consumo del gobierno general, debido a la mayor ejecución en los rubros de remuneraciones y de bienes y servicios por parte de la Administración Central, de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2023, aprobado por el Congreso de la República. Asimismo, se prevé que la formación bruta de capital fijo muestre un aumento, explicado por la mayor inversión estimada en construcción, principalmente de edificaciones para uso residencial y no residencial; así como por el crecimiento esperado en la importación de bienes de capital.

b) Demanda externa

Las perspectivas del crecimiento de la economía mundial en 2023, permitiría que las exportaciones de bienes y servicios crezcan en términos reales 3.4%, resultado de la mayor demanda esperada de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país. Respecto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales, estas crecerían 3.3%, como consecuencia de perspectivas favorables en la demanda de bienes destinados al consumo final, al consumo intermedio y a la inversión.

**Cuadro 4**

Producto Interno Bruto Medido por el Destino del Gasto

Años: 2021-2023

(Estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual			Tasas de variación		
	2021 (p)	2022 (e)	2023 (py)	2021 (p)	2022 (e)	2023 (py)
1. DEMANDA INTERNA				10.7	2.9	3.4
GASTO DE CONSUMO FINAL	97.3	99.9	100.1	8.4	4.4	3.5
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	86.0	88.6	89.0	8.9	4.3	3.6
Gastos en consumo del gobierno general	11.3	11.3	11.2	5.0	5.1	2.8
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	15.8	16.7	16.9	20.8	1.6	4.5
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	1.2	0.0	-0.2			
2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	17.8	19.1	18.8	11.7	5.5	3.4
3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	32.1	35.8	35.6	22.1	0.7	3.3
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)				8.0	4.0	2.5 - 4.5

(p) Cifras preliminares.

(e) Estimación de cierre.

(py) Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (2.5% – 4.5%).

Nota: Las cifras se presentan conforme a la metodología del SCN 2008, con año de referencia 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

c) Actividad sectorial

El comercio al por mayor y al por menor; mantenimiento y reparación de vehículos automotores y motocicletas (con un peso relativo de 21.4% en el PIB y una contribución de 0.68 puntos porcentuales), se estima registre un crecimiento de 3.2%, asociado a mejores expectativas para la comercialización de bienes, tanto de origen nacional como de origen importado, debido al aumento esperado en la producción de las actividades agrícolas e industriales, así como al incremento estimado de la importación de bienes.

En cuanto a las industrias manufactureras (con una participación de 13.7% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.40 puntos porcentuales), crecería 2.9%, debido principalmente, a la mayor demanda interna y externa esperada de las actividades relacionadas con la fabricación de metales comunes, aceites y grasas de origen vegetal y animal, prendas de vestir, bebidas no alcohólicas y otras aguas embotelladas, y muebles. Asimismo, se prevé un incremento en la demanda intermedia de cemento, cal y yeso, productos de plástico, maquinaria y equipo, productos de papel e impresión, así como del servicio de reparación e instalación de equipo industrial, entre otros.

Respecto a las actividades inmobiliarias (con un peso relativo de 7.8% en el PIB y una contribución de 0.31 puntos porcentuales), se estima que crezcan 3.9%, debido al incremento esperado de los alquileres residenciales, asociado al mayor número de viviendas construidas y puestas a disposición de los hogares. Por su parte, los alquileres no residenciales se verían favorecidos por la mayor demanda generada por las actividades que insumen dichos servicios.

Las actividades financieras y de seguros (con una participación de 3.8% en el PIB y una contribución de 0.25 puntos porcentuales), crecerían 6.5%, influenciadas por el incremento previsto en el crédito al sector privado, lo que favorecería

la actividad de bancos y financieras. Asimismo, se estima un comportamiento positivo por parte de las actividades auxiliares de los servicios financieros, resultado del aumento esperado de las actividades de emisores de tarjetas de crédito.

En cuanto a la actividad de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca (con un peso relativo de 9.1% en el PIB y una contribución de 0.20 puntos porcentuales), se estima registre un crecimiento de 2.2%, explicado, principalmente, por el incremento previsto de la producción de hortalizas, melones, bananos, cereales y café, como resultado de mayores rendimientos esperados en las áreas de cultivo y del aumento en la demanda externa. Asimismo, se prevé una mayor demanda intermedia de aves de corral, ganado bovino y palma africana.

Por su parte, las actividades de servicios administrativos y de apoyo (con un peso relativo de 3.2% en el PIB y una contribución de 0.14 puntos porcentuales), aumentarían 4.5%, influenciadas principalmente, por el crecimiento esperado de las actividades de centros de llamadas, debido a perspectivas favorables en la demanda externa de dichos servicios. Por su parte, se prevé un comportamiento positivo en la demanda intermedia de las actividades administrativas y de apoyo a las empresas, impulsado por la mayor demanda esperada de personal subcontratado por parte del Gobierno Central durante el proceso electoral. Adicionalmente, se estima una mayor demanda intermedia en las actividades de empleo, de seguridad, y de alquiler y arrendamiento.

La actividad administración pública y defensa (con un peso relativo de 4.0% en el PIB y una contribución de 0.13 puntos porcentuales), se prevé que registre un crecimiento de 3.4%, considerando el comportamiento esperado del pago de remuneraciones y transferencias corrientes por parte de la Administración Central, de acuerdo con el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2023, aprobado por el Congreso de la República.

Finalmente, la actividad de información y comunicaciones (con un peso relativo de 3.4% en el PIB y una contribución de 0.12 puntos porcentuales), se estima crezca 3.6%, impulsado por el desempeño favorable previsto para la actividad de telecomunicaciones, asociado a la mayor demanda esperada de servicios de telefonía móvil por parte de los hogares y al incremento del acceso a banda ancha en los servicios de internet.

**Cuadro 5**

Producto Interno Bruto Medido por el Origen de la Producción

Años: 2021-2023

(Estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual			Tasas de variación			Contribución al PIB		
	2021 (p)	2022 (e)	2023 (py)	2021 (p)	2022 (e)	2023 (py)	2021 (p)	2022 (e)	2023 (py)
1. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	9.4	9.2	9.1	3.5	2.7	2.2	0.35	0.25	0.20
2. Explotación de minas y canteras	0.6	0.6	0.6	10.1	-4.6	18.5	0.05	-0.03	0.11
3. Industrias manufactureras	14.0	13.8	13.7	8.0	3.6	2.9	1.13	0.50	0.40
4. Suministro de electricidad, agua y servicios de saneamiento	2.3	2.2	2.2	5.7	4.6	4.4	0.14	0.10	0.10
5. Construcción	5.4	5.6	5.6	11.0	6.8	1.9	0.57	0.37	0.11
6. Comercio al por mayor y al por menor; mantenimiento y reparación de vehículos automotores y motocicletas	20.2	21.1	21.4	9.0	3.7	3.2	1.77	0.75	0.68
7. Transporte y almacenamiento	3.0	3.2	3.3	11.6	7.9	2.8	0.33	0.24	0.09
8. Actividades de alojamiento y de servicio de comidas	2.5	2.7	2.7	20.8	15.2	3.9	0.49	0.38	0.10
9. Información y comunicaciones	3.7	3.5	3.4	6.1	1.0	3.6	0.24	0.04	0.12
10. Actividades financieras y de seguros	3.8	3.8	3.8	6.3	8.6	6.5	0.25	0.33	0.25
11. Actividades inmobiliarias	8.1	7.9	7.8	4.7	4.9	3.9	0.40	0.40	0.31
12. Actividades profesionales, científicas y técnicas	2.3	2.3	2.3	8.9	4.3	3.3	0.21	0.10	0.08
13. Actividades de servicios administrativos y de apoyo	3.2	3.2	3.2	10.4	6.7	4.5	0.33	0.21	0.14
14. Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	4.1	4.0	4.0	2.0	2.8	3.4	0.09	0.11	0.13
15. Enseñanza	4.5	4.4	4.3	3.8	2.7	2.6	0.18	0.12	0.11
16. Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	3.0	2.8	2.8	17.4	0.6	4.3	0.47	0.02	0.12
17. Otras actividades de servicios	3.7	3.7	3.7	7.2	4.5	3.1	0.27	0.17	0.12
PRODUCTO INTERNO BRUTO				8.0	4.0	2.5 - 4.5			

(p) Cifras preliminares.

(e) Estimación de cierre.

(py) Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (2.5% – 4.5%).

Nota: Las cifras se presentan conforme a la metodología del SCN 2008, con año de referencia 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

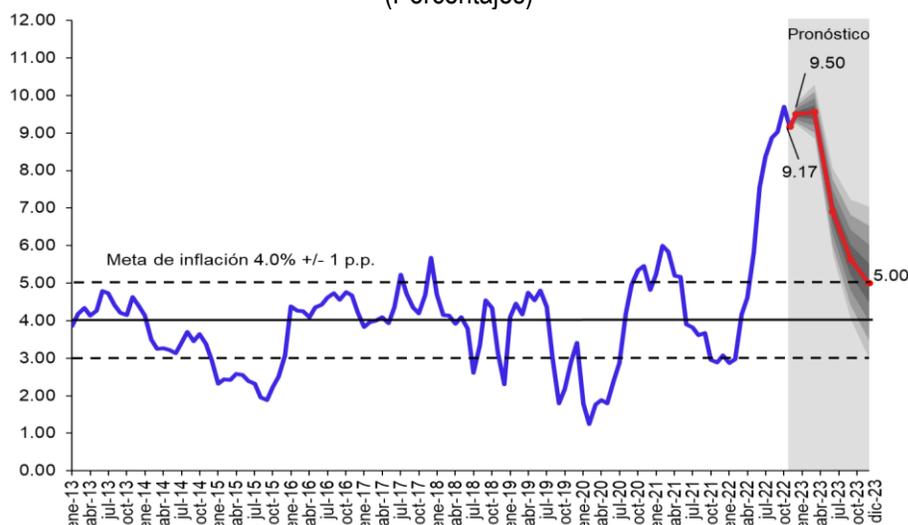
2. Inflación**a) Proyecciones**

Los pronósticos de inflación prevén que el ritmo inflacionario total para diciembre de 2022 se situaría en 9.50% y para diciembre de 2023 se ubicaría en 5.00%. La previsión para 2022 estaría fuera de la meta determinada por la autoridad monetaria debido a las significativas presiones inflacionarias de origen externo (inflación importada); en tanto que, la previsión de 2023 estaría en el límite superior de la referida meta. Respecto a la inflación subyacente, se anticipa que para diciembre de 2022 se ubicaría en 5.50%; en tanto que para diciembre de 2023 se ubicaría en 4.75%. Dichos

pronósticos de inflación consideran para 2022 y para 2023, por el lado de la oferta, la evolución del precio de los alimentos en función de la estacionalidad de la producción de los productos agrícolas y de los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo; y el comportamiento esperado en el precio de los combustibles (gasolinas y diésel) y del gas propano, acordes a la evolución del precio internacional del petróleo, que también podría afectar el precio del servicio de electricidad. Por el lado de la demanda, se prevé que el impulso económico se mantendría, resultado de la resiliencia del país para adaptarse a los choques de origen externo; mientras que el comportamiento de la demanda de dinero no anticipa presiones inflacionarias.

Gráfica 51

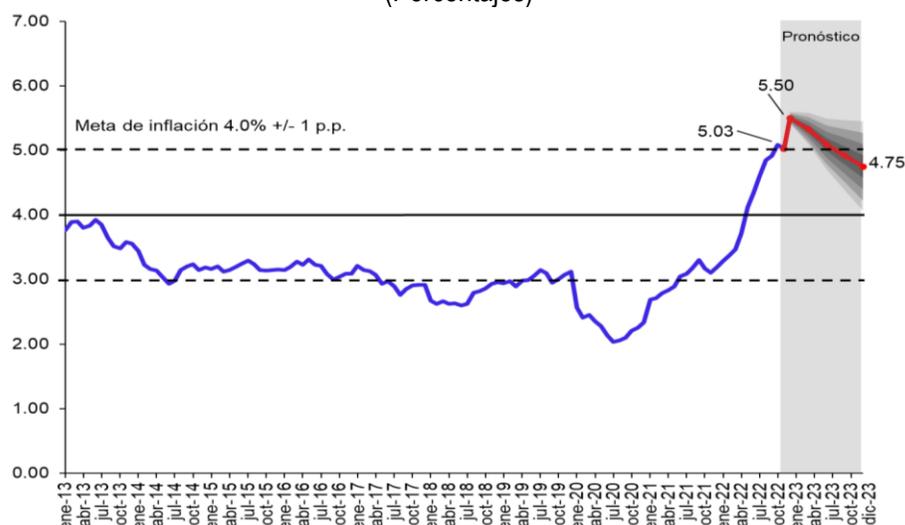
Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2022 y proyectada para diciembre de 2022 y de 2023.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 52

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2022 y proyectada para diciembre de 2022 y de 2023.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

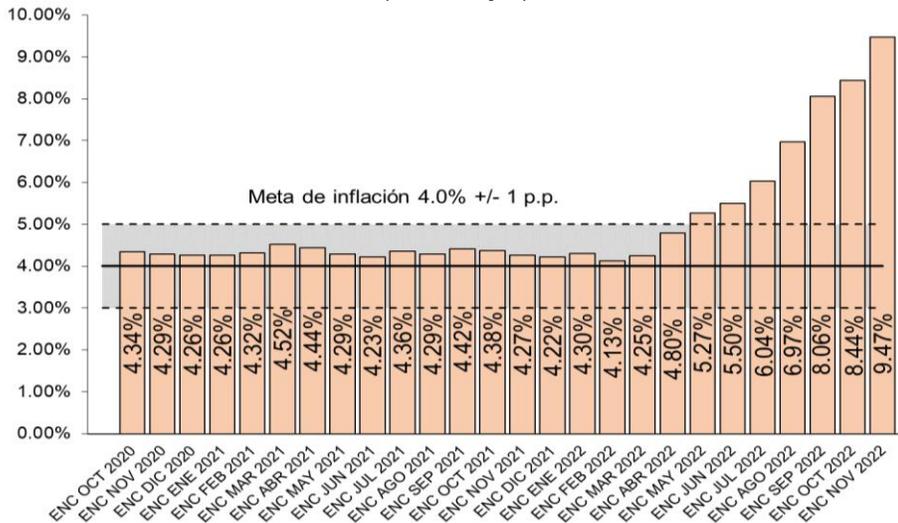


b) Expectativas

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2022 como para 2023, se ubicaría por encima de la meta de inflación. Al respecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 9.47% en diciembre de 2022 y en 6.97% en diciembre de 2023. En ese sentido, es importante destacar que el incremento en las expectativas de inflación para el presente año y el próximo, podría estar reflejando la preocupación de que el comportamiento de la inflación en los meses recientes estaría mostrando la influencia de algunos efectos de segunda vuelta; por lo que, la autoridad monetaria ha estado atenta a su comportamiento y ha comenzado a tomar las acciones necesarias que eviten el desanclaje de las expectativas que, a su vez, incida en un aumento persistente de la inflación a niveles por encima de la meta en el horizonte relevante de política monetaria.

Gráfica 53

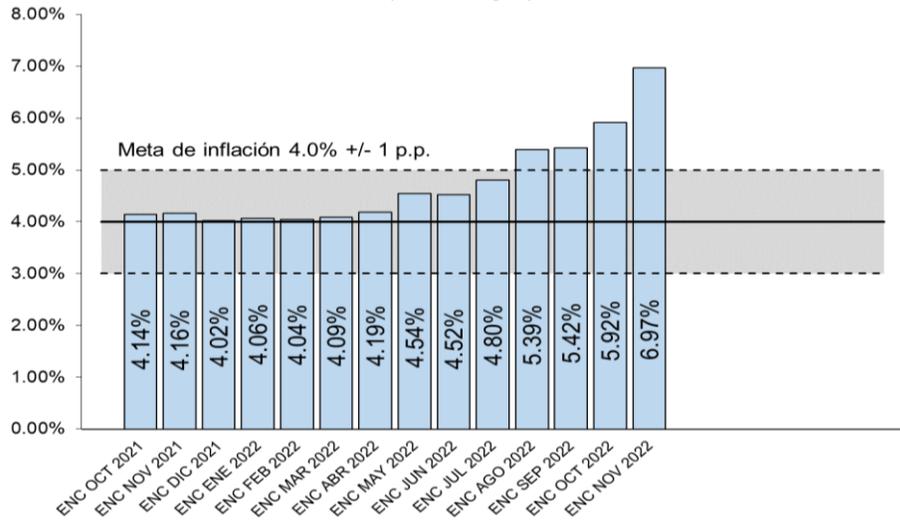
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2022 (1)
(Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 54

**Expectativas de Inflación para Diciembre de 2023 (1)
(Porcentajes)**

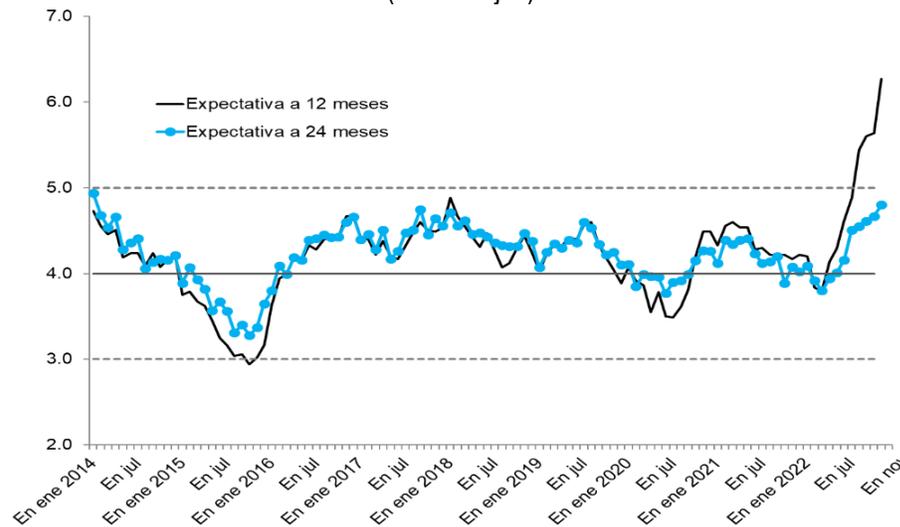


(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, la trayectoria de las expectativas de inflación a 12 meses, se sitúa en un nivel por encima de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria, como resultado de las apreciaciones de los panelistas de los efectos externos sobre la inflación en el corto plazo, mientras que las expectativas a 24 meses, aunque han aumentado, se ubican dentro de la meta, reflejando, por una parte, el anclaje que existe de dichas expectativas y, por la otra, la credibilidad en la política monetaria determinada por la Junta Monetaria.

Gráfica 55

**Expectativas de Inflación (1)
(Porcentajes)**



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2022.
Fuente: Banco de Guatemala.



3. Sector monetario

La evaluación y seguimiento de los agregados monetarios y de crédito en un esquema de política monetaria basado en metas explícitas de inflación, continúa aportando información complementaria relevante para el análisis de la inflación y evolución de la actividad económica, a pesar de que los referidos agregados no están sujetos a metas de crecimiento, como en otros esquemas de política monetaria.

En los últimos años se han observado algunos cambios cualitativos relativos a la demanda de dinero, principalmente, por motivo transacción. Dicho fenómeno está asociado, entre otros factores, a la incorporación de nuevas modalidades de inclusión financiera, comercio electrónico, así como a innovaciones en los productos y servicios del sistema financiero nacional, facilitando su acceso al público a un menor costo, lo que, en consecuencia, ha modificado la forma en que los agentes económicos deciden realizar sus transacciones económicas, así como el proceso de intermediación financiera (captación y colocación de recursos) por parte del sistema bancario. Por esa razón, los nuevos patrones de comportamiento han sido considerados dentro de las estimaciones de emisión monetaria, medios de pago y crédito.

En cuanto a la demanda de emisión monetaria, ésta mostró un comportamiento dinámico durante el presente año, registrando una variación interanual de dos dígitos, desempeño que se encuentra dentro de los valores programados para 2022 y en congruencia con el comportamiento de la actividad económica y de la inflación.

Desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria, tanto el numerario en circulación como la caja de bancos mostraron un comportamiento al alza; sin embargo, es importante recordar que el numerario en circulación es el principal componente de la emisión monetaria y, por lo tanto, el de mayor incidencia en el comportamiento de la misma, lo cual obedece, a la preferencia de liquidez de los agentes económicos. En ese contexto, se prevé que la emisión monetaria muestre un crecimiento interanual de 12.0%, para finales del presente año y una tasa de crecimiento entre 9.0% y 12.0% en 2023.

Con relación a los medios de pago totales (M2), en congruencia con el comportamiento de la actividad económica, estos han registrado durante 2022 un ritmo dinámico de crecimiento, aunque con una tendencia moderada, comparado con lo observado en 2021. El crecimiento de esta variable durante el presente año está asociado, básicamente, al desempeño mostrado por las captaciones en moneda nacional y el numerario. En este contexto, se prevé que al final del presente año los medios de pago muestren una tasa de variación interanual de 10.5%, mientras que para 2023, estos se ubicarían en un rango de crecimiento entre 9.5% y 11.5%, influenciado por el crecimiento previsto de la actividad económica. Por su parte, el multiplicador de los medios de pago continúa mostrando niveles relativamente normales, reflejo del adecuado proceso de creación secundaria de dinero y del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional.

Con respecto al crédito bancario al sector privado, éste continuó con un proceso de crecimiento dinámico que inició desde el segundo semestre de 2021, mismo que se ha consolidado durante 2022, ya que se han observado tasas de variación interanual superiores a las del año previo. Con relación al crédito bancario al sector privado por moneda, el crédito en moneda nacional ha tenido una contribución mayor y dentro de éste destaca el dinamismo que registraron los créditos otorgados al consumo y al sector empresarial mayor. Por su parte, el crédito en moneda extranjera, el cual había mostrado un incremento importante en el primer semestre del año, ha empezado a moderar su tendencia al alza a partir del tercer trimestre del año, desempeño que obedece, principalmente, a los créditos destinados al sector empresarial mayor. En este contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado podría

ubicarse en 13.5% al finalizar 2022; en tanto que, para 2023, se anticipa un crecimiento entre 8.0% y 11.0%, asociado a la evolución prevista para la actividad económica del país.

Por otra parte, dentro del esquema de política monetaria actual, el programa monetario es una herramienta útil para la toma de decisiones, dado que brinda una visión global, que permite vincular las principales interrelaciones económicas e identificar desviaciones en diferentes variables de la economía respecto de niveles que se consideran adecuados, en función de los principales supuestos macroeconómicos.

En ese contexto, con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2023 aprobado por el Congreso de la República; la meta de inflación de 4.0% +/-1 punto porcentual; el crecimiento previsto de la actividad económica; las estimaciones del sector externo y los nuevos patrones de comportamiento de los agentes económicos, se elaboró el programa monetario y fiscal para 2023 (cuadro 6).

Al respecto, las principales variables del programa monetario para 2023 evolucionarían de la manera siguiente: a) aumento en la demanda de emisión monetaria por Q8,461.9 millones; b) incremento en las reservas monetarias internacionales por US\$500.0 millones; c) disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q8,477.8 millones; d) aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q2,082.2 millones; y e) incremento en las OEM por Q674.6 millones.



Cuadro 6

Programa Monetario y Fiscal 2022-2023
(Millones de quetzales)

Concepto	2022 (e)	2023 (py)
CUENTAS FISCALES (1) (2)		
Ingresos	91,709	91,094
Egresos	103,113	111,015
Corrientes	86,116	90,699
Capital	16,998	20,316
Déficit	11,405	19,921
(% del PIB)	1.6	2.5
Financiamiento externo neto	35	-1,278
Financiamiento interno neto	8,592	12,721
Variación de Caja		
(-) Aumento (+) Disminución	2,778	8,478
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)		
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	0	4,000
En US\$	0	500
II. Activos Internos Netos	8,764	5,137
1. Gobierno Central	2,778	8,478
2. Resto del sector público	-2,832	-497
3. Posición con bancos	-503	-2,082
Crédito a bancos	0	0
Reserva bancaria	-503	-2,082
4. Otros Activos Netos	9,321	-762
Gastos y productos	2,282	-353
Otros	7,039	-409
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	8,764	9,137
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	8,635	8,462
C. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-129	-675
D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento	-129	-675

(e) Estimación de cierre.

(py) Cifras proyectadas.

(1) Información del Ministerio de Finanzas Públicas.

(2) Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2023.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.

4. Balanza de pagos

La actividad económica mundial se ha enfrentado en 2022 a un entorno cada vez más complejo e incierto, como consecuencia, principalmente, por la restricción de las condiciones financieras internacionales, derivado de la normalización acelerada de la política monetaria de la mayoría de bancos centrales en respuesta a las persistentes

presiones inflacionarias, resultado del aumento de los precios internacionales de las materias primas; los elevados costos del transporte internacional de contenedores; las disrupciones prevalecientes en algunas de las principales cadenas mundiales de suministro; la prolongación del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y otros focos de tensiones geopolíticas a nivel mundial; y la incertidumbre que aún genera la evolución de la pandemia del COVID-19, particularmente en la República Popular China. Los factores mencionados en conjunto afectaron los principales componentes de la balanza de pagos, por lo que se registraron incrementos en los precios internacionales de las materias primas que perturbaron considerablemente el valor y el volumen del comercio exterior de bienes y servicios. En este contexto, se prevé que el superávit de la cuenta corriente disminuya, situándose en 1.6% del PIB en 2022 (US\$1,535.2 millones), menor al registrado en 2021 de 2.5% del PIB (US\$2,113.3 millones). Dicho resultado se explicaría por el superávit del ingreso secundario neto por US\$18,973.4 millones, que estaría asociado, principalmente, al crecimiento previsto en las remesas familiares para 2022 (18.0%), el cual sería compensado, parcialmente, por los saldos deficitarios de la balanza comercial por US\$14,035.6 millones, del ingreso primario por US\$1,908.9 millones y de los servicios por US\$1,493.7 millones.

El déficit en la balanza comercial en 2022 aumentaría 28.9% respecto del año anterior, resultado del aumento previsto, tanto de las importaciones (22.0%), como de las exportaciones (16.0%). En este sentido, el valor FOB de las exportaciones se situaría en US\$14,395.9 millones, mayor en US\$1,982.4 millones respecto de 2021 y el valor FOB de las importaciones se situaría en US\$28,431.5 millones en 2021, mayor en US\$5,131.3 millones al de 2021.

El saldo deficitario de los servicios de, como se indicó, US\$1,493.7 millones, se explica, fundamentalmente, por el déficit esperado en los rubros de transporte, servicios de seguros y servicios de gobierno; mientras que, en los rubros de maquila, telecomunicaciones, informática e información, viajes y otros servicios se registrarían superávits. Asimismo, se estima un saldo deficitario de US\$1,908.9 millones en el rubro de ingreso primario, debido fundamentalmente, al comportamiento del pago de la renta de la inversión extranjera directa y al pago de intereses de la deuda, tanto pública como privada.

El rubro de ingreso secundario registraría ingresos netos por US\$18,973.4 millones, mayor en US\$2,880.4 millones (17.9%) a los observados en 2021, explicado, fundamentalmente, por el ingreso de remesas familiares que crecería 18.0% respecto al año anterior, asociado, principalmente, a la solidez del mercado laboral estadounidense, particularmente en el segmento hispano de la población.

Por su parte, en 2022 la cuenta financiera registraría una amortización neta de US\$1,113.1 millones (endeudamiento neto 2021 de US\$1,116.7 millones). Al desagregar el saldo de la cuenta financiera, el rubro de inversión directa en el país se situaría en US\$1,200.0 millones, menor en US\$2,270.6 millones (65.4%) al registrado en 2021 (el nivel registrado en 2021 fue explicado principalmente por la compra de acciones de la empresa de telecomunicaciones TIGO Guatemala, S.A., por parte de la multinacional *Millicom International Cellular*, con sede en Luxemburgo, por US\$2,200.0 millones). Por su parte, el rubro de inversión de cartera registraría una amortización neta de US\$517.2 millones (endeudamiento neto por US\$1,858.0 millones en 2021). El resultado de la cuenta corriente, de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, no generaría variación en las reservas monetarias internacionales netas.

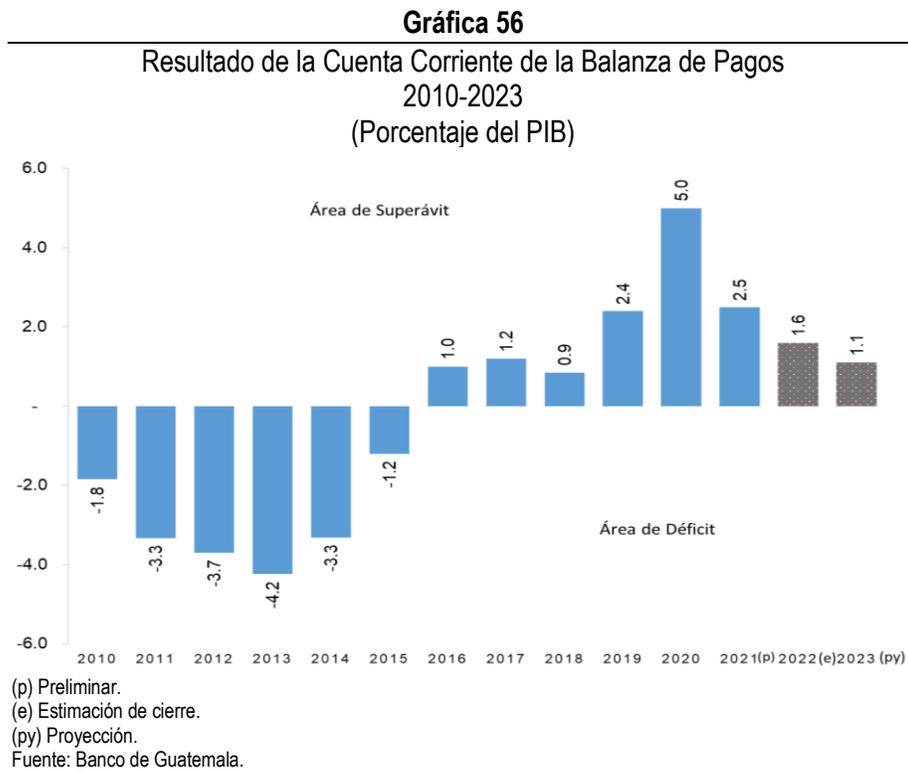
Para 2023, considerando la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos continúe registrando un superávit. Dicho resultado estaría explicado por el saldo superavitario del ingreso secundario, ante el crecimiento previsto de 7.5% en las remesas familiares que sería compensado, parcialmente, por los saldos deficitarios de la balanza comercial, del ingreso primario



y de los servicios. Respecto al crecimiento esperado de las remesas familiares para 2023, cabe indicar que éste es congruente con las estimaciones de crecimiento previsto para la economía estadounidense.

El comportamiento del comercio exterior sería congruente con la continuación de la recuperación esperada del comercio mundial. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$15,254.9 millones, mayor en 6.0% al de 2022. En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$30,705.7 millones (crecimiento de 8.0% respecto de 2022).

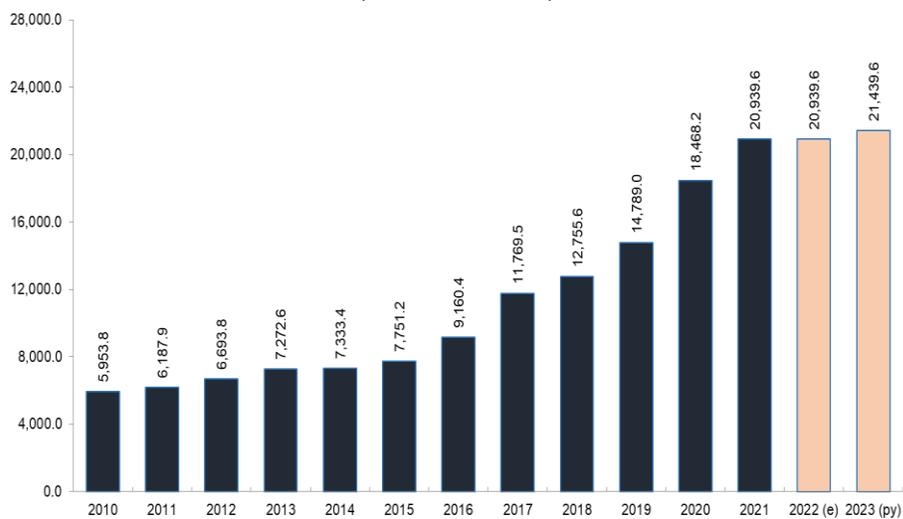
En cuanto al resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, vale destacar que, en congruencia con la evolución del comercio exterior y del flujo de remesas familiares previstos para 2023, se prevé que el superávit respecto del PIB se reduzca, ubicándose en 1.1% en 2023, como se observa en la gráfica siguiente.



El resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el flujo de inversión extranjera directa permitirían aumentar los activos y disminuir algunos de los pasivos de residentes en el exterior. Por su parte, las Reservas Internacionales Netas (RIN) aumentarían en 2023 en US\$500.0 millones, como se muestra en la gráfica siguiente.

Gráfica 57

Reservas Monetarias Internacionales
2010-2023
(Millones de US\$)



(e) Estimación de cierre.

(py) Proyección.

Fuente: Banco de Guatemala.



Cuadro 7
Balanza de Pagos
Años: 2021-2023
(En millones de US dólares)

CONCEPTO	2021 ^{p/}	2022 ^{e/}	2023 ^{py/}	Variación			
				2022- 2021		2023-2022	
				Absoluta	%	Absoluta	%
A- CUENTA CORRIENTE	2,113.3	1,535.2	1,165.4	-578.1	-27.4	-369.8	-24.1
A1- BALANZA COMERCIAL	-10,886.7	-14,035.6	-15,450.8	-3,148.9	28.9	-1,415.2	10.1
Exportaciones FOB (1+2+3)	12,413.5	14,395.9	15,254.9	1,982.4	16.0	859.0	6.0
1- Mercancías Generales ajustado (a-b-c)	12,191.9	14,144.8	14,990.1	1,952.9	16.0	845.3	6.0
a- Exportaciones FOB (información de aduanas)	13,618.9	15,863.4	16,814.3	2,244.5	16.5	950.9	6.0
b- Maquila	923.6	1,133.4	1,212.2	209.8	22.7	78.8	7.0
c- Bienes que se traspasan en depositos aduaneros u otras zonas	503.4	585.2	612.0	81.8	16.2	26.8	4.6
2- Bienes cuya propiedad cambia y otros ajustes	21.4	24.9	26.4	3.5	16.4	1.5	6.0
3- Bienes Adquiridos en Puerto	200.2	226.2	238.4	26.0	13.0	12.2	5.4
Importaciones FOB (1+2+3)	23,300.2	28,431.5	30,705.7	5,131.3	22.0	2,274.2	8.0
1- Mercancías Generales ajustado (a-b-c-d)	23,021.0	28,092.6	30,340.1	5,071.6	22.0	2,247.5	8.0
a- Importaciones FOB (información de aduanas)	24,254.3	29,600.4	31,957.0	5,346.1	22.0	2,356.6	8.0
b- Maquila	422.2	518.0	553.3	95.8	22.7	35.3	6.8
c- Bienes que se traspasan en depositos aduaneros u otras zonas	919.7	1,122.4	1,206.8	202.7	22.0	84.4	7.5
d- Transporte y Seguros (Maquila y Depósitos Aduaneros)	108.6	132.6	143.2	24.0	22.1	10.6	8.0
2- Bienes cuya propiedad cambia y otros ajustes	267.1	326.0	352.0	58.9	22.1	26.0	8.0
3- Bienes Adquiridos en Puerto	12.1	12.9	13.6	0.8	6.6	0.7	5.4
A2- SERVICIOS	-1,183.7	-1,493.7	-1,412.7	-310.0	26.2	81.0	-5.4
Créditos	2,904.3	3,756.0	3,942.6	851.7	29.3	186.6	5.0
Débitos	4,088.0	5,249.7	5,355.3	1,161.7	28.4	105.6	2.0
A3- INGRESO PRIMARIO	-1,909.3	-1,908.9	-2,199.0	0.4	0.0	-290.1	15.2
Créditos	1,094.6	1,263.2	1,339.6	168.6	15.4	76.4	6.0
Débitos	3,003.9	3,172.1	3,538.6	168.2	5.6	366.5	11.6
A4- INGRESO SECUNDARIO NETO	16,093.0	18,973.4	20,227.9	2,880.4	17.9	1,254.5	6.6
Remesas Familiares (Netas)	15,263.3	18,010.7	19,361.5	2,747.4	18.0	1,350.8	7.5
B- CUENTA CAPITAL NETO	0.0	0.0	0.0	0.0	--	0.0	--
C- BALANCE DE CUENTA CORRIENTE Y CUENTA CAPITAL (A+B)	2,113.3	1,535.2	1,165.4	-578.1	-27.4	-369.8	-24.1
D- CUENTA FINANCIERA	-1,116.7	1,113.1	247.7	2,229.8	-199.7	-865.4	-77.7
Préstamos neto (+) / endeudamiento neto (-)							
1- Inversión Directa	-3,289.8	-1,015.6	-1,069.7	2,274.2	-69.1	-54.1	5.3
En el exterior	180.8	184.4	190.3	3.6	2.0	5.9	3.2
En Guatemala	3,470.6	1,200.0	1,260.0	-2,270.6	-65.4	60.0	5.0
2- Inversión de Cartera	-1,858.0	517.2	265.0	2,375.2	-127.8	-252.2	-48.8
3- Otra Inversión	4,031.1	1,611.5	1,052.4	-2,419.6	-60.0	-559.1	-34.7
Préstamos del Sector Público (endeudamiento neto)	-335.4	315.9	-161.9	651.3	-194.2	-477.8	-151.3
ERRORES Y OMISIONES	-421.2	-422.1	-417.7	-0.9	0.2	4.4	-1.0
ACTIVOS DE RESERVA (+ aumento)^{1/}	2,808.8	0.0	500.0	-2,808.8	-100.0	500.0	--

CUENTA CORRIENTE / PIB

2.5

1.6

1.1

(p) Cifras preliminares.

(e) Estimación de cierre.

(py) Cifras proyectadas.

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

Nota: Los conceptos utilizados en la Balanza de Pagos, son compatibles y armonizados con el Sistema de Cuentas Nacionales (2008), adoptado a finales de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala

5. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2023, aprobado por el Congreso de la República mediante Decreto Número 54-2022, alcanza un monto de Q115,443.7 millones (14.5% del PIB), mayor en Q2,534.4 millones (2.2%) al presupuesto vigente al 30 de noviembre de 2022 (Q112,909.3 millones, equivalente a 15.4% del PIB).

Según la clasificación económica, los ingresos y donaciones se ubicarían en Q91,094.0 millones, menores en Q614.6 millones (0.7%) respecto a la estimación de cierre de 2022, dentro de los cuales, los ingresos tributarios alcanzarían Q86,247.6 millones, equivalente a una carga tributaria de 10.9% del PIB; en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q111,014.9 millones, monto superior en Q7,901.8 millones (7.7%) al cierre estimado. Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q19,920.9 millones, equivalente a 2.5% del PIB, porcentaje superior a la estimación de cierre de 2022 (1.6% del PIB).

De esa cuenta, el financiamiento interno neto sería de Q12,720.7 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q12,775.1 millones y amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q54.4 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto sería negativo en Q1,277.6 millones, resultado de desembolsos por Q3,096.7 millones y amortizaciones por Q4,374.4 millones. Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q8,477.9 millones (ver cuadro 8).

Tomando en consideración el endeudamiento previsto en el presupuesto para el ejercicio fiscal 2023, así como que el 42.6% del déficit fiscal sería financiado con la disminución de disponibilidades de caja y bancos, la deuda pública total como porcentaje del PIB, se reduciría de 29.8% estimado para 2022 a 29.1% en 2023.

Gráfica 58

Deuda Pública Total
Años: 2011-2023
(Porcentaje del PIB)



(e) Estimación de cierre.

(py) Proyección.

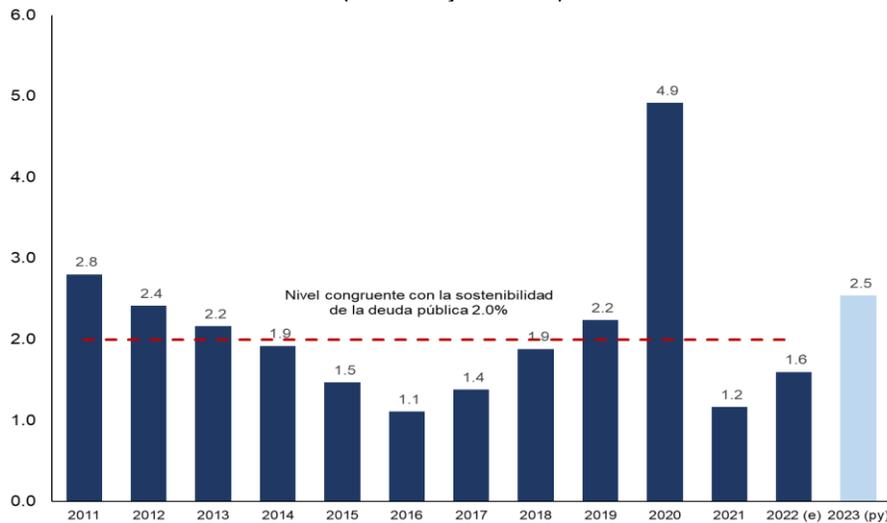
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.



Con relación al desempeño previsto de las cuentas fiscales, vale indicar que el aumento del déficit fiscal aprobado para 2023, aunque se ubicaría por arriba de 2.0% del PIB (nivel que según estudios realizados por el Banco de Guatemala y con los estudios y modelos desarrollados para el país por el FMI y el doctor Sebastián Edwards, hace sostenible el nivel de la deuda pública), tendría un carácter temporal, como se plantea en el Presupuesto Multianual 2023-2027, por lo que no comprometería el mantenimiento de una trayectoria de deuda pública sostenible, lo cual permitiría seguir afianzando la confianza de los agentes económicos en la fortaleza y el buen manejo de las finanzas públicas. En adición, es imprescindible que se mantenga la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, con el propósito de que las acciones que se adopten se efectúen en el marco de prudencia y disciplina de dichas políticas, para afianzar las expectativas de estabilidad macroeconómica.

Gráfica 59

Déficit Fiscal
Años: 2011-2023
(Porcentaje del PIB)



(e) Estimación de cierre.

(py) Proyección.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.

Cuadro 8

 Gobierno Central
 Ejecución Presupuestaria
 Años: 2021-2023
 (Millones de quetzales)

Concepto	2021	2022 (e)	2023 (py)	Variaciones 2022 - 2021		Variaciones 2023 - 2022	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	82,295.0	91,708.6	91,094.0	9,413.6	11.4	-614.6	-0.7
A. Ingresos (1+2)	82,170.9	91,573.3	91,010.1	9,402.5	11.4	-563.2	-0.6
1. Ingresos Corrientes	81,988.2	91,468.3	90,888.0	9,480.1	11.6	-580.4	-0.6
a. Tributarios	78,019.1	87,218.7	86,247.6	9,199.6	11.8	-971.1	-1.1
b. No Tributarios	3,969.1	4,249.6	4,640.3	280.5	7.1	390.7	9.2
2. Ingresos de Capital	182.7	105.0	122.2	-77.7	-42.5	17.2	16.4
B. Donaciones	124.1	135.3	83.9	11.2	9.0	-51.4	-38.0
II. Total de Gastos	90,065.8	103,113.1	111,014.9	13,047.3	14.5	7,901.8	7.7
A. De Funcionamiento	74,258.4	86,115.6	90,698.8	11,857.2	16.0	4,583.2	5.3
B. De Capital	15,807.4	16,997.5	20,316.1	1,190.1	7.5	3,318.6	19.5
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-7,770.8	-11,404.5	-19,920.9	-3,633.7	46.8	-8,516.4	74.7
(-) Déficit							
IV. Financiamiento Total (A + B + C)	7,770.8	11,404.5	19,920.9	3,633.7	46.8	8,516.4	74.7
A. Interno (1-2+3)	14,453.0	8,591.7	12,720.7	-5,861.3	-40.6	4,129.0	48.1
1. Negociación neta de bonos del tesoro	11,315.8	8,585.5	12,775.1	-2,730.3	-24.1	4,189.6	48.8
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	0.0	54.4	0.0	0.0	54.4	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	3,137.3	6.2	0.0	-3,131.1	-99.8	-6.2	-100.0
B. Externo (1-2+3)	5,235.9	35.2	-1,277.6	-5,200.7	-99.3	-1,312.8	-3,725.7
1. Desembolsos	443.7	4,583.0	3,096.7	4,139.3	933.0	-1,486.2	-32.4
2. Amortizaciones	2,939.9	2,933.4	4,374.4	-6.5	-0.2	1,441.0	49.1
3. Negociación Neta EUROBONO	7,732.2	-1,614.3	0.0	-9,346.5	-120.9	1,614.3	-100.0
C. Variación de Caja	-11,918.2	2,777.6	8,477.9	14,695.7	-123.3	5,700.3	205.2
(-) aumento (+) disminución							
Carga tributaria	11.7	11.9	10.9				
Déficit/PIB	-1.2	-1.6	-2.5				

(e) Estimación de cierre del Ministerio de Finanzas Públicas.

(py) Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2023 (Decreto Número 54-2022).

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.



V. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

A. ASPECTOS GENERALES

La política monetaria, cambiaria y crediticia vigente está contenida en resolución JM-171-2011 y sus modificaciones⁴⁸. En dicha política se determinó una meta de inflación de mediano plazo a partir de 2013 de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual ha demostrado ser el ancla de la política monetaria y guía de los agentes económicos para las decisiones de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro. Cabe indicar que, en la citada resolución, se establece que la política monetaria, cambiaria y crediticia se revisará al menos una vez al año y, de ser el caso, se propondrán las modificaciones que se consideren convenientes.

En ese contexto, el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), vigente en Guatemala desde 2005, establece que la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por lo tanto, orienta las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos. Para evaluar la consecución de la meta, se determinó dar seguimiento a la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) calculado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Como instrumento principal de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de la política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo con un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria, a efecto de dar certeza a los agentes económicos.

También se determinó dar seguimiento a una serie de variables indicativas e informativas relevantes de tipo monetario, cambiario y crediticio, entre otras. La mayoría de esas variables se sustentan en el uso de herramientas cuantitativas de pronóstico, con el propósito de que exista un balance integral y suficientes elementos de juicio que permitan a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico y así poder anticipar los riesgos a la baja o al alza que podrían afectar la trayectoria de la inflación para adoptar oportunamente las acciones pertinentes, minimizando ajustes bruscos o repentinos en la tasa de interés líder de política monetaria y, por ende, brindar certeza a los agentes económicos. En este contexto, si bien se ha cumplido con los propósitos establecidos en la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, es necesario seguir perfeccionando el análisis macroeconómico y continuar realizando importantes esfuerzos para contar con herramientas analíticas adecuadas, por lo que, para continuar con los avances en el perfeccionamiento del EMEI, se propone continuar con las mejoras en el proceso de pronóstico y modelación económica, así como en el fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación, en particular las recomendaciones que se derivan de las asistencias técnicas del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la evaluación realizada por el doctor Sebastián Edwards.

En ese sentido, respecto a los avances de los procesos de pronóstico y modelación económica, se realizarán modificaciones de corto plazo al Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), así como algunas mejoras a la plataforma para la evaluación de modelos macroeconómicos. Por su parte, en lo concerniente al fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación, durante 2022 se inició la prueba piloto para la compilación de expectativas probabilísticas y de largo plazo (cinco años) y, durante 2023, se iniciará con la recolección de la información que permita realizar un análisis sobre el anclaje de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

⁴⁸ Resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014, JM-120-2015, JM-123-2016, JM113-2017, JM-111-2018, JM-128-2019, JM-148-2020 y JM-119-2021.

Por su parte, es importante considerar que la evidencia empírica resalta que la efectividad de las medidas de política monetaria bajo el EMEI, dependen en un alto grado de la calidad y oportunidad de las estadísticas económicas, en particular las relacionadas con la actividad económica, la inflación y el mercado laboral. Asimismo, el Banco de Guatemala ha destacado por su compromiso con el mejoramiento continuo de las estadísticas económicas, por lo que se seguirá dando seguimiento a los resultados de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH), que servirá para actualizar la base del IPC, la cual se prevé que finalice en el primer semestre de 2023. Adicionalmente, durante 2023, el Banco de Guatemala, el Ministerio de Economía y el INE, en sus respectivas áreas de competencia, y respetando las atribuciones y funciones que constitucional y legalmente tienen asignadas, sumarán y coordinarán acciones con el propósito de estudiar la viabilidad de generar, mantener actualizado y divulgar un registro estadístico periódico sobre indicadores del mercado laboral en Guatemala, en concordancia con las mejores prácticas que, a nivel internacional, lo cual contribuirá a la modernización del sistema estadístico nacional y tendrá el propósito principal de proveer información con frecuencia trimestral que permitirá analizar, desde el punto de vista económico y social, el comportamiento del mercado laboral del país.

Con relación a la política monetaria, en la revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia del año anterior se propusieron cambios para implementar una revisión a la metodología para calcular el Índice Sintético de las Variables Indicativas. Dicha revisión fue implementada satisfactoriamente y ha servido para guiar de mejor manera las decisiones de política monetaria. En esta oportunidad, nuevamente se efectuó una revisión al Índice Sintético de las Variables Indicativas, mediante la actualización del peso relativo de cada variable en dicho índice, con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada. Adicionalmente, se realizó una revisión y actualización de las variables y los ponderadores que conforman la tasa de interés parámetro, de acuerdo con las recomendaciones del doctor Edwards. Por otra parte, ante el cambio previsto de la base del IPC en 2023, será necesario hacer los análisis y ajustes correspondientes al cálculo de la inflación subyacente, a efecto de hacerla consistente con la nueva base. Por otra parte, durante 2022 se continuó con la fase de investigación para evaluar la viabilidad de implementación de una Moneda Digital de Banco Central (MDBC), efectuando análisis exploratorios con algunas de las instituciones que lideran este tipo de proyectos, como el Banco de Pagos Internacionales (*BIS*, por sus siglas en inglés) y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), en los que se tuvo la oportunidad de conocer el grado de avance de otros bancos centrales en esta materia. En ese contexto, el Banco de Guatemala con el propósito de profundizar el análisis, solicitó una asistencia técnica al FMI, la cual dará inicio a principios de 2023, a efecto de analizar los riesgos asociados de emitir una MDBC y las implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera.

En cuanto a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada en el EMEI como un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación baja y estable. En ese sentido, un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques externos que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. La referida flexibilidad permite que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación, lo que denota que la política monetaria no persigue ningún objetivo cambiario. En adición, un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos. No obstante, si bien la utilización de una regla de participación en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, ha sido un factor que ha brindado transparencia al mercado cambiario y sigue siendo uno de los elementos que han sustentado dicha participación, se considera prudente proponer algunas modificaciones para perfeccionar dicha regla.



En ese contexto, se consideró que habría un espacio para hacer ajustes al monto máximo de cada una de las subastas, con el propósito de ajustar la participación del Banco de Guatemala al tamaño actual del Mercado Institucional de Divisas, el cual ha venido creciendo de manera paulatina, pero continua. Cabe mencionar que permanecerían sin cambios el resto de las condiciones y características de la regla de participación. Por su parte, la utilización del mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales ha coadyuvado a la reducción del excedente de divisas en el referido mercado, por lo que se consideró la conveniencia de que la política cambiaria continúe haciendo uso de la facultad prevista en la resolución JM-133-2014, de participar en el mercado comprando divisas para acumular reservas monetarias internacionales, dado el contexto de creciente volatilidad e incertidumbre a nivel mundial, lo cual permitiría enfrentar de mejor manera los retos que provienen de una coyuntura internacional cada vez más cambiante que podría requerir, eventualmente, que el Banco Central tenga que utilizar sus reservas monetarias internacionales para moderar la volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladen tanto al sector real como financiero. Adicionalmente, la mayor incertidumbre y volatilidad del entorno externo ha propiciado condiciones financieras cada vez más restrictivas, lo cual motivó la implementación de un mecanismo de naturaleza temporal para proveer liquidez en dólares de los Estados Unidos de América al sistema bancario nacional por un monto de hasta US\$500.0 millones, aprobado mediante la resolución JM-75-2022; sin embargo, considerando que las condiciones restrictivas prevalecerán en el corto y mediano plazos, se estima conveniente que dicho mecanismo tenga un carácter permanente, con el propósito de que el Banco de Guatemala pueda reaccionar de manera inmediata a los requerimientos de liquidez por parte de las instituciones bancarias, el monto y las condiciones financieras serían establecidas por el Banco de Guatemala, previa autorización de la Junta Monetaria. Por otra parte, conforme la recomendación del doctor Edwards, y tomando en consideración que los flujos de remesas familiares se han constituido en un fenómeno permanente, se realizará un análisis de la viabilidad y conveniencia de establecer un mecanismo que canalice de manera alternativa dichos flujos, por lo que se explorarán diversas opciones que permitan moderar las distorsiones que se han observado en el mercado cambiario.

La combinación de las medidas de política cambiaria anteriores permitiría al Banco Central afrontar de mejor forma eventuales choques en el mercado cambiario, dado que, por una parte, la regla de participación seguiría enfocándose en atender los flujos de alta frecuencia que, en un marco de flexibilidad cambiaria, moderaría la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia y, por la otra, la acumulación de reservas monetarias internacionales se centraría, por un lado, en atender el excedente de divisas en el mercado cambiario y, por el otro, en fortalecer la posición externa del país. Asimismo, las operaciones de inyección de liquidez, mediante reportos en dólares de los Estados Unidos de América, generará certeza en las instituciones bancarias, en un entorno de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En tanto que el análisis de alternativas que permitan equilibrar el mercado cambiario, derivado de las distorsiones derivadas del aumento significativo en el flujo de remesas familiares, brindaría opciones de política viables que sean compatibles con el EMEI.

Finalmente, se propone un calendario de reuniones, en el que la autoridad monetaria adoptará decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria, el cual privilegia, entre otros aspectos, la disponibilidad de información posible para la toma de decisiones por parte de la autoridad monetaria. Vale destacar que, considerando las fuertes presiones inflacionarias que se han observado recientemente, se propone que, de manera excepcional, se realicen nueve sesiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria, con el propósito de reafirmar el compromiso de la autoridad monetaria de que tanto los niveles de inflación como las expectativas de inflación de corto plazo converjan gradualmente a la meta.

A continuación, se describen con más detalle cada una de las medidas propuestas.

B. FORTALECIMIENTO DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN (EMEI)

1. Avances en los procesos de pronóstico y modelación económica del Banco Central, así como en el fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación

Durante 2021, el Banco de Guatemala recibió asistencia técnica del FMI sobre los procesos de pronóstico y modelación del Banco Central, así como, sobre el fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación. Por su parte, el doctor Sebastián Edwards, en su consultoría de 2022, recomendó algunas acciones orientadas al fortalecimiento de los modelos macroeconómicos de pronóstico del Banco de Guatemala, los cuales si bien se encuentran en el “estado del arte” en modelaje macroeconómico, siempre pueden perfeccionarse. En ese contexto, en 2022 se avanzó en la implementación de las recomendaciones, destacando, por el lado de los procesos de pronóstico y modelación económica, modificaciones de corto plazo al Modelo Macroeconómico Semiestructural y algunas mejoras a la plataforma para la evaluación de modelos macroeconómicos; en tanto que, por el lado del fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación, el Banco de Central inició la prueba piloto para la compilación de expectativas probabilísticas y de largo plazo.

En el caso del Modelo Macroeconómico Semiestructural, se ha avanzado sustancialmente en la construcción de una plataforma para la evaluación de modelos macroeconómicos para pronósticos y análisis de política monetaria, esperando que esté finalizada y en pleno funcionamiento en el transcurso del primer semestre de 2023. Dicha plataforma será esencial para implementar las recomendaciones de mediano plazo del FMI, así como las sugerencias contenidas en el documento de consultoría del doctor Edwards⁴⁹. Cabe indicar que, en dicho documento, el doctor Edwards enfatiza la necesidad de evaluar rigurosamente la conveniencia de implementar las modificaciones sugeridas por él, a manera de asegurarse de que el posible beneficio que generen tales modificaciones (en términos de precisión de pronósticos y de capacidad de análisis) supere, en cada caso, al potencial costo que pudiera derivarse de la mayor incertidumbre inherente al incremento en la dimensión de los modelos (pérdida de parsimonia)⁵⁰. Por tal motivo, se ha procedido a la construcción e implementación de una plataforma robusta para la evaluación de los modelos, basada principalmente en el análisis de la precisión de los pronósticos “fuera de muestra” (es decir, de los pronósticos generados fuera de la muestra de datos utilizada como base para la parametrización de tales modelos), así como en la validación empírica de las relaciones de causalidad, entre los instrumentos de política monetaria y las variables objetivo de dicha política, que están presentes en los referidos modelos.

Respecto a los avances en el fortalecimiento de las encuestas de expectativas de inflación, atendiendo las mejores prácticas internacionales en materia estadística, y con el apoyo del FMI, durante 2022 se inició la prueba piloto de ampliación de la encuesta realizada por el Banco de Guatemala, en la cual se implementaron algunos cambios importantes, destacando la inclusión del horizonte de largo plazo para las expectativas de inflación (cinco años) y la revisión de los factores que explicarían las expectativas para corto y mediano plazos, tomando en consideración una actualización de los factores explicativos basados en la coyuntura nacional e internacional. Adicionalmente, se incorporaron expectativas probabilísticas⁵¹ para los horizontes de 12, 24 y 60 meses, con lo que se podrá construir una distribución de probabilidad agregada que permita mejorar el análisis de la información. La ventaja de las expectativas probabilísticas es que pueden presentar una mejor información que las que se obtienen con el análisis de medidas de tendencia central utilizadas actualmente.

⁴⁹ Edwards, Sebastián (2022). Evaluación del Diseño e Implementación de la Política Monetaria y Cambiaria del Banco de Guatemala 2012-2022.

⁵⁰ Edwards (2022, pág. 27).

⁵¹ Se refiere a aquellas expectativas a las que de forma individual se le asigna una probabilidad de ocurrencia.



2. Mejoramiento de las estadísticas económicas

El objetivo fundamental de las estadísticas macroeconómicas es proporcionar información oportuna y de calidad, que permita guiar el rumbo de la economía de un país y de los fenómenos económicos que le afectan; es por ello que, con el propósito de promover la acertada toma de decisiones, tanto en el ámbito de las políticas públicas, como en el de la producción, consumo, inversión y empleo de los agentes económicos, además de facilitar la comparación internacional, el Banco de Guatemala ha impulsado, permanentemente, un proceso amplio de mejoramiento estadístico que ha abarcado las cuentas nacionales (sector real), las estadísticas monetarias y financieras (sector monetario) y la balanza de pagos (sector externo), mediante la implementación de los manuales estadísticos recientes y guías que presentan los marcos estadísticos de acuerdo con las mejores prácticas internacionales sobre la materia; no obstante, se reconoce que aún existe espacio de mejora por parte de otras instituciones gubernamentales que generan estadísticas económicas. En ese contexto, el Instituto Nacional de Estadística (INE) continuó con el trabajo de campo de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH), cuyos resultados podrían implementarse en 2023, a efecto de poder contar con la nueva base del Índice de Precios al Consumidor.

Adicionalmente, tomando en consideración la importancia de contar con estadísticas actualizadas y periódicas del mercado laboral para la toma de decisiones de política económica y, particularmente, para decisiones de política monetaria, y en seguimiento a la recomendación del doctor Edwards, respecto al mejoramiento de las estadísticas del mercado laboral, el Banco de Guatemala, el Ministerio de Economía y el INE, en sus respectivas áreas de competencia, y respetando las atribuciones y funciones que constitucional y legalmente tienen asignadas, durante 2023 sumarán y coordinarán acciones con el propósito de estudiar la viabilidad de generar, mantener actualizado y divulgar un registro estadístico periódico sobre indicadores del mercado laboral en Guatemala, en concordancia con las mejores prácticas a nivel internacional, lo cual contribuirá a la modernización del sistema estadístico nacional y tendrá el propósito principal de proveer información con frecuencia trimestral que permitirá analizar, desde el punto de vista económico y social, el comportamiento del mercado laboral del país.

C. POLÍTICA MONETARIA

1. Variables indicativas

a) Revisión de la ponderación del índice sintético de variables indicativas

El Índice Sintético es un indicador que evalúa de manera integrada la orientación de política monetaria sugerida por el conjunto de variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones. En ese sentido, dado que el coeficiente de correlación entre el ritmo inflacionario observado y las variables indicativas puede variar en el tiempo, se procedió a incorporar la última información disponible para determinar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustados en el seguimiento del próximo año. Derivado de lo anterior, como se muestra en el cuadro 9, los resultados de los coeficientes de correlación sugieren que los pesos relativos de las variables indicativas se podrían ajustar moderadamente a fin de que el Índice Sintético mejore su poder informativo, en beneficio del balance de riesgos de inflación.

Cuadro 9

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

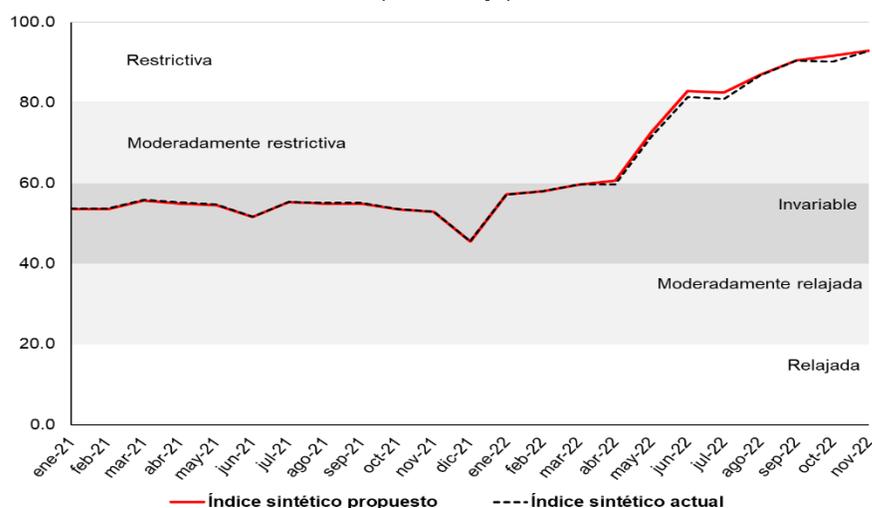
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Actual	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario total proyectado	32	33	1
Ritmo inflacionario subyacente proyectado	30	30	0
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	28	27	-1
Tasa de interés promedio de los Modelos Macroeconómicos	5	5	0
Tasa de interés parámetro	5	5	0
TOTAL	100	100	0

Fuente: Banco de Guatemala.

Para evaluar la consistencia de los cambios sugeridos, se realizó un ejercicio para el Índice Sintético, en el cual se construye una serie que abarca el periodo 2021-2022 utilizando los ponderadores revisados. En éste se observa que el comportamiento del mismo es consistente con la trayectoria que se obtuvo con el Índice Sintético actual (gráfica 60).

Gráfica 60

Índice Sintético Actual y Propuesto
2021-2022
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

b) Revisión de la especificación de la tasa de interés parámetro

Los bancos centrales modernos utilizan una regla monetaria para analizar la pertinencia de cambios en la tasa de interés de política monetaria, la cual permite mantener la inflación lo más cerca posible de su meta. En ese sentido, la tasa de interés parámetro es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto y, en el caso de Guatemala, un ajuste por tipo de cambio nominal. Su resultado indica los niveles de tasas de interés que deberían de privar para ser compatibles con



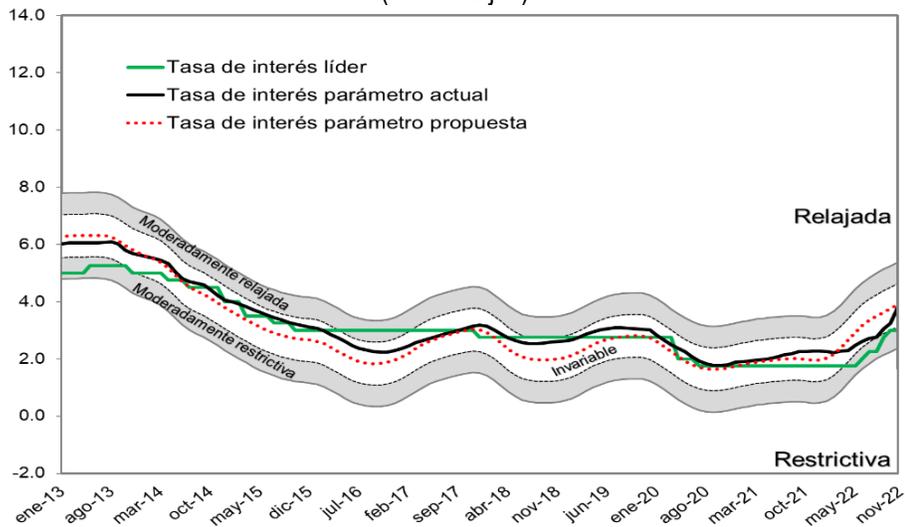
la meta de inflación; asimismo, la orientación de política monetaria que se deriva del cálculo de la tasa de interés parámetro, se define mediante rangos que sugieren diferentes orientaciones para la tasa de interés líder de política monetaria: restrictiva, moderadamente restrictiva, invariable, moderadamente relajada y relajada. Al respecto vale destacar que, durante 2022, la tasa de interés parámetro se ubicó persistentemente por encima de la tasa de interés de política monetaria, consistente con el comportamiento que mostraron las brechas que la integran.

Considerando la importancia que tiene dicho indicador en la toma de decisiones de política monetaria, así como dentro del Índice Sintético de Variables Indicativas, se evaluaron las recomendaciones del doctor Edwards para el perfeccionamiento de la estimación de la tasa de interés parámetro. En ese sentido, se eliminó de la ecuación el componente del tipo de cambio nominal, dado que, en opinión del doctor Edwards, que es compartida por los cuerpos técnicos del Banco Central, dicha variable ya está considerada individualmente en el seguimiento que se hace a una serie de variables para determinar cuáles son los riesgos al alza y a la baja de la inflación en el denominado “Balance de Riesgos de Inflación” y, por la otra, se evaluaron, actualizaron y estimaron los coeficientes que reflejan la función de reacción del Banco Central ante desviaciones en los componentes restantes de la tasa de interés parámetro (brecha del producto y brecha de inflación), para que la nueva ponderación enfatice la reacción de estas variables ante desvíos en las mismas.

En la gráfica siguiente se observa que al implementar las referidas recomendaciones, la tasa de interés parámetro resultante muestra un comportamiento similar al de la estimación actual; sin embargo, al darle un mayor énfasis a las desviaciones de inflación, su recomendación de política monetaria sería más consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, como es el caso del Banco de Guatemala.

Gráfica 61

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



(1) Con información a noviembre de 2022.

Nota: Cálculos efectuados con inflación subyacente. Los rangos están calculados a 1 y 2 desviaciones estándar de la diferencia entre la tasa de interés parámetro y la tasa de interés de política monetaria para el periodo 2009-2022.

Fuente: Banco de Guatemala.

c) Ajustes al cálculo de la inflación subyacente

La revisión en la metodología para calcular la inflación subyacente forma parte de los esfuerzos que realiza el Banco de Guatemala con el fin de apoyar el proceso toma de decisiones de política monetaria, dado que la misma sirve para analizar las presiones inflacionarias de demanda agregada en el mediano plazo, horizonte en el que puede tener influencia la política monetaria. En ese sentido, desde 2017 el Banco de Guatemala construye el indicador de inflación subyacente sobre la base de un promedio ponderado de ocho metodologías, tanto de exclusión fija como variable, así como de métodos estadísticos de suavización de series temporales, que conforman un rango amplio y robusto de medidas alternativas de inflación.

No obstante, tomando en consideración que, como se mencionó, se espera la implementación de la nueva base del Índice de Precios al Consumidor (previsto tentativamente para junio de 2023), sería necesario efectuar una evaluación de las distintas medidas de inflación subyacente utilizadas actualmente, con el objeto de que, por una parte, se utilice la información que proporcione la nueva base del IPC y, por la otra, adecuar la metodología de cálculo para que dicho indicador no pierda la consistencia macroeconómica que ha mostrado hasta el momento. En ese sentido, cuando se publique la nueva base del IPC los departamentos técnicos del Banco de Guatemala deberán realizar los análisis de los diversos criterios estadísticos, como el sesgo respecto a la inflación total, la persistencia de los choques de oferta, la volatilidad, la relación con la brecha del producto y la capacidad de predicción, con el objeto de adecuar la nueva base a un nuevo indicador de inflación subyacente consistente con esta nueva serie de datos.

2. Variables informativas

a) Calibración de los modelos de tipo de cambio real de equilibrio

Desde 2012, el Banco de Guatemala implementó como variable informativa de la política monetaria el seguimiento de las desviaciones del tipo de cambio real (representado por el índice de tipo de cambio efectivo real -ITCER-) respecto del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE), mediante dos modelos: el primero, basado en la metodología sugerida por el doctor Edwards y el segundo, con base en un modelo de Vector de Corrección de Error (VEC). En 2013, se implementaron algunas mejoras en las estimaciones del TCRE, en particular una revisión de las variables macroeconómicas incluidas en el modelo del doctor Edwards y la incorporación de un modelo de Sostenibilidad Externa.

Posteriormente, en 2018, el Banco de Guatemala contó con una asesoría del Centro Regional de Asistencia Técnica para Centro América, Panamá y República Dominicana (CAPTAC-DR), del Fondo Monetario Internacional (FMI), cuyo propósito fue evaluar y perfeccionar las metodologías de estimación del TCRE. En dicha asistencia técnica se destacó que los modelos utilizados por el Banco de Guatemala se encontraban en línea con las metodologías que tanto el FMI como otros bancos centrales utilizan para estimar el TCRE. Además, se indicó que la evaluación llevada a cabo por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala representaba una fortaleza y reflejaba su interés por contar con indicadores robustos. No obstante, la asistencia técnica consideró también que era pertinente hacer algunos cambios para perfeccionar las metodologías utilizadas. Las principales sugerencias fueron la de combinar los modelos del doctor Edwards y el modelo de Vector de Corrección de Error, dado que el conjunto de regresores era análogo a la metodología del TCRE de la Evaluación del Balance Externo (*EBA*, por sus siglas en inglés) del FMI. Asimismo, se sugirió implementar un modelo de Balance Macroeconómico, que tiene como punto de partida el cálculo de la cuenta corriente tendencial desde la perspectiva de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional, también similar al que utiliza el FMI en la *EBA*.



En 2022, el doctor Edwards destacó, entre otros aspectos, que los tres modelos utilizados del TCRE por los departamentos técnicos tienen una larga tradición académica y corresponde a las mejores prácticas en economía internacional aplicada. Asimismo, manifestó que el hecho que se usen modelos diferentes es sumamente positivo ya que ellos se complementan y permiten tener una visión de conjunto y robusta; sin embargo, señaló que al igual que todos los modelos, están sujetos a ciertas críticas y limitaciones. En este contexto, recomendó realizar las estimaciones con modelos distintos a los utilizados actualmente (Mínimos Cuadrados Ordinarios), por lo que, durante 2023, se evaluarán distintas metodologías a efecto de seleccionar la que mejor se adapte a las características del comportamiento de la variable. Asimismo, se continuará con el monitoreo y evaluación de las desviaciones respecto al TCRE con una frecuencia trimestral, acorde con la periodicidad con que se dispone de información completa para la estimación de los tres modelos, con el agregado que se ampliará la muestra de estimación de los parámetros en los modelos vigentes para incorporar el comportamiento reciente de las variables que los integran, de tal manera que se asegure la consistencia metodológica de la estimación de la variable.

3. Estudio de la viabilidad de la emisión de una moneda digital de banco central

El interés de los formuladores de política en la implementación de una Moneda Digital de Banco Central (MDBC), ha sido motivado por la disminución secular en el uso de dinero en efectivo en algunas jurisdicciones y la acelerada valorización de las criptomonedas privadas, así como por la proliferación de pagos digitales, los cuales plantean desafíos importantes para el sistema financiero, debido a que la innovación tecnológica está irrumpiendo en el sistema de pagos a una escala sin precedente y los cambios resultantes se están volviendo tangibles en la vida cotidiana de los agentes económicos, haciendo necesaria la participación de los bancos centrales para adecuar al avance tecnológico a las medidas de política monetaria. En efecto, el avance en los diversos proyectos de MDBC ha despertado un creciente interés y condujo a un rápido desarrollo de investigaciones de diversa índole sobre las implicaciones potenciales que supone la introducción de una MDBC.

Respecto a la exploración de diferentes enfoques para evaluar el impacto de una MDBC, se pueden agrupar algunos puntos en común de los beneficios potenciales: satisfacer de forma segura las demandas en el sistema de pagos, mejorar los pagos transfronterizos y potenciar la inclusión financiera. No obstante, no dejan de contrarrestarse con algunas restricciones y fricciones existentes a considerar en el proceso: el tipo de tecnología subyacente utilizada, la estabilidad del sistema financiero, la efectividad de la política monetaria, la privacidad y protección de los datos, la prevención de delitos financieros, la resiliencia operativa y la ciberseguridad. De acuerdo con el FMI, en la evaluación individual por país, cada banco central primero tiene que determinar si hay razones suficientes para emitir una MDBC, teniendo en cuenta, entre otros aspectos, si habrá suficiente demanda. En ese sentido, hay jurisdicciones que han decidido que no es viable el proyecto o por lo menos que no es factible por el momento. Dicha visión coincide con el estudio elaborado por el doctor Edwards para Guatemala en 2022, donde enfatiza que en este momento todo lo que debe hacer el Banco de Guatemala es seguir manteniéndose informado de los nuevos desarrollos y las nuevas experiencias internacionales, debido a que no es una prioridad para el Banco de Guatemala incursionar en forma activa, ni tampoco debe hacer un esfuerzo por estar entre los primeros de la región que incursionan en este tema.

Tomando en cuenta todo lo anterior, durante 2022 se continuó en la fase exploratoria y de investigación de los fundamentos de una MDBC, participando en diversas reuniones organizadas por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), en las que se tuvo la oportunidad de conocer el grado de avance de otros bancos centrales en esta materia, principalmente de los Estados Unidos de América y de la Zona del Euro. Al respecto, de acuerdo con la Organización *CBDC Tracker*, actualmente solo dos bancos centrales ya han logrado emitir satisfactoriamente una MDBC (Bahamas y Jamaica) y el resto de los

principales bancos centrales a nivel mundial continúan en fase de exploración de la posibilidad de emitirla con distintos grados de avance.

Adicionalmente, el Banco de Guatemala con el propósito de profundizar el análisis, solicitó una asistencia técnica al FMI, la cual dará inicio a principios de 2023, a efecto de analizar los riesgos asociados de emitir una MDBC y las implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera. Además, introdujo dentro de su Plan Estratégico Institucional 2022-2026 un proyecto estratégico que permitirá enfocar esfuerzos institucionales en la evaluación integral de la referida viabilidad de implementación de una MDBC.

D. POLÍTICA CAMBIARIA⁵²

1. Modificaciones a la regla de participación

En un esquema de metas explícitas de inflación, como se indicó, la flexibilidad del tipo de cambio nominal es fundamental para que los agentes económicos perciban que la autoridad monetaria tiene un objetivo único como ancla nominal (la inflación). Ello implica que el tipo de cambio nominal debe ser determinado en el mercado cambiario por la interacción entre oferentes y demandantes. El hecho de perseguir un régimen de tipo de cambio flexible conlleva una serie de ventajas, tales como: a) facilitar el ajuste de la economía ante choques en el sector real; b) prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); c) evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto; y d) desincentivar flujos de capitales especulativos. En ese orden de ideas, el desarrollo del sistema financiero y la credibilidad de la política monetaria en el EMEI permiten que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los choques internos y externos que enfrenta la economía. Dichos aspectos han sido de especial importancia en un entorno de elevados niveles de incertidumbre a nivel mundial como el que se vive en la actualidad, por lo que la credibilidad en el banco central para controlar los niveles de inflación interna contribuye a evitar que depreciaciones significativas en el tipo de cambio nominal generen desviaciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de relativa estabilidad de precios internos, que constituye el objetivo fundamental del banco central.

En el contexto descrito, la participación del banco central en el mercado de divisas se justifica, particularmente en economías pequeñas y abiertas, porque estas suelen caracterizarse por tener tasas de ahorro bajas y mercados cambiarios pequeños y poco líquidos y profundos, lo cual les hace vulnerables a cambios inesperados en la disponibilidad de financiamiento o flujos externos de divisas. Adicionalmente, los supuestos teóricos respecto al efecto que deben tener los flujos en el mercado cambiario no siempre se cumplen, lo cual es particularmente válido para el citado grupo de economías. Ello se asocia, fundamentalmente, a imperfecciones de mercado, en virtud de su bajo desarrollo financiero, lo que hace que se observen expectativas exacerbadas que terminan provocando conductas de manada⁵³, en parte, explicadas por la asimetría en la información. Por lo tanto, dichas imperfecciones pueden requerir el uso de medidas de política cambiaria para moderar la volatilidad excesiva del tipo de cambio, lo cual puede lograrse mediante el uso de reglas de participación del banco central en el mercado. No obstante, la participación en el mercado cambiario debe ser vista como un proceso de transición hacia una mayor flexibilidad que contribuya a minimizar los efectos de choques externos, en tanto se va avanzando en la profundización y mayor integración a los mercados financieros; es decir que, sin eliminarse la posibilidad de que el tipo de cambio nominal actúe como un estabilizador

⁵² El presente apartado fue elaborado por los departamentos de Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.

⁵³ Por ejemplo, las expectativas de depreciación se pueden exacerbar, si los agentes económicos consideran que el tipo de cambio seguirá depreciándose, en cuyo caso, tratarían de comprar la mayor cantidad de divisas posible ante la posibilidad de una depreciación mayor; en contraste, si las expectativas fueran de apreciación, estos tratarían de vender más rápidamente sus divisas, provocando una mayor oferta en el mercado, acelerando la apreciación cambiaria.



automático frente a los impactos de dichos choques, los agentes económicos puedan ir familiarizándose con mayores niveles de volatilidad de conformidad con la evolución de los fundamentos del tipo de cambio nominal. En adición, la flexibilidad cambiaria significa que la autoridad monetaria no debe estimular tendencias del tipo de cambio nominal que favorezcan a determinado sector económico. Por ese motivo, la participación del banco central debe tener como único propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, mediante una regla simétrica, transparente y comprensible a los mercados, características que definen a la actual regla cambiaria utilizada por el Banco de Guatemala.

En ese sentido, la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, ha sido un instrumento eficiente para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, desempeñando un papel trascendental en la neutralización de gran parte del exceso de oferta de divisas que se ha registrado en el mercado cambiario en los últimos años. No obstante, tomando en consideración que el volumen negociado en el mercado cambiario se ha incrementado en los últimos años, se estima procedente ajustar el monto máximo de participación diaria conforme al comportamiento reciente.

Sobre el particular es importante destacar que a partir de 2020 se incrementó el monto máximo de cada una de las subastas de divisas diarias (de US\$8.0 millones a US\$10.0 millones cada una, por lo que el monto máximo diario de participación se incrementó a US\$50.0 millones); sin embargo, en los últimos años el monto de las operaciones totales negociadas en el Mercado Institucional de Divisas aumentó aproximadamente 23.0%, pasando de US\$50,227.9 millones en 2019 a US\$61,793.5 millones en 2021 y al 30 de noviembre de 2022, ya se habían negociado US\$68,558.6 millones, por lo que el monto máximo diario de participación (cinco subastas al día por un monto de US\$10.0 millones cada una) equivalió a finales de 2021 a 0.08% del monto total negociado.

En ese sentido, para ajustar el monto máximo diario a las nuevas condiciones de mercado, se requeriría de un aumento de US\$50.0 millones a US\$100.0 millones diarios, para lo cual, se propone que dicho incremento sea implementado mediante un incremento en el monto máximo de cada una de las subastas de divisas diarias (de US\$10.0 millones a US\$20.0 millones), manteniendo constante el número de subastas diarias (cinco). Vale indicar que el referido aumento contribuiría a que en un mercado de excedentes o faltantes de divisas, cuyo tamaño, aún con el aumento citado, sigue siendo pequeño, se equilibre con mayor eficiencia, en virtud de que el incremento en el número de subastas, tanto para la venta como para la compra de divisas, permite a los participantes ir transando entre ellos los excedentes o faltantes y recurrir al Banco Central de manera gradual y en la magnitud necesaria para que el mercado se “limpie”.

2. Mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales

La conveniencia de acumular Reservas Monetarias Internacionales (RMI), se sustenta en el hecho que estas constituyen activos en moneda extranjera que mantiene el Banco de Guatemala como un instrumento de apoyo a la política monetaria y cambiaria, en el cumplimiento del objetivo fundamental de mantener la estabilidad en el nivel general de precios. Existen varias ventajas de acumular RMI, entre las que destacan: a) la contribución a la estabilidad económica y financiera del país, en la medida que garantizan la disponibilidad de divisas para situaciones extraordinarias, que podrían generarse por choques externos que se manifiesten en un eventual retiro significativo de depósitos en moneda extranjera y una posterior salida de capitales del sistema financiero; b) la percepción acerca de la fortaleza de la moneda del país y de la solidez de la posición financiera de la economía para hacer frente a sus obligaciones con el resto del mundo; y c) que la adecuada disponibilidad de divisas contribuye a la reducción del riesgo país y a la mejora de las calificaciones crediticias, lo que redundaría en mejores condiciones para la obtención de

financiamiento del exterior por parte del sector corporativo y, en muchos casos, a atraer flujos de inversión extranjera directa.

En ese contexto, aunque el nivel de reservas con que cuenta el Banco Central es apropiado, según análisis efectuados tanto por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala como por evaluaciones efectuadas por organismos financieros internacionales, como el FMI, se considera que continuar con una acumulación adicional de reservas monetarias internacionales en el contexto actual de elevados niveles de volatilidad y de amplios niveles de incertidumbre a nivel mundial, permitiría enfrentar de mejor manera los retos que provienen de una coyuntura internacional cada vez más compleja y cambiante que, como se mencionó, podría requerir que el Banco Central, eventualmente, tenga que utilizar sus reservas internacionales para moderar la volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos adversos de dicha volatilidad se trasladen tanto al sector real como al financiero. Es importante señalar que dicha acumulación debe continuar efectuándose de una manera programada y gradual para que no genere distorsiones en los mercados cambiario y monetario, conforme la práctica de otros bancos centrales que han utilizado este mecanismo. En ese sentido, los departamentos técnicos consideran que, en el marco de la política cambiaria vigente, durante 2023 es propicio hacer uso nuevamente de la facultad prevista en la resolución JM-133-2014, en el sentido de implementar un mecanismo de acumulación de reservas por un monto de hasta US\$1,000.0 millones, tomando en consideración el excedente de divisas que aún prevalece en el mercado cambiario y los excedentes que podrían registrarse el próximo año.

3. Mecanismo de inyección de liquidez mediante reportos en dólares de los Estados Unidos de América

El entorno económico actual, donde privan los riesgos a la baja en las previsiones de crecimiento económico mundial, la incertidumbre se encuentra en niveles significativos y las presiones inflacionarias se han mantenido elevadas en los últimos meses, ha provocado una rápida repuesta de la política monetaria que ha restringido las condiciones financieras internacionales tanto por aumento en las tasas de interés de política monetaria como por la reducción de los estímulos cuantitativos no convencionales, aumentando los costos de financiamiento y afectando negativamente la capacidad de pago de la deuda de los agentes económicos.

Ante ese escenario, al igual que lo ocurrido durante la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009 y la reciente crisis sanitaria mundial provocada por la pandemia del COVID-19 en 2020, se hace necesario que el Banco Central disponga de un mecanismo para poder proveer a las entidades bancarias, de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América, que permita controlar los episodios de estrés financiero, que se caracterizan fundamentalmente, por una alta volatilidad, la cual afecta el comportamiento del tipo de cambio nominal de manera temporal. En efecto, en julio del presente año, el Presidente de la Asociación Bancaria de Guatemala (ABG), solicitó al Presidente de la Junta Monetaria la implementación de un mecanismo de naturaleza temporal para proveer liquidez en dólares de los Estados Unidos de América al sistema bancario nacional, considerando las restricciones en las condiciones financieras internacionales, por lo que, la Junta Monetaria autorizó el referido mecanismo temporal mediante operaciones de reporto por un monto de hasta US\$500.0 millones hasta el 31 de diciembre de 2022 (resolución JM-75-2022).

En este contexto, y considerando que las condiciones financieras internacionales permanecerían restrictivas por un periodo prolongado, se estima conveniente que se implemente un mecanismo permanente de inyección de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América para las instituciones bancarias, mediante operaciones de reporto. Para lo cual, el Banco de Guatemala determinará las condiciones financieras para la realización de dichas operaciones, cuando las condiciones económicas lo requieran.



4. Análisis de la viabilidad y conveniencia de establecer un mecanismo para canalizar los excedentes de divisas en el mercado cambiario

El análisis realizado por el doctor Edwards para la economía guatemalteca en 2022, identificó que el sostenido aumento en el flujo de las remesas familiares es uno de los mayores desafíos para la conducción de la política monetaria en Guatemala, por lo que la respuesta de política a fenómenos permanentes como este no puede ser una respuesta de política monetaria; en este sentido, sugiere, como una de las opciones, estudiar y analizar la viabilidad de implementar un programa de “Bonos Diáspora”, los cuales pueden ser definidos como instrumentos de deuda de renta fija emitidos por el gobierno de un país y que están dirigidos a su comunidad de emigrantes (diáspora) para obtener financiamiento externo. En ese contexto, el doctor Edwards sugiere que en primera instancia se establezca una comisión que analice esta opción en detalle.

Derivado de lo anterior, la Gerencia General del Banco de Guatemala en noviembre del presente año, decidió formar una comisión de trabajo interdepartamental que tendrá a su cargo el análisis de la viabilidad y conveniencia de establecer un mecanismo para canalizar los excedentes de divisas en el mercado cambiario, tendiente a reducir el impacto de los flujos de remesas sobre el tipo de cambio, por lo que durante 2023 se estaría realizando el referido análisis.

E. TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS DEL BANCO DE GUATEMALA

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas del Banco Central es necesario que, además de la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que debe realizar de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala informe al público lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro de su objetivo fundamental. Para el efecto, el Banco de Guatemala implementa una estrategia de comunicación que está orientada a consolidar y mejorar la imagen, la credibilidad y la confianza en la institución, así como a facilitar la comprensión del quehacer del Banco Central, por medio de los instrumentos siguientes: i) publicación de las actas del Comité de Ejecución; ii) boletín y conferencia de prensa de las decisiones sobre la tasa de interés líder de política monetaria; iii) reuniones informativas con sectores interesados sobre las decisiones de la Junta Monetaria; iv) publicación de resúmenes circunstanciados de los argumentos de la Junta Monetaria en sus decisiones de política monetaria; v) publicación de las resoluciones de la Junta Monetaria que tienen impacto general; vi) publicación de documentos de política relevantes en el sitio de internet (Informe de Política Monetaria tres veces al año, Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia una vez al año; y dos comparecencias al año del Presidente del Banco de Guatemala ante el Congreso de la República); vii) publicación de información económico-financiera en el sitio de internet; y viii) conferencias sobre educación económico-financiera.

F. CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2023

Considerando las mejores prácticas internacionales en la materia y con el objetivo de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, el Banco de Guatemala, en un esquema de metas explícitas de inflación, anuncia periódicamente el calendario anual de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. Dicho calendario considera, por una parte, la disponibilidad de la información relevante para la toma de decisión respecto de la tasa de interés líder y, por la otra, la adecuación del periodo entre cada decisión, para permitir un análisis completo del balance de riesgos de inflación, el cual considera el entorno tanto interno como externo, en el que se desempeña la política monetaria. No obstante, dada la complejidad del entorno económico externo, en el que prevalecen amplios niveles de incertidumbre, se considera oportuno y necesario que, de manera excepcional, se lleve a cabo una reunión adicional para definir la tasa de interés líder de

política monetaria, con el propósito de reafirmar el compromiso de la autoridad monetaria de que tanto los niveles de inflación como las expectativas de inflación de corto plazo converjan gradualmente a la meta, para lo cual se propone el calendario siguiente.

**CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS QUE LA JUNTA MONETARIA
TOMARÁ DECISIÓN RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE POLÍTICA MONETARIA, DURANTE 2023**

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



VI. RECOMENDACIÓN

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

- A. Tener por evaluada la política monetaria, cambiaria y crediticia de 2022.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.

ANEXO



ANEXO

EFFECTO TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL A LOS PRECIOS INTERNOS

1. Introducción

El efecto traspaso (*pass-through*), en términos generales, se refiere al cambio en los precios internos ocasionado por los movimientos del tipo de cambio nominal (Rowland, 2003). La literatura económica sugiere que el tipo de cambio nominal influye en los precios internos mediante efectos de primer y segundo orden. Los primeros responden al ajuste en el precio de los bienes importados, ya sea de consumo, intermedios o de capital (canal directo) y a la incidencia de los precios relativos entre bienes domésticos y externos sobre la demanda agregada (canal indirecto). Los segundos obedecen al cambio en la formación de las expectativas de inflación de los agentes económicos (Capistrán, Ibarra-Ramírez y Ramos-Francia, 2011).

De acuerdo con la ley del precio único y su generalización, denominada hipótesis de paridad de poder adquisitivo (*PPP*, por sus siglas en inglés), el coeficiente de traspaso debería de ser uno, es decir, completo. Sin embargo, la evidencia empírica ha mostrado que éste no solo es menor que uno (incompleto), sino que también ha experimentado una considerablemente reducción en casi todo el mundo en los últimos tiempos (Mujica y Saens, 2015). En ese sentido, diversos estudios apuntan que la transmisión del efecto traspaso depende tanto de factores microeconómicos como macroeconómicos, entre los que destacan: la presencia de estructuras de mercado no competitivas, el grado de sustitución entre bienes nacionales e importados, el régimen de política monetaria, el entorno inflacionario y la volatilidad del tipo de cambio (Winkelried, 2012).

De hecho, entender la forma en que la inflación responde a los choques cambiarios ha adquirido particular importancia, dado que un nivel de traspaso alto requeriría coordinar la política monetaria con la política cambiaria, a fin de reducir el impacto que tienen los movimientos del tipo de cambio; en contraste, con un nivel de traspaso bajo brinda mayor libertad para la conducción de la política monetaria de forma independiente, facilitando, por tanto, la implementación de un esquema objetivo de inflación (Parra, 2008).

Al respecto, este anexo está orientado a evaluar la relación entre los movimientos del tipo de cambio y el comportamiento de los precios al consumidor para la economía guatemalteca, lo que resulta relevante para el adecuado manejo de la política monetaria. Para ello, la sección 2 aborda la metodología utilizada para dicho fin, así como una breve descripción de los datos. Los principales resultados del análisis empírico se detallan en la sección 3. Por último, en la sección 4, se destacan algunas consideraciones finales.

2. Aspectos metodológicos y datos

El análisis se basó en un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), herramienta que ha sido comúnmente utilizada para estimar el efecto traspaso del tipo de cambio nominal, en el cual se calcula el impulso respuesta de un choque al tipo de cambio que se identifica mediante el método recursivo (descomposición de Cholesky). Además, se evalúa la medida de elasticidad del traspaso acumulado. Las variables incluidas en el modelo fueron, en su orden: el Índice de Precios al Consumidor (IPC), el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), el tipo de cambio y la tasa de interés de política monetaria. También se incorporaron como variables exógenas el Índice de Producción Industrial (*PMI*, por

sus siglas en inglés), la tasa de bonos del tesoro a 3 meses y el IPC, de los Estados Unidos de América en los tres casos, y el índice de materias primas del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Los datos corresponden a las tasas de variación interanual de cada una de las variables, a excepción de las referentes a las tasas de interés, para el periodo de 2010 a 2022. Para poder evaluar minuciosamente el efecto traspaso del tipo de cambio nominal a los precios internos se estimaron tres modelos VAR. El primero sigue la recomendación en contra de la diferenciación de las series, incluso si tienen raíz unitaria, dado que esto puede “desechar” información relativa a los co-movimientos de las variables; y puesto que el objetivo no consiste en la estimación de los parámetros, la opinión es que el VAR debe imitar el “verdadero” proceso de generación de datos. El segundo consideró la aceleración de la inflación, que corresponde a la diferencia entre la variación interanual de un mes respecto a la del mes anterior, con interpretación en puntos porcentuales. Este modelo se consideró de esta manera porque en el periodo 2010-2022, las pruebas de raíz unitaria sobre el ritmo de inflación sugieren que la serie no es estacionaria. El tercero examinó la posibilidad de que el efecto traspaso fuera asimétrico, es decir, que una depreciación cambiaria tuviera un impacto distinto al que tiene una apreciación sobre la inflación. En ese contexto, la variación del tipo de cambio nominal se dividió en aquellos periodos donde se observó una apreciación y una depreciación nominal con la intención de obtener parámetros estimados sobre el efecto traspaso con ambos resultados de las series por separado.

3. Resultados

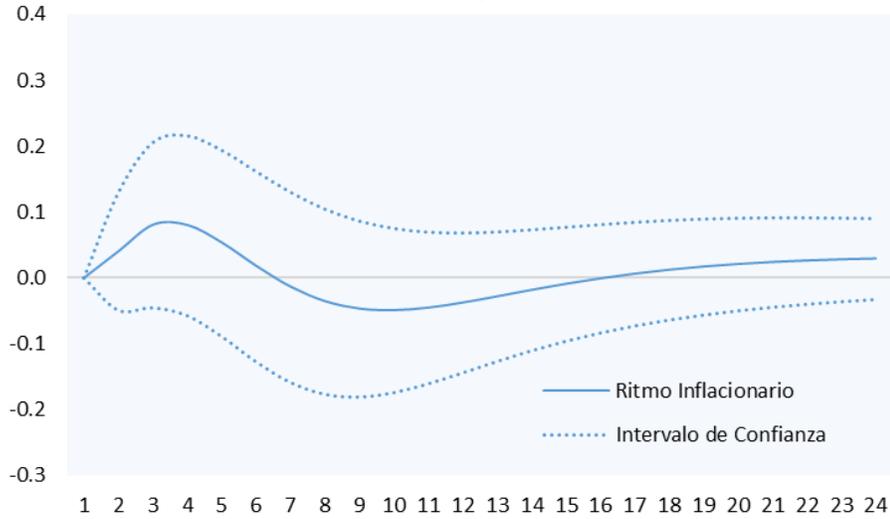
Los resultados del primer y segundo modelo (gráficas A1.1 y A1.2, respectivamente) sugieren que, ante una depreciación no anticipada de un punto porcentual en el tipo de cambio nominal, la respuesta de los precios al consumidor es positiva, como era de esperarse, aunque no es estadísticamente significativa. Estos resultados sugieren que, cambios en el tipo de cambio nominal no impactan el nivel de precios internos de una manera significativa.

La falta de evidencia de efectos de segundo orden podría ser reflejo que las expectativas de inflación están lo suficientemente ancladas a la meta de inflación para no verse afectadas por apreciaciones o depreciaciones cambiarias. Estos resultados podrían estar sugiriendo que la conducción de la política monetaria debe de realizarse de forma independiente, es decir que no se requiere coordinar la política monetaria con la política cambiaria, a fin de reducir el impacto que tienen los movimientos del tipo de cambio en la inflación.



Gráfica AI.1

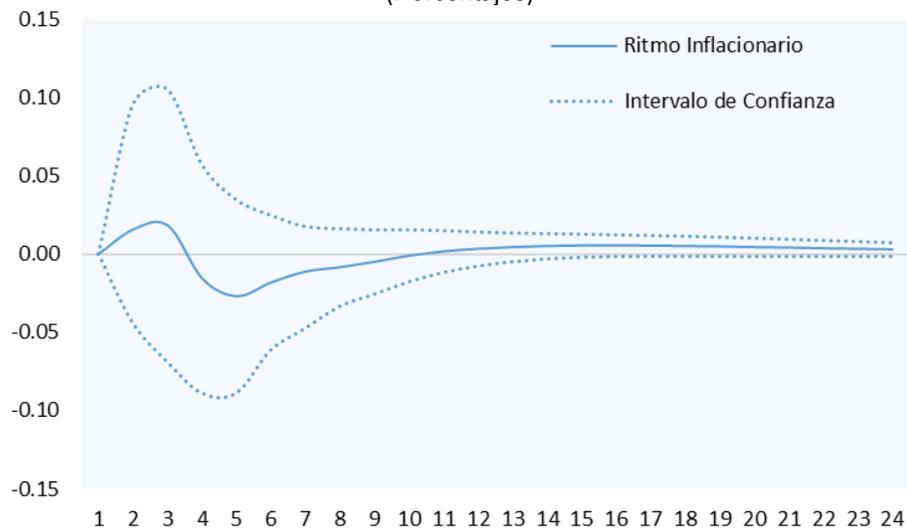
Respuesta de la Inflación ante el Aumento de un Punto Porcentual en la Variación Interanual del Tipo de Cambio
2010 - 2022
(Porcentajes)



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica AI.2

Respuesta del Cambio de la Inflación ante el Aumento de un Punto Porcentual en la Variación Interanual del Tipo de Cambio
2010 - 2022
(Porcentajes)



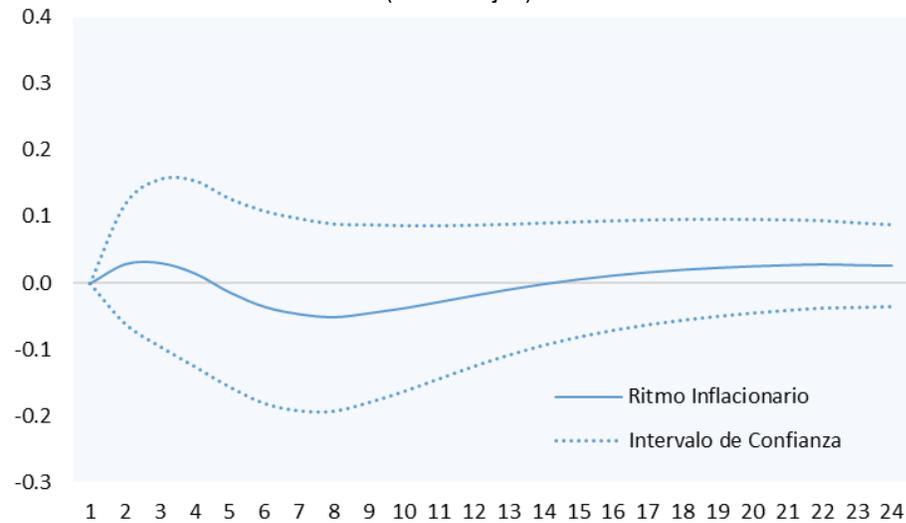
Fuente: Elaboración propia.

Una explicación alternativa a los resultados anteriores, es que el efecto traspaso del tipo de cambio nominal sobre la inflación es asimétrico. Ante esta posibilidad, el tercer modelo estima separadamente el efecto de una apreciación o depreciación cambiaria sobre el nivel de precios internos. En ese sentido, los resultados sugieren que, aunque una

apreciación cambiaria no tiene un impacto estadísticamente significativo sobre el nivel de la inflación (gráfica AI.3), una depreciación del tipo de cambio nominal no anticipada de un punto porcentual aumenta el nivel de la inflación aproximadamente 0.23% con un rezago de 6 meses, a los niveles de confianza relevantes (gráfica AI.4).

Gráfica AI.3

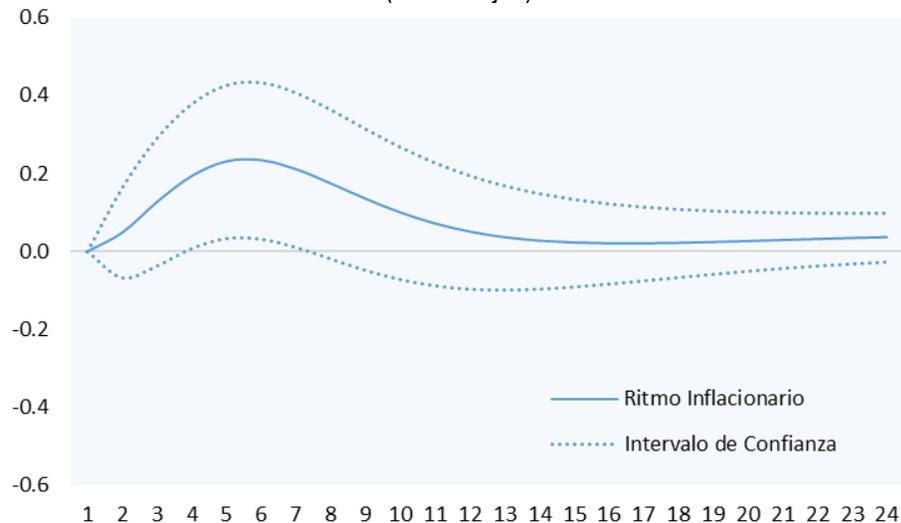
Respuesta de la Inflación ante la Apreciación de un Punto Porcentual en la Variación Interanual del Tipo de Cambio
2010 - 2022
(Porcentajes)



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica AI.4

Respuesta de la Inflación ante la Depreciación de un Punto Porcentual en la Variación Interanual del Tipo de Cambio
2010 - 2022
(Porcentajes)



Fuente: Elaboración propia.



De los resultados anteriores se destaca que es poco probable que una apreciación cambiaria reduzca el nivel de precios internos. Por su parte, una depreciación del tipo de cambio nominal tiene un impacto incompleto sobre la inflación y con un rezago de aproximadamente un semestre.

4. Consideraciones finales

La comprensión de la relación entre los movimientos del tipo de cambio nominal y los cambios en los precios internos es fundamental para la formulación y adopción adecuada de respuestas de política monetaria. En general, la evidencia empírica para Guatemala apunta a que una depreciación induce el aumento de los precios al consumidor, aunque de forma incompleta. Por su parte, no se encontró evidencia que una apreciación del tipo de cambio nominal tenga un efecto significativo sobre la inflación. Dicho resultado, en parte, puede explicarse por la disminución del efecto traspaso a través de la cadena productiva, es decir que, si bien éste podría ser alto sobre los precios de los bienes importados, es menor para los precios al productor y todavía mucho menor para los precios al consumidor. De la misma manera, el bajo impacto de efectos de segundo orden podría ser reflejo de que las expectativas de inflación están firmemente ancladas a la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria.

Finalmente, es importante tener en cuenta que la experiencia de otros países sugiere que un esquema de política monetaria que favorece una inflación baja y estable, así como expectativas de inflación ancladas, como es el caso de Guatemala, tiene un papel fundamental para reducir la influencia de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal en los precios internos y que no se requiere coordinar la política monetaria con la política cambiaria, a fin de reducir el impacto que tienen los movimientos del tipo de cambio.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alfonso, Viviana; Kamin, Steven and Zampolli, Fabrizio (2022). “*Central bank digital currencies (CBDCs) in Latin America and the Caribbean*”. *BIS Working Papers* No. 989. Enero.
- Banco Central de Brasil (2022). “*Inflation report: September 2022*”. Septiembre.
- Banco Central de Brasil (2022). “*Minutes of the Monetary Policy Committee –Copom 249th Meeting– September 20-21, 2022*”. Comunicado de prensa. Septiembre.
- Banco Central de Brasil (2022). “*Minutes of the Monetary Policy Committee –Copom 250th Meeting– October 25-26, 2022*”. Comunicado de prensa. Octubre.
- Banco Central de México (2022). “Informe trimestral, julio-septiembre 2022”. Noviembre.
- Banco Central de México (2022). “Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 10 de noviembre de 2022”. Noviembre.
- Banco Central Europeo (2022). “*Economic Bulletin*”. Issue 6 / 2022. Septiembre.
- Banco Central Europeo (2022). “*Economic Bulletin*”. Issue 7 / 2022. Noviembre.
- Banco Central Europeo (2022). “*Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*”. Septiembre.
- Banco de Guatemala (2022). “La persistencia inflacionaria en Guatemala”. Noviembre.
- Banco de Inglaterra (2022). “*Monetary Policy Report – November 2022*”. Noviembre.
- Banco de Inglaterra (2022). “*Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on November 2, 2022*”. Noviembre.
- Banco de Japón (2022). “*Minutes of the Monetary Policy Meeting on September 20 and 21, 2022*”. Noviembre.
- Banco de Japón (2022). “*Outlook for Economic Activity and Prices*”. Octubre.
- Banco de Japón (2022). “*Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting on October 27 and 28, 2022*”. Noviembre.
- Banco de Pagos Internacionales (2022). “*BIS Quarterly Review, September 2022: International banking and financial market developments*”. Septiembre.
- Banco de Reserva Federal de St. Louis (2022). “*Is the U.S. in a Recession? What Key Economic Indicators Say*”. *On the Economy Blog*. Septiembre.
- Banco Mundial (2022). “*Global Economic Prospects*”. Junio.
- Bluedorn, John (2022). “*Wage-Price Spiral Risks Appear Contained Despite High Inflation*”. Fondo Monetario Internacional. Octubre.



Board of Governors of the Federal Reserve System (2022). “Monetary Policy Report”. Junio.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2022). “Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation”. *Research & Analysis*. Enero.

Capistrán, Carlos; Ibarra-Ramírez, Raúl; y Ramos-Francia, Manuel (2011). “El traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios: un análisis para la economía mexicana”. Documentos de Investigación No.2011-12. Banco de México.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2022). “Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2022: Dinámica y desafíos de la inversión para impulsar una recuperación sostenible e inclusiva”. Noviembre.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2022). “Estudio económico de Centroamérica y la República Dominicana en 2022 y perspectivas para 2023”. Noviembre.

Comisión Europea (2022). “European Economic Forecast: Autumn 2022”. *Institutional Paper* 187. Noviembre.

Congressional Budget Office (2022). “An Analysis of the President’s 2023 Budget”. Septiembre.

Congressional Budget Office (2022). “An Overview of the 2022 Long-Term Budget Outlook”. Agosto.

Congressional Budget Office (2022). “Cost estimate for H.R. 5376, the Inflation Reduction Act of 2022”. Agosto.

Congressional Budget Office (2022). “Costs of Suspending Student Loan Payments and Canceling Debt”. Septiembre.

Congressional Budget Office (2022). “Monthly Budget Review: Summary for Fiscal Year 2022”. Noviembre.

Consejo Monetario Centroamericano (2022). “Reporte de Actividad Económica”. Informes Mensuales. Septiembre.

Consejo Monetario Centroamericano (2022). “Reporte Ejecutivo Mensual”. Informes Mensuales. Octubre.

Edwards, Sebastián (2022). “Evaluación del Diseño e Implementación de la Política Monetaria y Cambiaria del Banco de Guatemala 2012-2022”. Junio.

Eurostat (2022). “Euro area international trade in goods deficit €34.4 bn”. Comunicado de prensa. Noviembre.

Eurostat (2022). “GDP and employment flash estimates for the third quarter of 2022”. Comunicado de prensa. Noviembre.

Fondo Monetario Internacional (2022). “Afrontar la Crisis del Costo de Vida”. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre.

Fondo Monetario Internacional (2022). “América Latina enfrenta un tercer choque debido al endurecimiento de las condiciones financieras mundiales”. *IMF Blog*. Octubre.

Fondo Monetario Internacional (2022). “Slowing Global Economic Growth is Increasingly Evident, High-Frequency Data Show”. Noviembre.

Ganelli, Giovanni; Rabanal, Pau y Sheridan, Niamh (2022). “Global Current Account Balances Widen amid War and the Pandemic”. Fondo Monetario Internacional. Agosto.

Gobierno de Reino Unido (2022). “Autumn Statement 2022”. Documentos oficiales. Noviembre.

- Gourinchas, Pierre Olivier; Valdés, Rodrigo; y Landerretche, Oscar (2001). “*Lending Booms: Latin America and the World*”. National Bureau of Economic Research. Working Paper Series. April.
- Infante, Sebastian; Kim, Kyungmin; Orlik, Anna; Silva, Andre F. and Tetlow, Robert J. (2022). “*The Macroeconomic Implications of CBDC: A Review of the Literature*”. Finance and Economics Discussion Series 2022-076. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. Noviembre.
- Instituto Brasileño de Economía (2022). “Indicador de Clima Económico de América Latina”. Encuesta Económica de América Latina. Octubre.
- Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (2022). “Cuentas Nacionales Trimestrales: Abril-Junio 2022”. Septiembre.
- Instituto Nacional de Estadística y Geografía (2022). “Producto Interno Bruto Tercer Trimestre de 2022”. Comunicado de prensa. Noviembre.
- Mujica, Patricio y Saens, Rodrigo (2015). “Traspaso de tipo de cambio y metas de inflación en Chile”. Revista CEPAL 117:145-155. Diciembre.
- Office of Management and Budget (2022). “*By the Numbers: The Inflation Reduction Act*”. Comunicado de prensa. Agosto.
- Office of Management and Budget (2022). “*Fact Sheet: President Biden Announces Student Loan Relief for Borrowers Who Need It Most*”. Comunicado de prensa. Agosto.
- Oficina de Análisis Económico (2022). “*Gross Domestic Product (Second Estimate), Corporate Profits (Preliminary Estimate), Third Quarter 2022*”. Comunicado de prensa. Noviembre.
- Oficina de Gabinete del Gobierno de Japón (2022). “*Recent Economic Developments -Monthly Economic Report, September 30, 2022*”. Octubre.
- Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón (2022). “*Quarterly Estimates of GDP for July – September 2022 (First Preliminary Estimates)*”. Noviembre.
- Oficina Nacional de Estadísticas (2022). “*GDP first quarterly estimate, UK: July to September 2022*”. Boletín estadístico. Noviembre.
- Oficina Nacional de Estadísticas (2022). “*GDP monthly estimate, UK: September 2022*”. Boletín estadístico. Noviembre.
- Oficina Nacional de Estadísticas de China (2022). “*National Economy Showed Sound Momentum of Recovery in the First Three Quarters*”. Comunicado de prensa. Octubre.
- Oficina Nacional de Estadísticas de China (2022). “*Preliminary Accounting Results of GDP for the Third Quarter of 2022*”. Comunicado de prensa. Octubre.
- Organización de Países Exportadores de Petróleo (2022). “*Winter oil market outlook*”. Octubre.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2022). “*Confronting the Crisis*”. OECD Economic Outlook. Noviembre.



Parra, Juan (2008). "Sensibilidad del IPC a la tasa de cambio en Colombia: una medición de largo Plazo". Borradores de Economía No. 542. Banco de la República de Colombia.

Reserva Federal (2022). "Transcript of Chair Powell's Press Conference November 2, 2022". Noviembre.

Reserva Federal (2022). "Federal Reserve issues FOMC statement". Comunicado de prensa. Noviembre.

Reserva Federal (2022). "Minutes of the Federal Open Market Committee November 1-2, 2022". Noviembre.

Reserva Federal (2022). "The Beige Book". Noviembre.

Rowland, Peter (2003). "Exchange rate pass-through to domestic prices: the case of Colombia". Borradores de Economía No. 254. Banco de la República de Colombia.

The Economist Intelligence Unit (2022). "China eases "zero-covid" policy but full exit still far off". Noviembre.

The Economist Intelligence Unit (2022). "China's Zero-COVID Strategy in 2023: three scenarios". Noviembre.

The Economist Intelligence Unit (2022). "Things to watch in energy in 2023". Noviembre.

Winkelried, Diego (2012). "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú". Revista Estudios Económicos 23:9-24. Banco Central de Reserva del Perú. Junio.