

# **EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2019, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2020**





# CONTENIDO<sup>1</sup>

I.	<b>ANTECEDENTES</b> .....	<b>1</b>
II.	<b>SÍNTESIS EVALUATIVA</b> .....	<b>3</b>
III.	<b>EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2019</b> .....	<b>8</b>
A.	ENTORNO EXTERNO .....	8
1.	Panorama general .....	8
2.	Crecimiento económico .....	11
3.	Mercados financieros .....	21
4.	Precios internacionales de algunas materias primas.....	24
5.	Inflación y política monetaria .....	30
B.	ENTORNO INTERNO.....	35
1.	Actividad económica.....	35
2.	Inflación .....	40
3.	Tipo de cambio .....	47
4.	Agregados monetarios y de crédito .....	50
5.	Otras variables .....	57
C.	RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2019.....	66
1.	Política monetaria.....	66
2.	Postura de política monetaria y balance de riesgos de inflación .....	69
3.	Política cambiaria .....	74
IV.	<b>ESTIMACIONES DE CIERRE 2019 Y PERSPECTIVAS PARA 2020</b> .....	<b>79</b>
A.	DEL ENTORNO EXTERNO .....	79
1.	Crecimiento económico .....	79
2.	Inflación internacional.....	81
B.	DEL ENTORNO INTERNO.....	83
1.	Actividad económica.....	83
2.	Inflación .....	86
3.	Sector monetario .....	89
4.	Balanza de pagos.....	91
5.	Sector fiscal .....	95

<sup>1</sup> Este documento fue elaborado con información disponible al 10 de diciembre de 2019, salvo otra indicación.

<b>V.</b>	<b>REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA .....</b>	<b>100</b>
A.	ASPECTOS GENERALES .....	100
B.	FORTALECIMIENTO DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN (EMEI).....	102
1.	Gobernanza del Banco Central en el esquema de metas explícitas de inflación .....	102
2.	El papel de las expectativas de inflación .....	106
3.	Mejoramiento de las estadísticas económicas .....	108
4.	Importancia de la autonomía del Banco Central.....	109
C.	POLÍTICA MONETARIA.....	111
1.	Variables indicativas.....	111
D.	POLÍTICA CAMBIARIA.....	112
1.	Modificaciones a la regla de participación .....	112
2.	Mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.....	114
E.	TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS DEL BANCO DE GUATEMALA.....	115
<b>VI.</b>	<b>RECOMENDACIÓN .....</b>	<b>116</b>
	ANEXOS.....	117
	ANEXO 1 .....	118
	ANEXO 2 .....	125
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	129

# EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA, A NOVIEMBRE DE 2019, Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2020

## I. ANTECEDENTES

En 2005 la autoridad 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 cierta 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 latinoamericanos 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. 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); y con la utilización de variables indicativas que privilegian las decisiones de mercado; 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, como los que se indicaron arriba, lo adoptaron previamente. En efecto, durante los años siguientes a la implementación del EMEI (2005), 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 éstos 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-111-2018 del 12 de diciembre de 2018, y para continuar dando cumplimiento a las disposiciones citadas, en el presente documento se presenta la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a noviembre de 2019, las perspectivas económicas para 2020, así como la revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

## II. SÍNTESIS EVALUATIVA

**Escenario internacional.** Durante 2019, el crecimiento de la economía mundial se desaceleró, influenciado por un entorno de mayor incertidumbre; no obstante, se anticipa una recuperación en 2020. En efecto, la inversión y el comercio mundiales se moderaron, en parte, debido a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y algunos de sus principales socios comerciales (particularmente la República Popular China) y las tensiones políticas asociadas a la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*). En ese entorno, los bancos centrales de algunas economías implementaron recientemente medidas orientadas a estimular la demanda agregada, lo que ha contribuido a moderar, parcialmente, la desaceleración indicada. En ese contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía mundial crecería 3.0% en 2019 y 3.4% en 2020.

En las economías avanzadas, el crecimiento de la actividad económica se desaceleró, en parte, debido a un entorno externo menos favorable y a la reducción de la confianza empresarial; sin embargo, continuó apoyado por políticas monetarias y fiscales expansivas que han permitido que el consumo privado mantenga su dinamismo, contribuyendo a que el crecimiento para este grupo de países permanezca en 1.7% en 2019 y 2020. En los Estados Unidos de América, el crecimiento económico se desaceleró, ante el desvanecimiento gradual de los efectos de la reforma fiscal de 2017 y el impacto negativo de las medidas de política comercial restrictivas, y seguiría moderándose, debido a la persistencia de dichos factores y a un entorno de mayor incertidumbre, por lo que el crecimiento sería de 2.3% en 2019 y de 1.9% en 2020.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se moderó, principalmente, como consecuencia del menor dinamismo de las exportaciones, ante la desaceleración de la inversión y del comercio mundiales; no obstante, el apoyo de la demanda interna permitiría que el crecimiento de la región se sitúe en 1.2%, tanto en 2019 como en 2020. Las perspectivas para este grupo de países, podrían continuar deteriorándose si persistiera la incertidumbre en torno a las tensiones comerciales y al *Brexit*.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento económico también se moderó, influenciado por el entorno de mayor incertidumbre externa y por las tensiones de orden político y geopolítico que enfrentaron algunas economías en este grupo de países. No obstante, la actividad económica siguió impulsada por el crecimiento del consumo privado y por el cambio en la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas. En ese contexto, se anticipan tasas de crecimiento económico de 3.9% en 2019 y de 4.6% en 2020, aunque con una significativa heterogeneidad entre países y regiones. Estas proyecciones dependen de la recuperación de las economías que estuvieron afectadas por las referidas tensiones, las cuales, además, continúan expuestas a un ambiente de mayor aversión al riesgo, que podría provocar un endurecimiento de las condiciones financieras que enfrentan a nivel internacional.

En Centroamérica, Guatemala se consolida como el país de mayor crecimiento económico en la región y el cuarto a nivel latinoamericano. El crecimiento de la actividad económica siguió siendo positivo, excepto en Nicaragua, y se prevé que la mayoría de estos países continúe con un desempeño favorable, tanto por el crecimiento de la demanda interna, asociada a que el consumo privado continuaría siendo apoyado por las remesas familiares, en la mayoría de países, así como al aumento de la demanda externa, dado que las perspectivas de crecimiento para la economía estadounidense siguen siendo positivas. En ese sentido, se anticipa que la región crecería 2.2% en 2019 y 2.7% en 2020, aunque estas proyecciones están sujetas al posible efecto de las tensiones políticas en Nicaragua, a los riesgos



asociados a las restricciones internacionales en materia migratoria y comercial, y a los retos fiscales en algunos países (particularmente en Costa Rica y El Salvador), entre otros.

Los mercados financieros internacionales registraron ganancias respecto del cierre de 2018, a pesar de que mostraron variaciones significativas a lo largo del año, las cuales estuvieron asociadas, principalmente, al impacto previsto de las tensiones comerciales sobre el desempeño de la economía mundial; en particular, los episodios de intensificación del conflicto comercial incrementaron los riesgos para el crecimiento económico y provocaron reducciones en los precios de las acciones, en tanto que, los esfuerzos orientados a encontrar una solución al diferendo comercial atenuaron dichos riesgos y propiciaron aumentos en los índices accionarios. Además, las decisiones orientadas a mantener una postura de política monetaria acomodaticia, particularmente en las economías avanzadas, contribuyeron a que las condiciones financieras dejaran de restringirse.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala registraron una mayor volatilidad y comportamientos mixtos respecto del cierre de 2018; en particular, el precio *spot* del petróleo y el del trigo se incrementaron, mientras que el del maíz amarillo disminuyó. En el caso del petróleo, el alza estuvo asociada a las restricciones de oferta que se derivaron de los recortes a la producción implementados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes productores, las sanciones impuestas por el gobierno estadounidense a algunos países exportadores, las tensiones políticas y geopolíticas en Venezuela, Libia y el Medio Oriente, las cuales fueron parcialmente compensadas por el incremento en la producción de crudo en otros países, en especial en los Estados Unidos de América, y las menores perspectivas para la demanda de crudo, ante la intensificación de las tensiones comerciales. En el caso del trigo, el incremento se debió, principalmente, a las menores expectativas para la oferta mundial del cereal, ante las condiciones climáticas adversas prevalecientes en algunos de los principales países productores. Por su parte, el comportamiento del precio del maíz amarillo mostró una mayor volatilidad debido a los cambios en las condiciones climáticas en los principales países productores, las cuales impactarían la oferta del grano, registrando una leve disminución respecto de finales del año anterior. No obstante lo anterior, los pronósticos de precio medio sugieren que, en comparación con 2018, el del petróleo y el del trigo serían inferiores en 2019 y 2020, en tanto que el del maíz amarillo registraría una moderada tendencia creciente.

A nivel internacional, la inflación permaneció contenida, con un comportamiento que estuvo influenciado, en parte, por las variaciones en los precios del petróleo y por la desaceleración de la actividad económica; no obstante, la inflación se mantuvo elevada en algunas economías que enfrentaron tensiones financieras y cuyas monedas se depreciaron considerablemente. En América Latina, tanto en los principales países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación como en Centroamérica, el ritmo inflacionario se ubicó, en la mayoría de países, dentro de las metas establecidas por los bancos centrales. La ausencia de presiones inflacionarias significativas permitió que, ante las perspectivas de desaceleración de la actividad económica y el incremento de la incertidumbre, algunos bancos centrales asumieran una postura de política monetaria más acomodaticia, aprovechando los espacios monetarios con los que contaban.

En el entorno descrito, los principales riesgos para el desempeño previsto para la economía mundial son: una mayor intensificación de las tensiones comerciales (principalmente entre los Estados Unidos de América y la República Popular China) y un *Brexit* sin acuerdo, los cuales debilitarían la inversión e interrumpirían las cadenas de suministro mundiales; el incremento de la aversión al riesgo, que afectaría los flujos de capital hacia algunos mercados



emergentes, restringiría las condiciones financieras internacionales y expondría algunas vulnerabilidades financieras; y el aumento de las tensiones geopolíticas, principalmente en el Medio Oriente.

**Escenario Interno.** De acuerdo con la estimación de cierre, el producto interno bruto (PIB) crecería 3.5% en 2019, superior al crecimiento observado en 2018 (3.1%), lo que implicaría que la actividad económica retornaría a su crecimiento potencial (alrededor de 3.5%). Dicho resultado se explicaría por el crecimiento de 4.4% en la demanda interna, asociado al aumento del consumo privado y del gasto de consumo del gobierno general, así como a la recuperación de la inversión; en tanto que, las exportaciones netas en términos reales tendrían una contribución negativa al crecimiento económico. Por el lado de la oferta, se prevé que todas las actividades económicas registren tasas de variación positivas (con excepción de la actividad de suministro de electricidad, agua y servicios de saneamiento).

A octubre, el valor FOB de las exportaciones de bienes aumentó 0.7% respecto de similar periodo de 2018, resultado del incremento en el precio medio (5.2%) que fue compensado, en parte, por la caída en el volumen exportado (4.3%). Los principales productos de exportación que mostraron un aumento en su valor exportado fueron, en su orden: cardamomo; energía eléctrica; hierro y acero; azúcar; y banano. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 0.8%, reflejo del incremento en el volumen importado (10.1%), compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio de importación (8.4%). Por su parte, a octubre, las importaciones de combustibles y lubricantes registraron una disminución 2.7%, lo que generó un ahorro en la factura petrolera de US\$76.7 millones respecto del mismo periodo del año anterior, como consecuencia de que en el presente año el precio medio del petróleo y sus derivados es inferior al del año previo.

Al 30 de noviembre de 2019, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$9,567.5 millones, superior en US\$1,123.1 millones (13.3%) respecto al monto observado en igual periodo del año previo. El flujo de remesas familiares continúa siendo importante, derivado de que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos, además de los flujos extraordinarios de divisas que ha propiciado la actual política migratoria del gobierno estadounidense (envíos de connacionales por motivos precautorios, ante una posible deportación).

Las Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de noviembre de 2019, alcanzaron un monto de US\$14,604.1 millones, mayor en US\$1,848.5 millones al observado a finales de 2018, resultado, fundamentalmente, de las compras netas efectuadas mediante la activación de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y de la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado internacional (Eurobonos), lo que fue compensado, parcialmente, por los pagos netos de deuda externa del sector público, por la amortización neta de los depósitos a plazo emitidos por el Banco de Guatemala en dólares de los Estados Unidos de América. El referido nivel de RIN equivale a 9.4 meses de importaciones, lo que refleja la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre, una depreciación interanual de 0.02%, resultado asociado al comportamiento de sus factores fundamentales. En efecto, en lo que va del presente año, aunque el flujo de remesas familiares sigue siendo importante, éste muestra un ritmo de crecimiento ligeramente menor que el del año previo, lo que genera menores presiones a la apreciación; además, el aumento observado en el valor de las importaciones y de las exportaciones, han contribuido a que el tipo de cambio nominal muestre un comportamiento relativamente estable a lo largo del presente año. En ese contexto, el Banco Central continuó participando en el mercado cambiario con el



objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia. La participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario mediante la regla de participación generó, en lo que va del presente año, compras netas de divisas por US\$1,188.6 millones.

El ritmo inflacionario a noviembre se ubicó en 2.92%, levemente por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), aunque cabe destacar que las expectativas de inflación a 12 meses (4.05%) y a 24 meses (4.25%) se ubican dentro de dicho margen, y el pronóstico de los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala apunta a una inflación de 3.50% al finalizar el año. La trayectoria de la inflación responde a condiciones tanto de demanda como de oferta y estuvo explicada, principalmente, por el comportamiento de los precios de los bienes de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, dado que el resto de divisiones de gasto registraron variaciones moderadas. El comportamiento de los precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas se ha visto afectado por la ocurrencia de diferentes choques de oferta, los cuales, aunque han tendido a moderarse relativamente rápido, particularmente los precios de los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos, han provocado una marcada volatilidad en el comportamiento de la inflación a lo largo del presente año. Por su parte, el comportamiento de las divisiones de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, reflejan, en buena medida, la evolución del precio internacional del petróleo. En adición a los choques de oferta a los que ha estado expuesta la inflación, ésta responde a las condiciones de la demanda agregada, particularmente las de consumo privado, las cuales han permanecido relativamente contenidas, dada la posición cíclica de la economía. Lo anterior, ha permitido mantener una política monetaria acomodaticia, sin comprometer la meta de inflación, en un contexto en el que las expectativas de inflación han permanecido ancladas.

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

Los principales agregados monetarios y de crédito, al 30 de noviembre, evidenciaron un comportamiento, en general, congruente con lo esperado. El crecimiento interanual de la emisión monetaria ha mostrado un mayor dinamismo, con una tendencia al alza que se acentuó desde el segundo trimestre, ubicándose en 15.7% (11.0% a finales del año anterior), comportamiento consistente con su estacionalidad y con el dinamismo que han registrado los flujos de remesas familiares; por su parte, los medios de pago (M2) crecieron 10.2% en términos interanuales. Con relación al crédito bancario al sector privado, éste ha mostrado una evolución positiva, registrando un crecimiento interanual de 5.8%, explicado, principalmente, por la recuperación del crédito destinado al consumo, así como por el dinamismo del crédito hipotecario para vivienda y el otorgado al sector empresarial mayor y menor.

En lo relativo a las finanzas públicas, según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal a finales del presente año se ubicaría en 1.9% del PIB, igual al del año anterior. Según cifras preliminares al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.8%; mientras que los gastos fueron superiores en 11.4%, respecto de similar periodo del año anterior. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q87,211.3 millones, mayor en Q4,765.3 millones con relación al 31 de diciembre de 2018 (Q82,446.0 millones); en tanto que, el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$9,113.7 millones, mayor en US\$889.1 millones respecto del registrado a finales de 2018 (US\$8,224.6 millones). A noviembre, el Ministerio de Finanzas Públicas había realizado colocaciones de bonos del tesoro equivalentes al 99.0% del monto programado para el ejercicio fiscal

2019 (Q18,419.0 millones); sin embargo, es importante destacar que las deficiencias netas del Banco de Guatemala correspondientes al ejercicio contable 2017, por un monto de Q699.5 millones, no fueron restituidas.

**En síntesis**, en el entorno externo, la actividad económica mundial continuó creciendo, aunque a un ritmo menos dinámico que el año anterior, en un ambiente de elevada incertidumbre, por lo que, las perspectivas para el crecimiento económico se deterioraron durante el año, además de que permanecen expuestas a diversos riesgos que están sesgados a la baja, incluyendo la intensificación de las tensiones comerciales y geopolíticas, lo cual también podría condicionar el desempeño de los mercados financieros y de materias primas; no obstante, la reciente flexibilización de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales a nivel mundial podría contribuir a moderar los efectos de los riesgos indicados. Por otra parte, entre los precios internacionales de las materias primas que pueden afectar la inflación en Guatemala, el del petróleo y el del trigo se situaron en niveles superiores a los observados a finales del año previo y los pronósticos para este año y el próximo anticipan incrementos para el precio medio del petróleo y del maíz amarillo, aunque éstos serían moderados.

En el entorno interno, la economía crecería 3.5% en 2019, apoyada por el aumento de la demanda interna, especialmente del consumo privado y de la inversión; en tanto que, por el lado de la oferta, reflejaría la evolución positiva de todas las actividades económicas. Para 2020, se estima que la actividad económica crecería en un rango entre 3.1% y 4.1%, impulsada por el dinamismo del gasto de consumo y de la inversión y, en menor medida, por una leve recuperación de las exportaciones de bienes y servicios en términos reales.

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

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



### III. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2019

#### A. ENTORNO EXTERNO

##### 1. Panorama general

El crecimiento de la actividad económica se desaceleró durante 2019, en respuesta a un conjunto de factores, entre los que destacan la pérdida de dinamismo de la producción industrial, la moderación en los niveles de inversión y de exportaciones, la persistencia de las tensiones comerciales, que han implicado medidas de política comercial restrictivas desde 2018, y conflictos geopolíticos. No obstante, las medidas de estímulo implementadas en las principales economías avanzadas y en algunas de las de mercados emergentes y en desarrollo, así como el desvanecimiento de factores específicos que afectaron el desempeño de algunas economías, contribuirían a que el crecimiento se recupere en 2020. En este contexto, el FMI prevé un crecimiento económico mundial de 3.0% para 2019 y de 3.4% para 2020, debido a que las economías avanzadas se expandirían a un ritmo de 1.7% en ambos años, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 3.9% y 4.6%, en su orden.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, tuvieron un desempeño más favorable que el observado durante la mayor parte de 2018. Los principales índices accionarios registraron ganancias respecto del cierre del año previo y la volatilidad fue moderada en algunos periodos del año, aunque evidenciaron variaciones pronunciadas que se derivaron, principalmente, de los resultados empresariales, de las expectativas de que los bancos centrales de las economías avanzadas asumirían una postura de política más acomodaticia y de la intensificación o disminución de las tensiones comerciales, principalmente, entre los Estados Unidos de América y la República Popular China. Estos factores también se reflejaron en los rendimientos de los bonos soberanos de las economías avanzadas, los cuales, en general, permanecieron en niveles inferiores a los observados en 2018. Por tanto, se anticipa que las condiciones financieras continuarían apoyando el crecimiento económico mundial en el corto plazo; no obstante, éstas permanecen expuestas a la materialización de diversos riesgos, principalmente, el incremento de la aversión al riesgo.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala presentaron a lo largo de 2019, en general, un comportamiento al alza y con episodios de considerable volatilidad. El precio *spot* del petróleo se incrementó en comparación con el cierre de 2018, debido a las restricciones a la oferta derivadas de los recortes a la producción pactados por algunos de los principales países productores, que persistirán hasta el primer trimestre de 2020; las sanciones del gobierno estadounidense a Irán y a Venezuela; la menor producción en Libia y Venezuela, por los conflictos internos; la interrupción temporal del suministro mundial de petróleo, por ataques a instalaciones petroleras en Arabia Saudita; y el incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. No obstante, el precio no se incrementó a un ritmo mayor como consecuencia del incremento de la producción petrolera en otros importantes productores, particularmente en los Estados Unidos de América, y el deterioro de las perspectivas para la demanda mundial del crudo, asociadas al impacto previsto de las tensiones comerciales sobre la actividad económica. Asimismo, el precio *spot* del trigo aumentó, dado que el incremento del precio observado entre mayo y julio y en septiembre, como consecuencia de las expectativas de producción desfavorables asociadas a condiciones climáticas adversas en algunas de las principales zonas productoras del mundo, contrarrestó las disminuciones del precio registradas a inicios del año, derivadas de mayores perspectivas

para la oferta por condiciones climáticas favorables, y en agosto, por la menor demanda prevista ante la intensificación de las tensiones comerciales. Por su parte, el precio *spot* del maíz amarillo se ubicó en un nivel inferior al del cierre de 2018, porque las reducciones del precio entre enero y abril y durante el tercer trimestre del año, asociadas a las expectativas de una mayor cosecha, fueron compensadas por el incremento registrado entre mayo y junio y en septiembre, por condiciones climáticas adversas, aunque desde mediados de noviembre registra una leve disminución.

En cuanto a la inflación a nivel internacional, ésta permaneció baja, en general, a lo largo del año, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo, debido, principalmente, a menores presiones derivadas del precio de los energéticos respecto del año previo y a que la actividad económica se ha moderado. En efecto, en las principales economías avanzadas, la inflación se ubicó, en niveles inferiores a los del año previo y por debajo de las metas de sus bancos centrales, mientras que en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación permaneció en torno a las metas de sus respectivos bancos centrales, reflejo del menor dinamismo de la actividad económica de este grupo de países. Lo anterior y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico favorecieron el mantenimiento de una postura de política monetaria acomodaticia en diversos países.

## RECUADRO 1

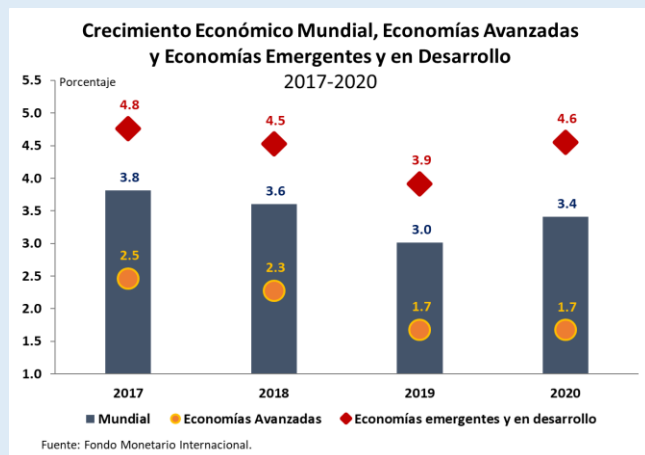
### G-24: PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y RIESGOS LATENTES

En el último comunicado elaborado por el Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (G-24), se destaca la moderación en el crecimiento económico mundial durante 2019, así como los importantes riesgos a la baja a los que está sujeto el crecimiento económico previsto para 2020, dentro de los que se menciona la continua agudización de las tensiones comerciales y sus posibles repercusiones en los mercados financieros. Asimismo, el comunicado subraya la necesidad de cooperación entre los países para hacer frente al desafío de las migraciones y las crisis de refugiados que están afectando desproporcionadamente a algunos países en desarrollo; además, resalta la importancia de la solidez y la buena gestión de las instituciones públicas para adoptar medidas de política que incrementen la productividad, fomenten la inversión y promuevan la sostenibilidad fiscal.

fenómeno, ésta sigue planteando desafíos importantes para los países en desarrollo, dado que se prevé que las brechas de ingreso, los cambios demográficos, el cambio climático y los factores geopolíticos provoquen mayores incrementos en los flujos migratorios en los próximos años. En este contexto, el G-24 enfatiza la necesidad de la cooperación internacional para hacer frente a dicho problema, el cual tiene un impacto directo sobre los países en desarrollo. Adicionalmente, menciona la importancia de comprender las repercusiones macroeconómicas de los flujos migratorios y de los refugiados, así como, las consecuencias sobre los países de origen y de destino, para la implementación de estrategias de cooperación y políticas nacionales.

En cuanto a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) para 2030, el G-24 apunta la necesidad de una transformación económica estructural, para mejorar los niveles de vida y reducir los niveles de desigualdad, factores que son relevantes para el logro de los ODS en los países en desarrollo. El ensanchamiento de las brechas de ingreso y empleo representan riesgos sociales y políticos considerables, por lo que es importante que cada país asuma su responsabilidad en cuanto a la adopción de medidas de política para incrementar la productividad y las oportunidades económicas, así como, fomentar la inversión. Además, menciona la importancia de la movilización de recursos internos como una estrategia sustancial para lograr los ODS en el tiempo establecido.

Finalmente, el comunicado destaca la importancia de la solidez y la buena gestión de las instituciones del gobierno, enfocada al combate de la corrupción y la promoción de la transparencia, lo cual es un factor esencial para la generación de empleo, para estimular la productividad y el crecimiento económico inclusivo. En ese contexto, el G-24 concluye que, los esfuerzos políticos concertados, la cooperación multilateral y la movilización de recursos internos, son clave para evitar una mayor desaceleración económica, reducir la desigualdad, alcanzar un crecimiento inclusivo y lograr los Objetivos de Desarrollo Sostenible en los plazos establecidos.



De acuerdo con el G-24, la agudización de las tensiones comerciales es uno de los principales obstáculos para el crecimiento económico mundial previsto para 2019 y 2020. En ese sentido, la erosión de la confianza en el sistema de comercio mundial y la dependencia del poder de negociación de los países, podrían incrementar la incertidumbre y perjudicar las perspectivas económicas de los países en desarrollo. Por lo tanto, los esfuerzos políticos concertados, la cooperación multilateral y el respaldo a un sistema mundial de comercio basado en reglas, son factores clave para evitar una mayor desaceleración económica y asegurar un crecimiento sostenido e inclusivo. En este contexto, es fundamental la adopción de medidas necesarias para fomentar un sistema de comercio moderno, no discriminatorio, equitativo, y basado en reglas, con la orientación de la Organización de Comercio Mundial (OMC), logrando un mayor acceso a los mercados internacionales e incrementando la eficacia del proceso de solución de diferencias, de esa forma generar un mayor beneficio, principalmente, para los países en desarrollo.

Por su parte, con respecto al fenómeno de la migración, el comunicado resalta que, a pesar de que se han demostrado los beneficios sociales y las mejoras económicas derivadas de este

Fuente: Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (2019). Comunicado de prensa. Octubre.

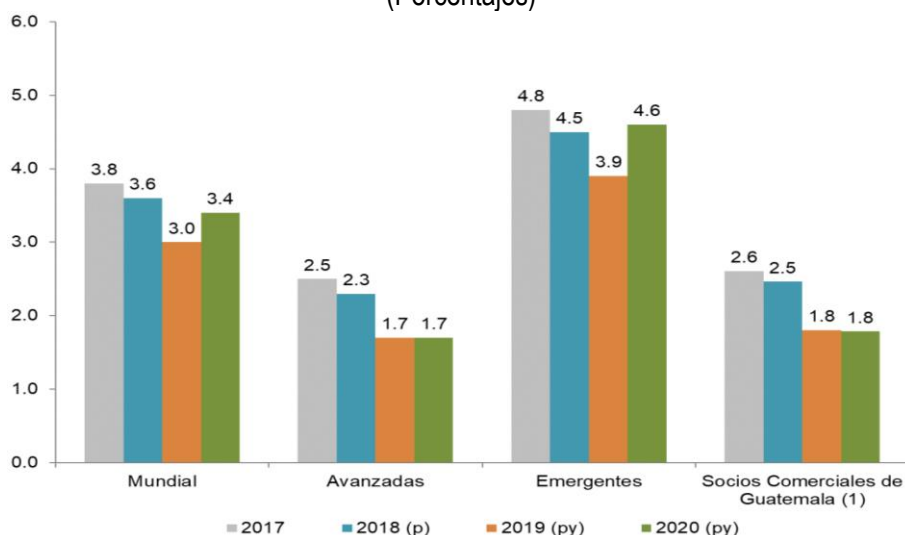
## 2. Crecimiento económico

Durante 2019, el ritmo de crecimiento de la actividad económica mundial se moderó, en comparación con el crecimiento registrado el año previo y con lo proyectado anteriormente, en parte, debido al menor crecimiento de la inversión y del comercio mundiales, como consecuencia de que la confianza empresarial se deterioró, ante la incertidumbre generada por las tensiones que el gobierno de los Estados Unidos de América mantuvo con algunos de sus socios comerciales más importantes (particularmente, la República Popular China) y por la incertidumbre en torno al resultado del *Brexit*; de las medidas de política comercial restrictivas implementadas desde 2018; y de la caída en la demanda externa que enfrentaron algunos países. Asimismo, los desbalances macroeconómicos y financieros que enfrentaron algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo contribuyeron a moderar el ritmo de crecimiento económico mundial. Algunos de estos factores fueron considerados desde inicios del año como riesgos a la baja para el desempeño de la economía mundial, por lo que, ante su materialización, las perspectivas para el crecimiento de la actividad económica y el comercio mundiales se deterioraron. Sin embargo, el mantenimiento de una postura de política monetaria acomodaticia en algunas de las principales economías podría contribuir a mitigar, al menos parcialmente, los efectos asociados a estos factores.

En ese contexto, se proyecta que la economía mundial crezca 3.0% (siendo la tasa de crecimiento más baja de la última década) en 2019 y 3.4% en 2020, lo que continúa expuesto a riesgos que, según el FMI, permanecen sesgados a la baja; en particular, además de los factores mencionados, dicho organismo considera que existen otros riesgos para el desempeño de la actividad económica como: los cambios en la percepción de riesgo de los inversionistas, la acumulación de vulnerabilidades financieras, la posibilidad de que ocurran ataques cibernéticos, la persistencia de presiones desinflacionarias y las consecuencias del cambio climático.

**Gráfica 1**

Crecimiento Económico Anual  
(Porcentajes)



(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 68% del total del comercio exterior del país.

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



En las economías avanzadas, el crecimiento de la actividad económica durante 2019 continuó siendo positivo, aunque se desaceleró debido a la mayor incertidumbre sobre la inversión, lo cual, aunado a otros factores en algunas de estas economías y sectores específicos, moderó el dinamismo de la producción industrial y de las exportaciones. No obstante, el consumo privado continuó siendo sólido, respaldado por la fortaleza de los mercados laborales y elevados niveles de confianza de los consumidores. Ante este entorno y dada la materialización de otros riesgos para las perspectivas de crecimiento de este grupo de países, algunos bancos centrales, en primera instancia, interrumpieron el proceso de normalización de su política monetaria e indicaron que mantendrían una postura de política monetaria acomodaticia y, posteriormente, flexibilizaron aún más dicha política. En este contexto, se anticipa que el crecimiento de este grupo de países se estabilizaría en 1.7%, en 2019 y en 2020, reflejando el crecimiento moderado, tanto de los Estados Unidos de América como de la Zona del Euro.

En los Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre de 2019 fue de 2.1%<sup>2</sup>, superior al registrado el trimestre anterior (2.0%). Este resultado se explica por el crecimiento del consumo privado, que continuó apoyado, principalmente, en la fortaleza del mercado laboral, que se reflejó en una tasa de desempleo que se mantuvo en niveles bajos (3.6% en octubre) en comparación con su nivel de largo plazo (en torno a 4.0%, según estimaciones de la Reserva Federal), en los elevados niveles de confianza de los hogares y en el mantenimiento de condiciones financieras favorables; y por el crecimiento del gasto público, tanto a nivel federal como estatal. No obstante, dicho comportamiento fue contrarrestado, parcialmente, porque la inversión empresarial fija continuó contrayéndose, principalmente en el sector de petróleo y gas natural, influenciada por los precios de estas materias primas, pero también en otros sectores, lo que habría sido consecuencia de la incertidumbre en torno a la política comercial estadounidense; asimismo, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del periodo.

Para 2019 y 2020 se prevé que la actividad económica estadounidense crezca 2.3% y 1.9%, respectivamente. Esta moderación reflejaría, fundamentalmente, la finalización de la fase expansiva del ciclo económico y los efectos negativos de las medidas arancelarias implementadas desde el año anterior, aunque se anticipa que el desempeño positivo del consumo privado continuaría respaldando la actividad económica, como consecuencia de la persistencia de tasas de desempleo bajas y del apoyo proveniente de las políticas macroeconómicas. Sin embargo, estas perspectivas están sujetas a amplios márgenes de incertidumbre, debido a la desaceleración que ha registrado el crecimiento económico mundial y a la persistencia de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China<sup>3</sup>, aunque éstas podrían moderarse en el futuro cercano<sup>4</sup>, y de otros riesgos geopolíticos, incluyendo la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea.

En ese contexto, las decisiones de política monetaria recientes han estado orientadas a mantener el ritmo de la expansión económica, de manera que se cumpla con los objetivos de inflación y de pleno empleo de la Reserva Federal (FED). En particular, ante el impacto que dichos factores tendrían sobre las perspectivas para la actividad

<sup>2</sup> Se refiere a la tasa de variación intertrimestral anualizada.

<sup>3</sup> El gobierno de los Estados Unidos de América implementó las siguientes medidas: en mayo, incrementó los aranceles de 10.0% a 25.0% a un grupo de importaciones provenientes de la República Popular China hasta por un total US\$200.0 millardos; en agosto, anunció que aplicaría aranceles de 10.0%, a partir del 1 de septiembre, a importaciones chinas por un monto adicional de US\$110.0 millardos y, a partir del 15 de diciembre, por un monto adicional de US\$160.0 millardos. Posteriormente, anunció que incrementaría los aranceles a 30.0%, a partir del 15 de octubre, a las importaciones chinas por aproximadamente US\$250.0 millardos que estaban sujetas a medidas arancelarias desde 2018, y a 15.0%, a partir del 15 de diciembre, al resto importaciones por aproximadamente US\$300.0 millardos. El gobierno de la República Popular China respondió a estas medidas de la siguiente manera: en junio, incrementó los aranceles a US\$36.0 millardos de importaciones estadounidenses, de 5.0% a 25.0%; y en agosto, anunció que incrementaría los aranceles a US\$75.0 millardos de importaciones estadounidenses.

<sup>4</sup> El 11 de octubre, algunas de estas medidas fueron suspendidas temporalmente, debido a que ambos gobiernos alcanzaron un acuerdo parcial que planeaban formalizar en una reunión prevista para el 16 y 17 de noviembre en el Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC) que se celebraría en Chile; no obstante, dicho foro se canceló, por lo que la Casa Blanca informó que esperaban continuar negociando para cumplir con lo programado.



económica y la ausencia de presiones inflacionarias relevantes, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) redujo la tasa de interés objetivo de fondos federales en julio, en septiembre y en octubre de 2019, en 25 puntos básicos en cada ocasión, hasta un rango entre 1.50% y 1.75%, conforme lo anticipó el mercado, luego de haberla mantenido sin cambios durante el primer semestre del año<sup>5</sup>. Además, dicho Comité reiteró que continuará actuando oportunamente para cumplir con sus objetivos e indicó que futuros ajustes al rango indicado dependerían de las condiciones económicas observadas y esperadas, lo cual sugiere que no necesariamente continuaría disminuyéndolo. En efecto, el mercado anticipa, con una elevada probabilidad, que el FOMC no modificaría dicha tasa en lo que resta del presente año. En cuanto a la reducción de la hoja de balance de la FED, el FOMC finalizó dicho proceso en agosto, dos meses antes de lo indicado previamente; sin embargo, lo incrementó nuevamente a partir de septiembre, básicamente para garantizar que el sistema bancario cuente con la liquidez necesaria y evitar que posibles presiones en el mercado monetario interfieran con la adecuada implementación de la política monetaria.

Por otra parte, se prevé que la política fiscal dejaría de ser expansiva en 2019 y se tornaría neutra en 2020, aunque estaría influenciada por la ampliación del límite de gasto público para el presente año fiscal y por las medidas aprobadas en agosto de 2019, según las cuales el Congreso de los Estados Unidos de América suspendió hasta julio de 2021 el límite a la deuda que puede asumir el gobierno e incrementó en US\$320.0 millardos el límite de gasto público discrecional para los años fiscales 2020 y 2021. Como resultado de estas medidas, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), anticipa que el déficit presupuestario para el año fiscal 2019, que finalizó en octubre, habría sido equivalente a 4.2% del PIB (3.9% del PIB en 2018) y estima, con base en el presupuesto que el gobierno presentó en marzo, que dicho déficit se ampliaría a 4.4% del PIB en el año fiscal 2020. No obstante, el proceso de aprobación del presupuesto para el año fiscal 2020, podría generar tensiones políticas adicionales en el ámbito interno.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea (*Eurostat*), el crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre de 2019 fue de 1.2%, igual al del trimestre previo. El crecimiento económico de la región ha permanecido moderado desde el segundo semestre de 2018, en parte, debido a la desaceleración de la inversión<sup>6</sup> y del comercio mundial, en un contexto en el que la confianza empresarial se ha reducido, como consecuencia de las tensiones comerciales de los Estados Unidos de América con otras importantes economías, incluida la región<sup>7</sup> y de la incertidumbre en torno al *Brexit*; y de la demanda externa, por la moderación del comercio y de la actividad económica mundial y la menor demanda por automóviles por parte de la República Popular China. En efecto, los factores indicados se reflejaron en una reducción de la producción manufacturera de la región; no obstante, el crecimiento de la actividad económica ha sido apoyado, principalmente, por el comportamiento del consumo privado, debido a que la reducción del desempleo y de algunos impuestos directos y de las contribuciones a la seguridad social han propiciado un incremento en el ingreso real de los hogares en algunos países de la región.

Ante el panorama descrito, se proyecta que el crecimiento económico en la Zona del Euro sería moderado durante 2019 y 2020 (1.2% en ambos años), en parte porque la demanda externa seguiría sin recuperarse, debido a la desaceleración prevista para la actividad económica de varios socios comerciales, lo que también afectaría el desempeño de la inversión empresarial, a pesar del apoyo proveniente de la postura acomodaticia de la política

<sup>5</sup> En las reuniones de enero, marzo, entre finales de abril y principios de mayo y en junio.

<sup>6</sup> Excluyendo a Irlanda, en donde la inversión ha tenido variaciones considerables, asociadas a las actividades de empresas multinacionales.

<sup>7</sup> En octubre, el gobierno de los Estados Unidos de América impuso aranceles a US\$7.5 millardos de importaciones provenientes de la Zona del Euro, que incluyen aeronaves (aranceles de 10.0%) y bienes agrícolas y de otro tipo (aranceles de 25.0%).



monetaria<sup>8</sup>; sin embargo, el crecimiento continuaría impulsado por la demanda interna, particularmente por el consumo, dada la solidez del mercado laboral, y por la orientación moderadamente expansiva de la política fiscal en algunas economías de la región. Vale indicar que, estas perspectivas estarían condicionadas por la posible materialización de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y los riesgos asociados al aumento del proteccionismo comercial a nivel mundial, así como a la persistencia de otros riesgos de naturaleza geopolítica.

En el Reino Unido, la Oficina Nacional de Estadística (ONS, por sus siglas en inglés) reportó que el crecimiento económico del tercer trimestre de 2019 se situó en 1.0%, inferior al registrado en el trimestre anterior (1.3%), en un entorno influenciado por la incertidumbre relacionada con el *Brexit*, el cual contribuyó a que las empresas redujeran la inversión fija por sexto trimestre consecutivo y continuaran reduciendo los inventarios que acumularon durante el año anterior, lo cual se reflejó en la contracción de la producción manufacturera, que también fue consecuencia de que los fabricantes de vehículos adelantaron el receso que usualmente realizan en verano, como parte de sus planes de contingencia ante el *Brexit*. No obstante, el consumo privado continuó creciendo, apoyado en la mejora del ingreso real de los hogares, asociada a que las condiciones del mercado laboral continúan siendo ajustadas, a pesar de la reciente desaceleración del crecimiento del empleo; y al mantenimiento de tasas de interés bajas. Asimismo, el gasto de consumo público se aceleró más que lo anticipado, lo que también contribuyó al crecimiento. En este contexto, el crecimiento de la actividad económica se mantendría moderado tanto en 2019 como en 2020 (1.3% en ambos años), apoyado por condiciones financieras acomodaticias y la continuidad en la mejora del ingreso real de los hogares, a pesar de que las decisiones de ahorro e inversión, tanto de consumidores como de empresarios, y el crecimiento de las exportaciones seguirían influenciadas por la incertidumbre respecto de las condiciones en las que se realizará la salida del Reino Unido de la Unión Europea, aunque se redujo recientemente la posibilidad de una salida desordenada, por las negociaciones en materia comercial y financiera con la Unión Europea<sup>9</sup>. Además, en 2020, se anticipa un ligero impulso derivado del aumento del gasto público anunciado por el gobierno; aunque esto se encuentra limitado por el poco espacio fiscal que tiene el Reino Unido.

En Japón, según la Oficina del Gabinete de Gobierno, la actividad económica registró un crecimiento de 1.8% en el tercer trimestre de 2019, inferior al crecimiento de 2.0% registrado en el trimestre anterior. Este resultado refleja, entre otros factores, las contribuciones negativas del cambio en inventarios y de las exportaciones netas, en éste último caso, ante la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía mundial. Por otra parte, se registraron incrementos en el consumo privado, que continuó favorecido por el crecimiento del empleo y por el gasto anticipado previo a la entrada en vigencia del impuesto al consumo en octubre de este año; en la inversión privada, influenciada por las ganancias empresariales; y en el gasto público. Para 2019 y 2020, se anticipan tasas de crecimiento económico modestas (1.0% y 0.4%, respectivamente), debido al crecimiento de la demanda externa; no obstante, se anticipa que el consumo y la inversión (incluyendo la relacionada con los Juegos Olímpicos de 2020) continuarían creciendo, respaldados por la mejora en los ingresos de los hogares y las ganancias corporativas, así como por el mantenimiento de una política monetaria ampliamente expansiva y la implementación de medidas de estímulo fiscal que contribuirían a mitigar los efectos negativos del incremento previsto al impuesto al consumo. Adicionalmente, el

<sup>8</sup> En lo que va de 2019, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) anunció o implementó las siguientes medidas: en marzo, informó acerca de dos programas de refinanciamiento bancario de largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) que implementaría a partir de septiembre de 2019 y marzo de 2021, para contribuir a que las condiciones para la obtención de préstamos bancarios continúen siendo favorables; en septiembre, redujo en 10 puntos básicos, hasta -0.50%, la tasa de interés que remunera a los bancos por mantener depósitos a un día plazo en el banco central (tasa de interés de facilidad de depósito) e informó que mantendría dicha tasa y las otras tasas de interés que establece en sus niveles actuales hasta que las proyecciones de inflación converjan a un nivel suficientemente cercano a 2.0% y que dicha convergencia también sea evidente en la dinámica de la inflación subyacente; y el 1 de noviembre, reanudó las compras netas dentro de su programa de compra de activos, por un monto de €20.0 billardos mensuales, las cuales permanecerán por el tiempo que sea necesario para enfatizar la postura acomodaticia.

<sup>9</sup> Tras el cambio de Primer Ministro, el gobierno del Reino Unido asumió una postura proclive a realizar un *Brexit* sin acuerdo; sin embargo, el 17 de octubre, el gobierno alcanzó un Acuerdo de Salida con la Unión Europea, el cual será discutido por la Cámara Baja del Parlamento británico después de las elecciones previstas para el 12 de diciembre. Además, el 28 de octubre, el Primer Ministro solicitó una prórroga a la Comisión Europea para la fecha de materialización del *Brexit*, hasta el 31 de enero de 2020.

desempeño económico también permanece expuesto a otros riesgos, principalmente, a la baja inflación, la transición demográfica y las tensiones comerciales a nivel mundial.

## RECUADRO 2 IMPACTO ECONÓMICO DEL BREXIT

Recientemente, la Unión Europea (UE) y el Reino Unido alcanzaron un nuevo acuerdo en el que definieron los términos de la salida de éste último de la UE. Este acuerdo daría al Reino Unido la autoridad para administrar sus relaciones económicas y para mantener una frontera abierta entre Irlanda e Irlanda del Norte. Además, establece que el Reino Unido ya no formaría parte de la unión aduanera de la región y no estaría legalmente obligado a continuar con compromisos de igualdad de condiciones al finalizar el periodo de transición (el cual podría extenderse hasta dos años más). Tanto la UE como el Reino Unido están comprometidos a alcanzar un acuerdo de libre comercio; sin embargo, estarían sujetos a barreras no arancelarias como controles aduaneros en la frontera y reglas de origen, lo que implicaría costos adicionales para las empresas.

No obstante, el acuerdo descrito aún debe ser ratificado por el Parlamento Británico y, dadas las condiciones políticas y económicas vigentes en el Reino Unido, todavía es posible que se realice un *Brexit* sin acuerdo, luego de que se cumpla la prórroga otorgada (el 31 de enero de 2020); por lo que, en ese escenario, las relaciones comerciales estarían regidas principalmente por los términos de la Organización Mundial del Comercio (OMC), y el Reino Unido no sólo saldría del mercado único y de la unión aduanera, sino que no habría un acuerdo futuro de libre comercio con la Unión Europea.

En ese contexto, un reciente estudio por parte de la Universidad de Londres, evaluó el efecto de los cambios en las barreras comerciales entre el Reino Unido y la UE sobre el ingreso real agregado per cápita, diez años después de que se introduzcan los nuevos acuerdos comerciales; esto con el objetivo de permitir que la economía se ajuste y para que los resultados puedan verse como una estimación del impacto a largo plazo del *Brexit*, con o sin acuerdo previo. Las primeras estimaciones sugieren que, de firmarse un acuerdo de salida, el ingreso per cápita en el Reino Unido disminuiría 2.5%; mientras que, sin dicho acuerdo disminuiría 3.3%. Los autores también evaluaron el impacto en el PIB per cápita para otros países y encontraron que, ningún país de la Unión Europea experimentaría ganancias como resultado de la desviación del comercio.

Una segunda estimación de los costos económicos del *Brexit*, consistió en incluir los efectos de los cambios en el comercio sobre el ingreso per cápita. La literatura sugiere que una disminución del comercio reduce el ingreso per cápita debido a los cambios de productividad, inversión extranjera y migración que están relacionados con cambios en la política comercial. En ese sentido, los resultados obtenidos indican que, con un acuerdo de salida, el comercio total del Reino Unido se reduciría en 13.0%; mientras que, si no se alcanza un acuerdo, la caída sería de 16.0%. Esto implicaría una disminución de 6.4% y 8.1% en el PIB per cápita, respectivamente.

Una tercera estimación incluye los posibles cambios en la política migratoria después del *Brexit*. Para ello los autores plantean un

escenario restrictivo en el que la inmigración hacia el Reino Unido se reduciría aproximadamente 40% y un escenario un poco más liberal que supone una reducción de alrededor de 30%. Para medir el impacto en el PIB de estos cambios, se consideró que la aportación de cada trabajador al PIB es proporcional a sus ingresos. En ese contexto, una reducción de la fuerza laboral de 40%, como escenario restrictivo, se traduciría en una reducción de 1.4% del PIB del Reino Unido. En contraste, en el escenario liberal la reducción del PIB sería solamente de 0.6%. Sin embargo, la inmigración (en particular, la altamente calificada) tiene impactos indirectos positivos en la productividad; por lo que, al considerar dicho efecto, bajo el escenario restrictivo la reducción del PIB sería de 1.8% (8.7% en el PIB per cápita) debido a la reducción de la mano de obra calificada y en el liberal solamente de 0.2% (5.8% en el PIB per cápita), dado que este escenario considera un aumento de la inmigración de fuerza laboral calificada proveniente de fuera de la UE.

Impacto del <i>Brexit</i> en el PIB per cápita del Reino Unido (en porcentaje)			
		Con acuerdo	Sin acuerdo (regido por OMC)
Escenario 1	Efectos directos	-2.5	-3.3
Escenario 2	Con cambios en productividad ante cambios en el comercio	-6.4	-8.1
Escenario 3	Con cambios en productividad ante cambios en la migración y comercio	-5.8	-8.7

Finalmente, los autores analizan los efectos en las finanzas públicas derivados del *Brexit*, suponiendo que el beneficio fiscal neto para el presupuesto del Reino Unido a largo plazo es del 0.4% del PIB, como resultado de la reducción de las contribuciones netas a la UE. Para estimar las implicaciones para las finanzas del gobierno, asumen que una caída del 1% en el PIB per cápita reduce ingresos del gobierno en 0.4% del PIB, por lo cual, aunque el *Brexit* se lleve a cabo con o sin acuerdo, los ingresos fiscales para el gobierno del Reino Unido serían menores.

Los autores concluyen que, incluso bajo los supuestos más optimistas sobre la capacidad del Reino Unido para concretar nuevos acuerdos comerciales y renovar todos los acuerdos existentes, el PIB per cápita del Reino Unido podría reducirse 2.3% y que los efectos negativos son mayores si el *Brexit* se realiza sin un acuerdo. Aunque la magnitud exacta de los cambios en el ingreso per cápita es incierta, las estimaciones apuntan a que los costos podrían ser sustanciales y afectarían el nivel de vida del Reino Unido. Por su parte, el impacto positivo en el PIB del Reino Unido después de 15 años sería de únicamente entre 0.1% y 0.2%.

Fuente: The UK in a changing Europe (2019). "The economic impact of Boris Johnson's Brexit proposals". Octubre. Parliament of the United Kingdom (2019) "The October 2019 EU-UK Withdrawal Agreement". Briefing paper Number CBP 8713. Octubre.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron creciendo favorablemente, aunque a un ritmo menor al anticipado, dado un entorno internacional menos favorable, asociado a la prolongación de las tensiones comerciales, la desaceleración del volumen de comercio mundial, la disminución en los precios de las materias primas y al incremento de las tensiones geopolíticas, entre otros; en consecuencia, el crecimiento continuó siendo impulsado, fundamentalmente, por el consumo privado. En 2019, la actividad económica de este grupo de economías, aunque fue revisada a la baja, crecería en 3.9%, un ritmo inferior al proyectado anteriormente, debido a la reducción de las perspectivas de crecimiento para la República Popular China, India, México y Chile, así como por la contracción proyectada en Argentina debido a las tensiones macroeconómicas y financieras y en Turquía, aunque para éste último sería menos profunda que lo esperado. No obstante, el ritmo de crecimiento económico se recuperaría ligeramente en 2020, hasta alcanzar 4.6%, en parte, por el estímulo monetario implementado en algunas de estas economías, además del mantenimiento de una política monetaria acomodaticia en las principales economías avanzadas, lo que propiciaría condiciones financieras más flexibles y la recuperación prevista en India, Brasil y México. No obstante, dichas perspectivas continúan condicionadas a la materialización de diversos riesgos, en particular, la introducción de mayores barreras al comercio mundial, una desaceleración mayor a la prevista en la República Popular China y la intensificación de las tensiones de orden político y geopolítico, entre otros.

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.0% durante el tercer trimestre de 2019, la cual es inferior a la observada en el trimestre previo (6.2%), aunque continúa siendo congruente con el rango de crecimiento objetivo para el presente año (entre 6.0% y 6.5%), anunciado en marzo por la Asamblea Popular Nacional de China. Según las autoridades, la desaceleración durante el trimestre estuvo influenciada, en buena medida, por la disminución del volumen del comercio mundial y por el impacto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas por los Estados Unidos de América; no obstante, estos efectos fueron compensados parcialmente por el mayor dinamismo del gasto de los hogares, atribuido a la mejora en el ingreso disponible propiciada por bajas tasas de inflación, por la aceleración de la inversión y por la flexibilización de las condiciones crediticias, en un ambiente de políticas monetarias más acomodaticias. En este contexto, se anticipa que el ritmo de crecimiento de la actividad económica continuaría desacelerándose hasta 6.1% en 2019 y 5.9% en 2020, fundamentalmente, por el debilitamiento de la confianza de los empresarios y de los consumidores, el efecto negativo de las tensiones comerciales y el impacto de las medidas regulatorias orientadas a reducir los elevados niveles de endeudamiento. Asimismo, estas proyecciones continúan expuestas a otros riesgos, como los asociados a un incremento de la incertidumbre en torno a las cadenas de suministros de productos tecnológicos, consecuencia de una intensificación de las referidas tensiones comerciales, dado que, si bien las autoridades podrían implementar nuevas medidas de estímulo para evitar una mayor desaceleración de la economía, las mismas podrían exacerbar desequilibrios macroeconómicos y contrarrestar los esfuerzos regulatorios implementados con anterioridad para reducir las vulnerabilidades financieras y controlar los niveles de deuda.

En Rusia, el crecimiento de la actividad económica se situó en 1.7% durante el tercer trimestre de 2019, superior al registrado el trimestre previo (0.9%). Según el Servicio Federal de Estadísticas (*Rosstat*, por sus siglas en inglés), este resultado refleja, fundamentalmente, el fortalecimiento del consumo de los hogares, asociado al crecimiento del crédito, el cual contrarrestó la disminución de la inversión, en un entorno de menor confianza empresarial, como consecuencia de las sanciones comerciales y financieras internacionales y del deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Para 2019 y 2020 se prevé un ritmo de crecimiento económico de 1.1% y 1.9%, respectivamente, que estaría respaldado por el aumento de la inversión, el mayor gasto privado y público, el mantenimiento de un mercado laboral sólido y el efecto positivo de las reformas estructurales (la regla fiscal, en



particular) impulsadas en años previos; sin embargo, éste seguiría siendo moderado, debido al efecto de los recortes previstos en la producción de petróleo, la incertidumbre relacionada con las sanciones indicadas y las barreras a la inversión extranjera.

En América Latina, durante 2019 la actividad económica continuó creciendo, aunque moderadamente, impulsada por la demanda interna, particularmente, por el incremento de la inversión en infraestructura (en Chile, Colombia y Perú, principalmente), que estuvo apoyada por condiciones monetarias más flexibles; sin embargo, el crecimiento económico fue menor a lo anticipado, en parte, como consecuencia de la disminución de las exportaciones y de los precios de algunas materias primas importantes para la región, en un entorno mundial caracterizado por crecientes tensiones comerciales y un entorno interno, en algunas de estas economías, caracterizado por tensiones políticas que se reflejaron en una creciente insatisfacción de la población. En ese contexto, se prevé que el crecimiento económico de la región sería de 0.2% en 2019 y de 1.8% en 2020, menores a lo proyectado anteriormente, dado el contexto internacional y nacional más adverso que deben enfrentar algunas de estas economías. En particular, en el entorno externo, destaca el aumento del proteccionismo comercial, la moderación en el crecimiento económico de los principales socios comerciales (los Estados Unidos de América y la República Popular China, particularmente), la reducción de los precios de las materias primas relevantes para la región y los episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Mientras que, en el entorno interno, sobresalen la incertidumbre política interna y las dificultades para implementar los ajustes necesarios en materia fiscal (Brasil y Argentina, particularmente), la ola de protestas en Chile Ecuador y Bolivia, así como factores idiosincráticos de cada economía.

En Brasil, la actividad económica se expandió 1.2% en el tercer trimestre de 2019, un ritmo superior al observado en el trimestre previo (1.1%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), dicho resultado refleja el desempeño favorable de la demanda interna, en particular del consumo de los hogares, que estuvo impulsado por el incremento del crédito y del salario real; así como, por el repunte de la inversión, los cuales compensaron la disminución del gasto público y de las exportaciones. A pesar de este mayor ritmo de crecimiento, se prevé que la recuperación de la actividad económica continuaría a un ritmo moderado, principalmente, por la coyuntura mundial menos favorable, la reducción de la confianza económica y la poca factibilidad de un estímulo fiscal; sin embargo, los avances recientes en la aprobación de la reforma de la seguridad social<sup>10</sup> el acuerdo político alcanzado para concretar el tratado de libre comercio de la Unión Europea con el Mercosur<sup>11</sup> y, la política monetaria acomodaticia, apoyarían la recuperación indicada. En ese contexto, la economía brasileña crecería a un ritmo de 0.9% en 2019 y de 2.0% en 2020.

En México, según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), la actividad económica se contrajo por segundo trimestre consecutivo, al registrar un crecimiento de -0.3% en el tercer trimestre (-0.9% en el trimestre anterior). Este comportamiento fue consecuencia, en buena medida, de la persistente debilidad de la demanda interna, particularmente del consumo privado y de la inversión, ante el deterioro de la confianza que se deriva de la prevaleciente incertidumbre política, y el incremento de los costos de financiamiento<sup>12</sup>; y, en menor medida, del impacto que tuvo la desaceleración del crecimiento de la economía mundial. No obstante, se anticipa que durante el último trimestre del año la actividad económica estaría favorecida por un mayor dinamismo del gasto público, el cual se extendería hasta el próximo año, además de que el paquete económico 2020 propuesto por el gobierno podría

<sup>10</sup> La Cámara de Diputados aprobó, el 22 de octubre del presente año, la propuesta de reforma de la seguridad social presentada por el gobierno.

<sup>11</sup> Pendiente únicamente de ratificación por ambas partes.

<sup>12</sup> En junio, *Fitch Ratings* redujo la calificación crediticia de México hasta BBB (anteriormente, BBB+), ante el deterioro del perfil crediticio de la empresa Petróleos Mexicanos (PEMEX), de propiedad estatal, y del entorno macroeconómico, asociado, principalmente a las tensiones comerciales con los Estados Unidos de América.

contribuir a mitigar algunos de los riesgos para las finanzas públicas que provocaron el incremento referido en los costos de financiamiento<sup>13</sup>, por lo que la economía mexicana crecería 0.4% en 2019 y 1.3% en 2020. En el ámbito externo, destaca un menor dinamismo de la economía mundial, particularmente de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial, y un incremento de las medidas proteccionistas; mientras que, en el ámbito interno, sobresalen la incertidumbre sobre el nuevo modelo de negocio de Petróleos Mexicanos (PEMEX) y los riesgos en torno al proceso de ratificación e implementación del nuevo tratado comercial entre los países de América del Norte.

En Centroamérica, Guatemala se consolida como el país de mayor crecimiento económico en la región y el cuarto a nivel latinoamericano. La actividad económica, en promedio, continuó mostrando un desempeño positivo durante el segundo trimestre del año, debido al crecimiento del consumo privado, como consecuencia del incremento en el flujo de remesas familiares, particularmente hacia los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), la baja inflación, el crecimiento del crédito bancario al sector privado; y, en menor medida, del crecimiento de la inversión, especialmente en construcción, y de las exportaciones. Las perspectivas económicas continúan siendo relativamente favorables, previéndose crecimientos de la actividad económica de 2.2% en 2019 y 2.7% en 2020, los cuales estarían sustentados en las perspectivas de una mayor demanda interna, dado que la región continuaría beneficiándose del flujo de remesas familiares, aunque éste sería cada vez menos dinámico, y por la previsión de una menor contracción en Nicaragua en 2020. No obstante, dichas previsiones permanecen sujetas a diversos riesgos, en particular, a una desaceleración más pronunciada que la prevista para el crecimiento mundial, a la disminución de los precios de materias primas relevantes para la región, a la intensificación de las tensiones comerciales a nivel mundial y a la elevada incertidumbre política interna en algunas de estas economías.

En el cuadro siguiente se presentan algunas de las principales variables macroeconómicas de los países de Centroamérica.

**Cuadro 1**

Proyecciones de Variables Seleccionadas de los Países de Centroamérica  
(Porcentajes)

País	PIB (variación anual)			Inflación (fin de periodo)			Déficit Fiscal (1) (como porcentaje del PIB)			Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (1) (como porcentaje del PIB)		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Costa Rica	2.6	2.0	2.5	2.0	3.2	3.0	6.0	6.2	5.8	3.1	2.4	2.5
El Salvador	2.5	2.5	2.3	0.4	1.4	1.2	2.5	3.1	3.2	4.8	4.9	5.0
Guatemala (2)	3.1	3.5	3.6	2.3	3.5	4.0	1.9	2.2	2.4	-0.7	-1.8	-1.8
Honduras	3.7	3.4	3.5	4.2	4.4	4.2	-0.2	0.1	0.1	4.2	4.2	4.3
Nicaragua	-3.8	-5.7	-1.2	3.9	6.4	5.0	3.1	3.1	3.6	-0.6	-2.3	-1.8

(1) Signo negativo = superávit.

(2) Proyecciones del Banco de Guatemala.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, actualización de octubre de 2019. Banco de Guatemala.

<sup>13</sup> El programa pretende mejorar la eficiencia del gasto, fortalecer la recaudación tributaria y el combate a la evasión fiscal, entre otros, estableciendo una meta de superávit primario equivalente a 0.7% del PIB.

### RECUADRO 3

## IMPACTO EN AMÉRICA LATINA DE LA MODERACIÓN EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA REPÚBLICA POPULAR CHINA

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la actividad económica en los Estados Unidos de América y en la República Popular China se desaceleraría en los próximos años, debido, entre otros factores, al envejecimiento poblacional y al lento crecimiento de la productividad, así como a factores de orden cíclico. La evolución económica esperada en ambos países, podría tener importantes consecuencias para las perspectivas de crecimiento en América Latina y el Caribe, las cuales se detallan a continuación.

Según el FMI, los efectos sobre América Latina de una desaceleración de la actividad económica en ambos países, puede darse a través de tres canales de transmisión: el comercio, los precios de las materias primas y los flujos financieros. Históricamente, la región ha mantenido vínculos estrechos con los Estados Unidos de América y, más recientemente, también con la República Popular China (especialmente, América del Sur). Si bien esto ha beneficiado a la región mediante un mejor acceso al comercio y el financiamiento externo, también la ha hecho más susceptible a los efectos de los choques al crecimiento de estas economías.

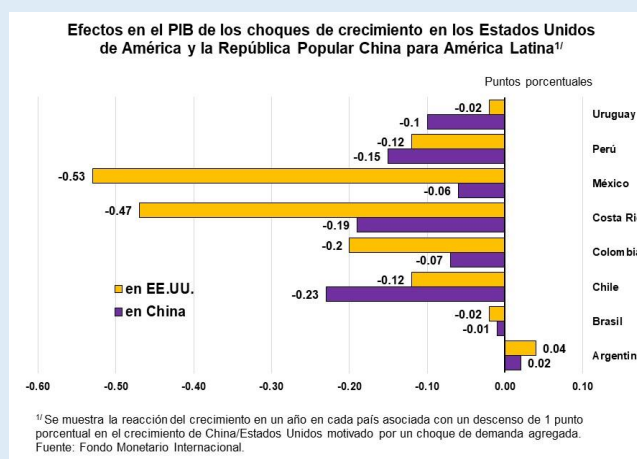
En efecto, en cuanto al canal de comercio, el FMI señala que, durante 2019, las exportaciones e importaciones de mercancías, tanto en valor como en volumen, se han desacelerado de manera abrupta en ambos países. Si bien, esto se refleja en gran medida en una reducción de su comercio bilateral, otras regiones, como la latinoamericana, también se han visto afectadas. De hecho, la abrupta desaceleración de las importaciones de la República Popular China ya está afectando a los países latinoamericanos integrados en cadenas de valor con dicho país y a los exportadores de materias primas. Asimismo, de acuerdo al FMI, la reducción de las exportaciones a ambos países, podría estar reflejando la desaceleración del crecimiento económico en Europa y América Latina. Si bien esta desaceleración se debe en parte a factores idiosincrásicos, también se debe a los efectos indirectos de las desaceleraciones del crecimiento económico en la República Popular China y los Estados Unidos de América.

En cuanto al canal de los precios de las materias primas, el FMI señala que una disminución del crecimiento en ambos países, podría reducir los precios de las materias primas y perjudicar a los exportadores netos de materias primas, entre ellos, la mayoría de los países de América Latina. Entre las principales exportaciones de materias primas de la región se encuentran el café (Brasil, Colombia, América Central), el cobre (Chile y Perú), el hierro (Brasil), el petróleo y el gas (Bolivia, Colombia, Ecuador, México, Trinidad y Tobago y Venezuela) y la soja (Argentina, Brasil y Uruguay). La relación entre exportaciones de materias primas totales y netas y el PIB indica que los países más expuestos a un choque generalizado de precios de las materias primas son Venezuela, Bolivia, Trinidad y Tobago, Ecuador y

Chile. La exposición a choques de precios de las materias primas específicos es diferente para cada país de la región y la magnitud de su efecto dependerá de la composición de las exportaciones y las importaciones de materias primas.

Finalmente, en cuanto al canal asociado a los flujos financieros, el FMI indica que las posiciones de inversión directa y de cartera entre países muestran que América Latina está más expuesta a los Estados Unidos de América que a la República Popular China. Sin embargo, estas exposiciones bilaterales podrían estar subestimadas si los flujos de inversión entre países se canalizan mediante terceros países, como son los centros financieros o los paraísos fiscales, los que no se reflejarían en las posiciones de inversión bilateral.

En el contexto descrito, el FMI señala que las políticas económicas tendrán que orientarse a estimular las fuentes internas de crecimiento (en particular, el consumo privado y la inversión) para acelerar la recuperación, la cual también dependería del incremento de la confianza de las empresas y los consumidores. En relación a la política fiscal, los países deberían seguir consolidando sus posiciones fiscales para reducir los niveles de deuda pública; y, en el ámbito monetario, los bancos centrales deben tratar de mantener la inflación en el nivel objetivo y el anclaje de las expectativas de inflación, de forma que la política monetaria pueda reaccionar a los choques sin perjuicio de su credibilidad; además, los tipos de cambio flexibles deben continuar funcionando como mecanismos de absorción de dichos choques.



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2019). "Perspectivas económicas de las Américas: frustradas por la incertidumbre". Octubre.



### 3. Mercados financieros

En lo que va del presente año, las condiciones financieras internacionales, en general, continuaron apoyando el crecimiento económico mundial a corto plazo, debido a que los mercados financieros, tanto de las economías avanzadas como de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, mantuvieron un desempeño favorable en comparación con lo observado durante la mayor parte de 2018; no obstante, su comportamiento registró importantes fluctuaciones, principalmente, como reflejo de los resultados empresariales; del relajamiento de la política monetaria en algunas de las principales economías y el mantenimiento de una postura acomodaticia en otras; de los cambios en la orientación de las negociaciones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China; y de las tensiones geopolíticas, entre otros factores.

En las economías avanzadas, los principales índices accionarios han registrado ganancias respecto de lo observado a finales del año anterior y la volatilidad de los mismos ha reflejado elevados indicadores únicamente en ciertos episodios del año. Los precios de las acciones mostraron una tendencia al alza desde enero, la cual se interrumpió temporalmente en mayo, en parte de julio, en agosto, a finales de septiembre y a inicios de octubre, periodos en los cuales dichos precios disminuyeron, aunque sin perder la tendencia alcista, y la volatilidad se incrementó temporalmente. En los Estados Unidos de América, el incremento de los precios de las acciones estuvo respaldado, principalmente, por el desempeño de la actividad económica, que contribuyó a que los resultados empresariales fueran positivos en buena parte del año; la perspectiva que prevaleció en algunos meses del año en torno resultados positivos de las negociaciones comerciales entre el gobierno de dicho país con el de la República Popular China; y la expectativa de que la FED interrumpiría el proceso de normalización de su política monetaria y asumiría una postura de política más acomodaticia, como efectivamente ocurrió. En contraste, los episodios indicados de reducciones de los precios e incrementos en la volatilidad en el mercado accionario fueron propiciados por la perspectiva de que se materializaran los riesgos a la baja de la actividad económica, específicamente, la intensificación de las tensiones comerciales de los Estados Unidos de América con la República Popular China (incremento de los aranceles a las importaciones chinas y las represalias anunciadas por el gobierno chino en mayo y en agosto) y de las tensiones políticas con el gobierno de Irán. En la Zona del Euro, el crecimiento de los índices accionarios estuvo favorecido por el anuncio del Banco Central Europeo de que aplazaría el inicio de la normalización de su política monetaria y la implementación de medidas de estímulo adicionales (reanudación de su programa de compra de activos, principalmente), lo que contrarrestó las expectativas de reducción de las ganancias empresariales, ante la desaceleración prevista para la actividad económica y el incremento de los riesgos para la demanda externa de la región, asociados a la intensificación de las tensiones comerciales a nivel mundial y a la posibilidad de que el gobierno estadounidense asumiera una postura más restrictiva en su política comercial con esta región.

Por su parte, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las principales economías avanzadas permanecieron en niveles inferiores a los observados al cierre de 2018, a pesar de que la tendencia a la baja se interrumpió a partir de septiembre. En los Estados Unidos de América, los rendimientos se redujeron, en parte, porque la intensificación de las tensiones comerciales generó preocupaciones en torno al desempeño previsto para la actividad económica, lo que creó expectativas de que la FED flexibilizaría nuevamente su política monetaria e incrementó la demanda por activos más seguros, en particular títulos de deuda emitidos por el gobierno estadounidense; en tanto que, durante el tercer trimestre, por la reducción de la tasa de interés objetivo de fondos federales realizada por el FOMC en las reuniones de julio, septiembre y octubre, lo que implica una trayectoria más baja para las tasas de interés que la prevista anteriormente. En la Zona del Euro, los rendimientos disminuyeron en Francia y en Alemania, hasta niveles negativos, ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento de ambas economías y, en menor medida, de la región; asimismo, disminuyeron en Italia, debido a la menor incertidumbre



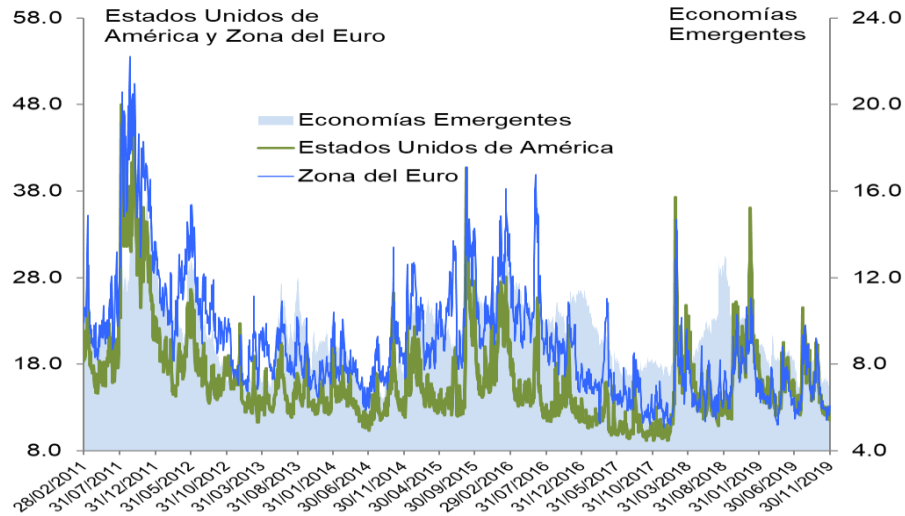
política y a los acuerdos alcanzados con la Comisión Europea en materia fiscal. En ese contexto, las moderadas expectativas de inflación y de crecimiento económico presionarían a la baja los rendimientos, debido a que requerirían una trayectoria más baja para las tasas de interés a corto plazo; no obstante, recientemente la reducción de los rendimientos se detuvo, en parte por el optimismo a que se logrará una solución al conflicto comercial entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, lo cual contribuiría a mejorar las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los índices accionarios también siguieron registrando ganancias respecto de 2018, aunque éstas fueron más moderadas que las observadas en las economías avanzadas, y mostraron reducciones en algunos meses. Este comportamiento estuvo influenciado por los factores de incidencia mundial mencionados, así como por factores específicos de cada economía. En particular, los avances en las negociaciones comerciales y la interrupción de la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas mejoraron las expectativas sobre el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo e incrementaron los flujos de capital hacia estos países; mientras que los episodios en los que se deterioraron las relaciones comerciales entre la República Popular China y los Estados Unidos de América propiciaron salidas de capital y reducciones en los precios de las acciones, especialmente en la República Popular China.

En América Latina, en algunos países se registraron ligeras ganancias, en Colombia, por las perspectivas positivas de crecimiento económico; en Brasil, por los avances de la reforma al sistema de pensiones y las expectativas de recuperación económica ante la reducción de las tensiones políticas internas; y en México, por la menor incertidumbre con respecto a las políticas del gobierno. En contraste, en otros países de la región, se registraron pérdidas: en Argentina, ante el deterioro de la situación económica, así como por la incertidumbre en torno a la elección del candidato de la oposición a la Presidencia de la República; en Chile, por las perspectivas menos favorables de desempeño económico, debido a la moderación de los precios internacionales del cobre, y por la inestabilidad política derivada de las tensiones entre el gobierno y grupos sociales; y en Perú, ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la actividad económica. En el contexto descrito, la dinámica de los precios de los activos de la región y el desempeño de sus monedas permanecerían condicionados, principalmente, por la evolución de los precios de las materias primas, los riesgos derivados de cambios en las relaciones comerciales con los Estados Unidos de América, el entorno político interno y las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial.

**Gráfica 2**

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)  
2011-2019  
(Porcentajes)



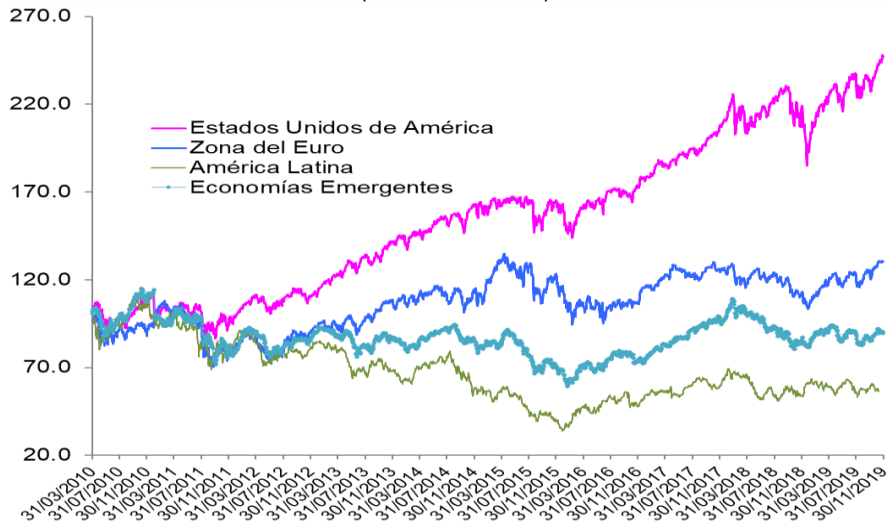
(1) Al 30 de noviembre de 2019.

(2) Los índices de volatilidad corresponden al VIX del Euro Stoxx 50 y del Standard & Poor's 500. Para las economías emergentes, el índice de volatilidad implícita de JP Morgan.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 3**

Principales Índices Accionarios (1) (2)  
2010-2019  
(Base 2010=100)



(1) Al 30 de noviembre de 2019.

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

Fuente: Bloomberg.



#### 4. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante la mayor parte de 2019, los precios internacionales de las materias primas que pueden incidir en la inflación de Guatemala, registraron, en términos generales, una mayor volatilidad y un comportamiento al alza en sus precios *spot* respecto a los registrados a finales del año anterior. El precio internacional del petróleo mostró un significativo incremento en los primeros cuatro meses del año, atribuido, principalmente, a las restricciones de oferta, exacerbado por el aumento de las tensiones geopolíticas en algunas de las principales regiones productoras. En tanto que, desde principios de mayo se registró, en general, una moderada tendencia a la baja en el referido precio asociado, hasta mantenerse fluctuando alrededor de US\$55.00 por barril, comportamiento asociado, principalmente, al riesgo de una desaceleración del crecimiento económico mundial, debido a que la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, impactaría negativamente la demanda mundial del crudo; y a los continuos aumentos en la producción petrolera de algunos países, principalmente, en los Estados Unidos de América. No obstante, la exacerbación de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, por los ataques a importantes instalaciones petroleras de Arabia Saudita, provocaron una breve interrupción del suministro mundial del petróleo durante septiembre y un alza que se moderó rápidamente; retornando un comportamiento menos volátil en los últimos meses, debido a las perspectivas de una solución a las referidas tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China. En tanto que los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo han estado siendo influenciados tanto por las condiciones climáticas cambiantes en las principales zonas productoras como por la incertidumbre relacionada a la demanda mundial de cereales, como consecuencia de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China. En términos acumulados, al 30 de noviembre, el precio *spot* del petróleo y del trigo mostraron aumentos de 21.49% y de 8.82%, respectivamente; mientras que, el precio *spot* del maíz registra una disminución de 1.04%. En términos de precios promedio del año, el del petróleo y el del trigo han sido inferiores a los observados el año anterior; por su parte, en el caso del maíz amarillo han sido superiores.

##### a) Petróleo

El precio internacional del petróleo registró un incremento sostenido durante los primeros cuatro meses del año, debido a las restricciones a la oferta que acordaron los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes países productores en diciembre de 2018<sup>14</sup>; la reducción en las exportaciones de Venezuela e Irán, por las sanciones comerciales impuestas por los Estados Unidos de América a ambos países<sup>15</sup>; y la intensificación de las tensiones geopolíticas en Venezuela y en el Medio Oriente, provocaron que el precio alcanzara un nivel de alrededor de US\$66.00 por barril en la tercera semana de abril, superior al observado a finales del año anterior (US\$45.41 por barril). No obstante, a partir de mayo el continuo aumento en la extracción de crudo estadounidense, especialmente de esquisto (*shale oil*); y un panorama de una demanda mundial de crudo más moderada, por la desaceleración del ritmo del crecimiento económico, asociado, entre otros factores, a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China y otros importantes socios comerciales, provocaron un cambio en la tendencia al alza mostrada en los primeros meses del año. A mediados de septiembre, los precios del petróleo registraron un alza significativa por los ataques a importantes

<sup>14</sup> El acuerdo recorta la producción de crudo de la OPEP en alrededor 0.8 millones de barriles diarios (mbd), hasta una cuota de 25.9 mbd, y de otros diez importantes productores no pertenecientes a la OPEP, incluidos Rusia y México, en aproximadamente 0.4 mbd, el acuerdo excluye a Irán, Libia y Venezuela. En la reunión del Comité Ministerial de Monitoreo Conjunto del 1 y 2 de julio, los miembros de la OPEP decidieron extender el acuerdo por nueve meses más, abarcando hasta finales de marzo de 2020.

<sup>15</sup> Las sanciones se deben al retiro de Irán 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, Reino Unido, Francia y Alemania con Irán en 2015, el cual permitía disminuir drásticamente el enriquecimiento de Uranio de Irán y levantaba las sanciones comerciales impuestas contra este país. A partir del 22 de abril, los Estados Unidos de América tomó la decisión de no renovar las Excepciones de Reducción Significativa (SRE, por sus siglas en inglés) vigentes hasta finales de abril de 2019, que permitían a China, India, Japón, Corea del Sur, Taiwán, Turquía, Italia y Grecia importar libremente petróleo iraní.

instalaciones petroleras de Arabia Saudita, que provocaron la mayor interrupción del suministro mundial del petróleo en cuatro décadas (aproximadamente 5.0% del total mundial), aunque dicho efecto se moderó rápidamente, debido al pronto restablecimiento de la producción en dicho país y la puesta a disposición del mercado internacional de las reservas petroleras de la mayoría de países avanzados. Por su parte, en los últimos meses el precio ha registrado una menor volatilidad, debido a que se ha disipado un poco la incertidumbre en cuanto a las perspectivas de la demanda de crudo, por el optimismo sobre un acuerdo comercial entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, a pesar de algunos indicadores de actividad económica mundial con comportamiento moderado; incluso, en lo que va de noviembre se han registrado niveles de precios de hasta US\$58.00 por barril.

**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 2019.  
Fuente: Bloomberg.

Con relación a la producción de la OPEP, luego de registrar un cumplimiento pleno de la cuota de producción durante la mayor parte de 2018, en lo que va del presente año se ha observado un significativo sobrecumplimiento de la cuota de reducción de la producción, alcanzando a noviembre un nivel por arriba de lo pactado (128.0%), resultado, principalmente, del importante recorte en la producción en Arabia Saudita, Angola, Kuwait y, en menor medida de los Emiratos Árabes Unidos. Vale destacar que la reducción total en la producción de la OPEP, se debe también a la considerable disminución involuntaria en el nivel de extracción en Venezuela<sup>16</sup>, en Libia y en Irán<sup>17</sup>. En ese contexto, la OPEP en su reunión Ministerial del 1 y 2 de julio, estableció extender el acuerdo por nueve meses más (hasta finales de marzo de 2020) y se ratificó, como en reiteradas reuniones extraoficiales, la necesidad de que los países miembros continúen haciendo esfuerzos para cumplir con los niveles acordados de producción, con el propósito de influir en el comportamiento de los precios internacionales del petróleo hasta el primer trimestre de 2020, designando

<sup>16</sup> La disminución de la producción de crudo en Venezuela se atribuye, fundamentalmente, al conflicto político interno y a las sanciones comerciales y financieras impuestas por los Estados Unidos de América.

<sup>17</sup> En el caso de Irán, la producción petrolera se ha reducido, alcanzando en febrero de 2019 su menor nivel desde finales de 2013, en la medida en que las exportaciones permanecen comprometidas por las sanciones comerciales impuestas por los Estados Unidos de América. Al respecto, vale indicar que el Departamento de Estado estadounidense decidió poner fin a las exenciones que gozaban temporalmente 8 países de las sanciones comerciales contra Irán, medida que ha provocado que algunos de estos países hayan sustituido o reducido los suministros de crudo iraní.



al Comité Ministerial de Monitoreo Conjunto el seguimiento continuo a la evolución de las condiciones de oferta y de demanda mundiales de crudo.

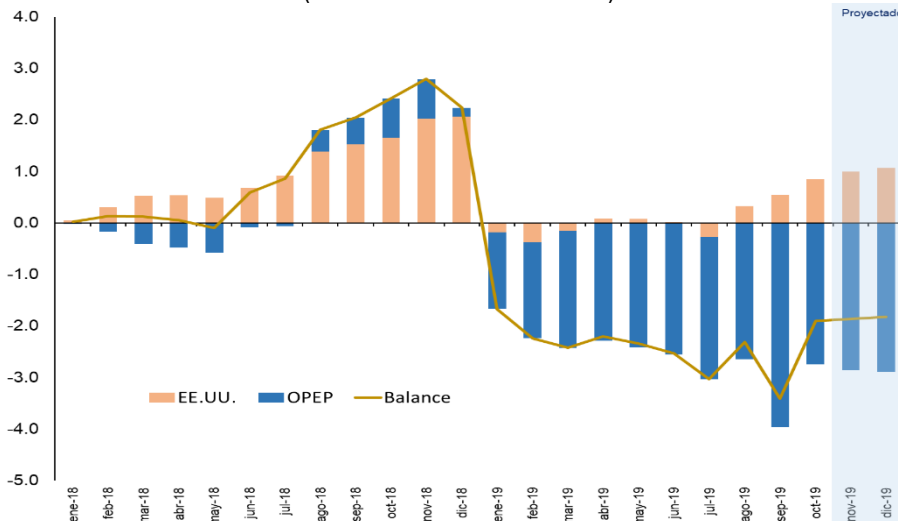
**Gráfica 5**



Por su parte, la producción de los países no miembros de la OPEP y que no forman parte de dicho acuerdo ha mostrado un aumento sostenido, principalmente, en los Estados Unidos de América y, en menor medida, Brasil, la República Popular China, el Reino Unido, Australia y Canadá. Dicho crecimiento ha sido contrarrestado, parcialmente, por la menor producción en México y Noruega. El incremento en la producción de crudo estadounidense, particularmente de esquisto (*shale oil*), se asocia a los incrementos en la eficiencia en el proceso de extracción, a la relajación de la regulación al sector energético y a las rebajas impositivas implementadas desde 2018. No obstante, el número de plataformas petroleras activas, que a finales de noviembre se ubicó en alrededor de 802, fue menor en 25.46% a las que estaban activas en promedio hace un año (1,076 plataformas), debido a la alta productividad de las plataformas para extracción de petróleo de esquisto, lo cual contribuyó al incremento en la producción total aún con un menor número de plataformas activas. Dado que el aumento de la oferta de crudo estadounidense ha compensado, parcialmente, la menor oferta de la OPEP, y que se ha registrado una demanda mundial del crudo inferior a la prevista, se han registrado incrementos de los niveles de inventarios mundiales del petróleo.

**Gráfica 6**

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



(1) Datos observados a octubre de 2019 y proyectados hasta diciembre de 2019.  
Fuente: Cálculos propios con base en datos de la Secretaría de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Administración de Información Energética de los Estados Unidos de América y *Bloomberg*.

La firma *IHS Energy*, con cifras a noviembre, estima que en 2019 la producción mundial de petróleo se sitúe en 100.5 mbd, menor en 0.4 mbd respecto a la registrada en 2018. Además, anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 100.8 mbd, mayor en 1.0 mbd a la de 2018. Lo anterior, implicaría un moderado déficit entre la oferta y la demanda mundial de crudo (de 0.3 mbd) al finalizar el año, diferente al superávit registrado en 2018.

**Cuadro 2**

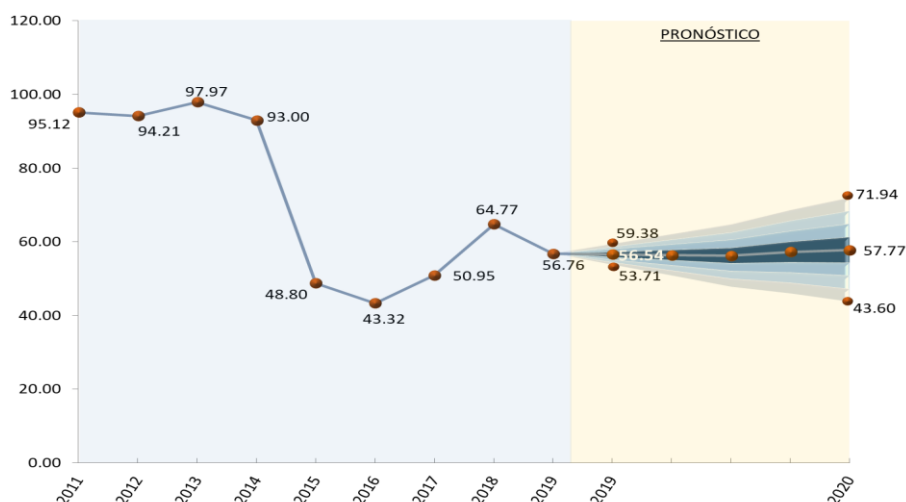
Oferta y Demanda Mundial de Petróleo  
Años 2018-2019  
(Millones de barriles diarios)

Descripción	2018 <sup>(a)</sup>	2019 <sup>(b)</sup>	Variación 2019/2018
Oferta	100.9	100.5	-0.4
Demanda	99.9	100.8	0.9
Balance (oferta - demanda)	1.0	-0.3	-----

(a) Cifras preliminares.  
(b) Cifras proyectadas.  
Fuente: *IHS Energy*, noviembre de 2019.

A pesar del alza observada en el precio internacional del petróleo respecto de lo observado a finales del año anterior, los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que el barril se ubique en US\$56.54 en 2019 y en US\$57.77 en 2020, ambos inferiores al precio promedio registrado en 2018 (US\$64.77 por barril), aunque mantienen una tendencia moderadamente creciente.

Gráfica 7

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

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

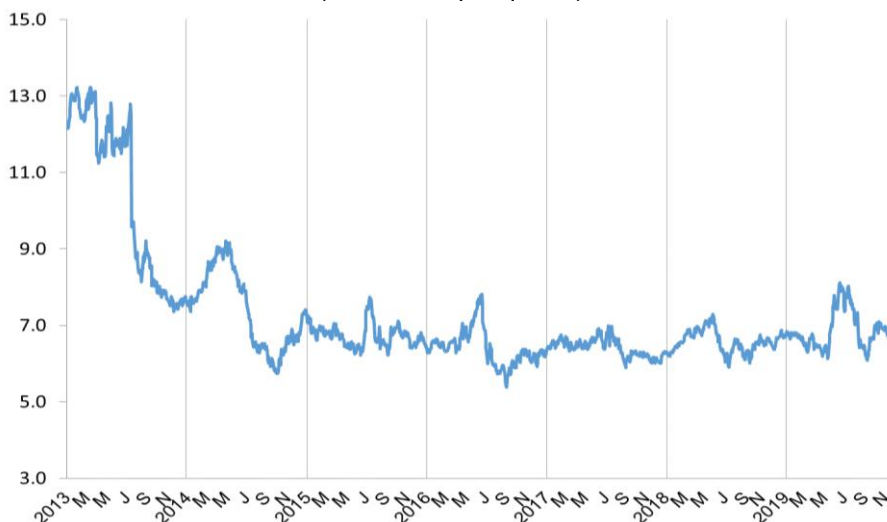
## b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante la mayor parte de 2019 ha registrado una considerable volatilidad; en efecto, durante los primeros cuatro meses del año mostró una moderada tendencia a la baja, explicada, en buena medida, por las condiciones climáticas favorables en algunos de los principales países productores y una menor demanda para la producción de biocombustibles; dicha tendencia, se revirtió significativamente entre mayo y junio, ante las condiciones climáticas adversas registradas en las principales regiones productoras de los Estados Unidos de América. Sin embargo, la tendencia se revirtió a partir del tercer trimestre, producto de perspectivas de mayores cosechas, derivado de una mejora en las condiciones climáticas, en algunas de las principales zonas productoras a nivel mundial, destacando los Estados Unidos de América y Brasil; asimismo, también incidió la incertidumbre sobre el consumo mundial de cereales, derivado de la intensificación de las tensiones comerciales generadas como consecuencia de la imposición de aranceles por parte del gobierno de la República Popular China sobre los productos estadounidenses de origen agrícola, como represalia a las medidas arancelarias implementadas por el gobierno de dicho país a diversos productos de la República Popular China. En este contexto, al 30 de noviembre se registra un nivel de precios del quintal de maíz inferior al registrado a finales de 2018.



**Gráfica 8**

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Bloomberg.

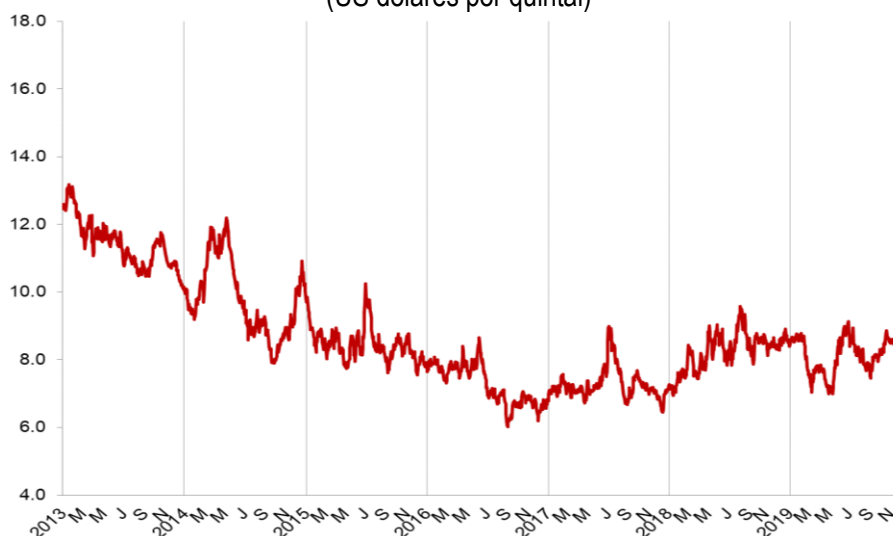
En efecto, los pronósticos del precio promedio del maíz amarillo evidencian un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2018 (US\$6.57 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$6.95 por quintal en 2019, comportamiento que continuaría hasta finales de 2020 y alcanzaría un precio de US\$7.28 por quintal.

El precio internacional del trigo registró una tendencia a la baja desde febrero de 2019, comportamiento asociado, fundamentalmente, a la expectativa de una mayor oferta mundial derivado de condiciones climáticas favorables para los cultivos en las principales zonas productoras de Rusia, los Estados Unidos de América, Canadá y de otros importantes países productores de Europa; no obstante, entre mayo y julio, el panorama para la producción del cereal en los Estados Unidos de América cambió sustancialmente a partir de mayo, debido a las condiciones climáticas adversas que perjudicaron los cultivos del cereal en las principales áreas de producción, registrando el precio *spot* un incremento significativo. No obstante, la expectativa de un crecimiento débil de la demanda, una mayor producción en Rusia y el aumento de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, moderaron nuevamente los precios en agosto. Posteriormente, prevalecieron presiones al alza en el precio derivado de las condiciones climáticas adversas en Ucrania, Australia, Argentina y los Estados Unidos de América, aunque desde mediados de octubre viene registrando una leve tendencia a la baja, pero el precio *spot* observado al 30 de noviembre es moderadamente superior al registrado a finales del año anterior.



**Gráfica 9**

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: *Bloomberg*.

En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio reflejan una moderada disminución respecto del precio promedio registrado en 2018 (US\$8.25 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$8.11 por quintal en 2019 y en US\$8.02 por quintal en 2020.

## 5. Inflación y política monetaria

Durante 2019, la inflación a nivel internacional, en términos generales, se moderó, a pesar del incremento registrado en el precio internacional del petróleo respecto del observado a finales del año anterior. En efecto, en las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles inferiores a los del año previo y, en general, por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, resultado, principalmente, de los menores precios observados en los rubros de energía. Dicha situación se observó también en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, donde la inflación, en general, registró el menor dinamismo de la actividad económica de este grupo de países.

En los Estados Unidos de América, durante la mayor parte del año, la inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de mediano plazo de la FED de 2.0%. En noviembre, el ritmo inflacionario se situó en 2.05%, comportamiento asociado, principalmente, a los menores precios de los productos energéticos. La FED ha manifestado que evaluará el momento y la magnitud de los ajustes futuros en la tasa de interés de fondos federales, consistente con la evolución de las perspectivas económicas y sus riesgos. En efecto, en 2019 la FED redujo el rango de la tasa de interés objetivo en 25 puntos básicos, en tres ocasiones, en julio a un rango entre 2.00% y 2.25%, en septiembre a uno entre 1.75% y 2.00% y en octubre a uno entre 1.50% y 1.75%, como lo anticipaba el mercado; asimismo, las expectativas del mercado sugieren la probabilidad de que la tasa de fondos federales se mantenga sin cambios en diciembre. Adicionalmente, la FED anunció en su reunión de julio que finalizaría con el proceso de reducción de su hoja de balance, iniciado en octubre de 2017, dos meses antes de lo indicado previamente, alcanzando una reducción de US\$676.6 millardos, al 31 de julio de 2019, respecto del nivel registrado en septiembre de 2017. Sin embargo, a partir del 15 de octubre de 2019 y hasta el segundo trimestre de 2020, decidió reiniciar la compra de Bonos del Tesoro, con el propósito de que su hoja de balance registre niveles superiores a los observados a inicios de septiembre del

presente año (US\$3,761.5 millardos). Además, la FED inició con la implementación de contratos de recompra a corto plazo (*repos*), por medio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a partir del 17 de septiembre, cuando la tasa de interés de financiamiento estadounidense a un día plazo, superó significativamente el rango de la tasa de fondos federales vigente en ese momento (entre 2.00% y 2.25%), con el propósito de garantizar que la tasa de interés objetivo de fondos federales se ubicara dentro del rango establecido. Dicha medida seguirá vigente hasta enero de 2020, a las tasas, plazos y montos que serán anunciados periódicamente<sup>18</sup>. La FED enfatizó que esas medidas eran de carácter técnico y que su fin primordial se orientaba a contribuir a la efectiva implementación de la política monetaria, por lo que no representaban un cambio en la postura de la política monetaria vigente y se encontraban sujetas a constante seguimiento y posibles ajustes.

En la Zona del Euro, la inflación se mantuvo por debajo de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE) durante 2019, situándose en octubre en un nivel de 0.73%, como consecuencia de las reducciones registradas en el rubro de energéticos. De acuerdo con el BCE, la inflación podría mantenerse contenida el resto del año, reflejando precios de la energía más bajos y un entorno de crecimiento económico más débil. En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 0.00% en 2019 y ha indicado que continuará con esa postura en 2020, con el propósito de asegurar la convergencia sostenida de la inflación a niveles cercanos a la meta de 2.0%. En cuanto a las medidas de política monetaria no convencionales, reanudó el programa mensual de compras de activos por tiempo indefinido, a un ritmo mensual de €20.0 millardos, para reforzar el impacto acomodaticio de su política monetaria. Asimismo, decidió continuar con la reinversión de los valores adquiridos durante un periodo más prolongado y anunció que continuará implementando operaciones trimestrales de financiamiento a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés).

En el Reino Unido, la inflación se ubicó alrededor de la meta (2.0%) durante 2019, situándose en 1.50% en octubre. Dicho comportamiento respondió, principalmente, a la evolución de los precios de la energía. En ese contexto, el Banco de Inglaterra estima que la inflación se mantendrá por debajo de 2.0% hasta finales del presente año, previo a situarse alrededor de dicho nivel en 2020, a medida que aumenten las presiones inflacionarias internas asociadas a una mejora en el nivel de actividad económica. En ese sentido, el Comité de Política Monetaria decidió, en sus reuniones realizadas durante el año, mantener en 0.75% la tasa de interés de política monetaria y continuar con la compra de bonos corporativos con sus reservas internacionales hasta por £10.0 millardos y la de bonos del gobierno británico en £435.0 millardos. Además, indicó que la conducción de la política monetaria dependerá de los posibles efectos que se deriven del proceso de materialización del *Brexit*, particularmente aquellos relacionados con la oferta y la demanda, así como con las presiones cambiarias.

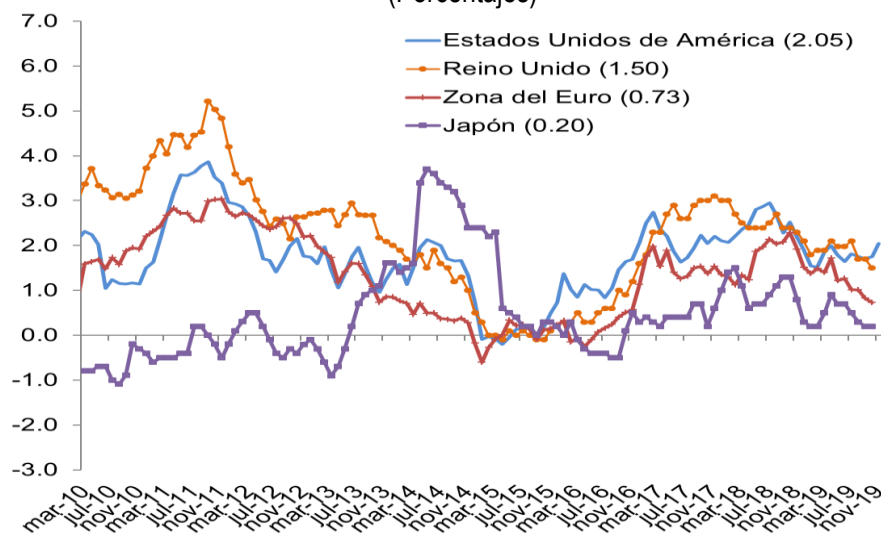
En Japón, luego de la aceleración en el nivel de precios observada en los primeros meses del año, el ritmo inflacionario se redujo gradualmente a partir de mayo, hasta situarse en 0.20% en octubre, por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés), como consecuencia de la moderación en los precios internos de la energía y de los alimentos. En ese sentido, el Comité de Política del BOJ, en su reunión de abril, anunció la implementación de medidas para fortalecer su programa de flexibilización monetaria, ampliando las

<sup>18</sup> Las operaciones de *repos* se realizaron inicialmente en forma diaria en el mercado primario, al plazo de un día, siendo garantizadas principalmente por Bonos del Tesoro y títulos respaldados por hipotecas, mediante una participación diaria de US\$75.0 millardos. Posteriormente, en su reunión de septiembre, la FED autorizó continuar con su utilización durante el periodo comprendido del 19 de septiembre al 10 de octubre de 2019, a los plazos de uno y catorce días, mediante una participación mínima de US\$75.0 millardos y US\$30.0 millardos, respectivamente. A partir del 24 de octubre de 2019, el periodo de implementación fue ampliado hasta enero de 2020, incrementando la participación mínima diaria a US\$120.0 millardos para el plazo de un día y a US\$35.0 millardos dos veces por semana para el plazo de catorce días. Además, el 14 de noviembre de 2019, anunció que se incluiría operaciones con plazos más amplios (28 y 42 días).

garantías para la provisión de créditos de los bancos del sistema y el plazo para los nuevos desembolsos de préstamos hasta el 30 de junio de 2021. Asimismo, en su reunión de octubre, indicó que la inflación podría ubicarse por debajo de 2.0% al finalizar 2019, aumentando gradualmente hasta converger a 2.0% en el mediano plazo, por lo que descartó la posibilidad de iniciar el proceso de normalización de su política monetaria en el corto plazo, indicando que la tasa de interés de política monetaria se mantendría en su nivel actual o en un nivel inferior, tomando en cuenta la posibilidad de que las presiones desinflacionarias persistan. Además, recalcó su disposición, en caso de ser necesario, a adoptar medidas adicionales de flexibilización monetaria, con el fin de lograr la convergencia de la inflación a su meta en el mediano plazo.

**Gráfica 10**

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)  
2010-2019  
(Porcentajes)



(1) Datos a octubre de 2019. Estados Unidos de América a noviembre.  
Fuente: Bancos centrales.

En la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación se moderó en 2019, en un contexto de desaceleración de la economía mundial, lo cual, aunado a los menores precios promedio internacionales del petróleo, contribuyó a aliviar las presiones inflacionarias sobre algunas de estas economías; asimismo, influyeron algunos factores propios de cada país, como la disminución de los precios de los alimentos.

En efecto, en las principales economías de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se moderó en el presente año, como resultado, principalmente, del desvanecimiento de algunas presiones de oferta, aunado a presiones de demanda que continúan incipientes en algunas de estas economías, factores que permitieron a la mayoría de bancos centrales continuar con el sesgo acomodaticio de su política monetaria. En este contexto, la inflación a noviembre, se ubicó dentro del margen de tolerancia de la meta de los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

En la República Popular China, la inflación registró una desaceleración en los primeros meses del año, al disiparse los efectos estacionales de las celebraciones del Año Nuevo Lunar; sin embargo, la inflación repuntó a partir de marzo,

debido a los problemas en la oferta de carne de cerdo por la peste porcina, lo cual contribuyó al aumento del rubro de alimentos, ubicándose en 4.5% en noviembre, por arriba de la meta del gobierno (3.0%). En ese sentido, el Banco Popular de China (BPC), adherido al Plan de Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), mantiene una postura de política monetaria prudente, en un entorno en el que los riesgos a la baja y la incertidumbre se han intensificado.

En México, la inflación registró una tendencia decreciente iniciada desde principios de 2019, situándose en 2.97% en noviembre, dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento de la inflación se asoció a los menores incrementos de los precios de los energéticos y de los alimentos. El Banco de México disminuyó en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia en tres ocasiones, en agosto a 8.00%, en septiembre a 7.75% y en noviembre a 7.50%, con el propósito de coadyuvar al cumplimiento y al anclaje de las expectativas a la meta de inflación en el horizonte de mediano plazo.

En Brasil, el ritmo inflacionario se mantuvo en niveles superiores a 3.0% durante los primeros cuatro meses del año; sin embargo, mostró una importante desaceleración en el nivel de precios a partir de junio, resultado, principalmente, de la reducción del precio de los alimentos. En noviembre, la inflación se situó en 3.27%, dentro del margen de tolerancia de la meta (4.25% +/- 1.5 p.p.). El Banco Central de Brasil, con el propósito de apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, mantuvo el nivel de la tasa SELIC (tasa interés de política monetaria) en sus reuniones de febrero, marzo, mayo y junio en 6.50%, y la redujo en 50 puntos básicos en sus reuniones de julio, septiembre y octubre ubicándola en 5.00% ante un entorno de crecimiento económico mundial más débil.

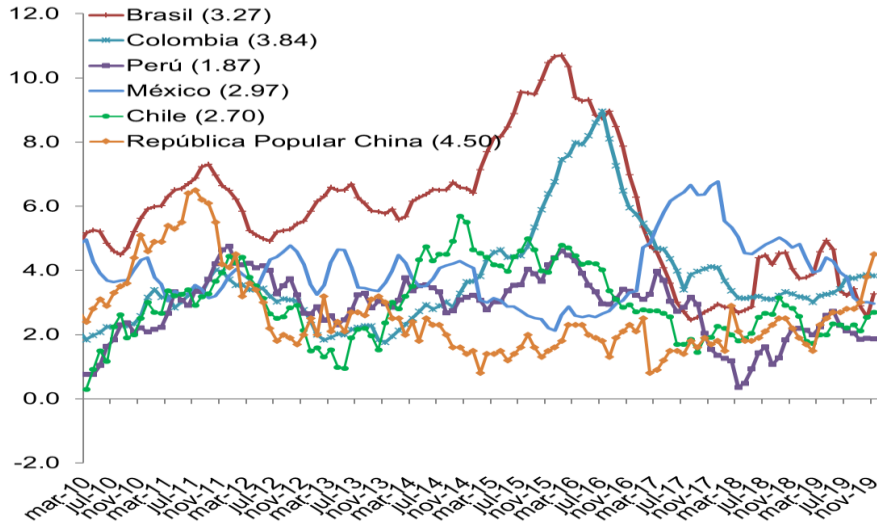
En Chile, la inflación mostró una tendencia ligeramente creciente en 2019 y en noviembre se ubicó en 2.70%, nivel que se sitúa dentro de los límites de tolerancia de la meta establecida por el Banco Central (3.0% +/- 1 punto porcentual), comportamiento asociado, fundamentalmente, al aumento de los precios de la electricidad, el transporte y los alimentos. En ese contexto, el Banco Central para asegurar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, incrementó su tasa de interés de política monetaria en su reunión de enero en 25 puntos básicos, ubicándola en 3.00%; no obstante, ante la débil recuperación económica y un contexto de presiones inflacionarias contenidas, mantuvo dicha tasa de interés en sus reuniones de febrero, marzo y mayo, para posteriormente reducirla en 50 puntos básicos en su reunión de junio, situándola en 2.50%, nivel que mantuvo en julio. En sus reuniones de septiembre y octubre, el Banco Central decidió reducir su nivel de tasa de interés de política monetaria en 50 y 25 puntos básicos, respectivamente, ubicándola en 1.75%.

En Colombia, durante 2019, la inflación se mantuvo dentro de la meta establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), situándose en 3.84% en noviembre. Este comportamiento permitió que la autoridad monetaria mantuviera la tasa de interés en 4.25%, reflejando una postura de política monetaria ligeramente expansiva.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 1.87% en noviembre, dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%). Este resultado, se asocia, principalmente, al incremento en los precios del gas natural, las tarifas de electricidad residencial y los servicios culturales y de enseñanza. En ese contexto, el Banco de Central, en su reunión de agosto, disminuyó en 25 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria, ubicándola en 2.50%, manteniéndola en dicho nivel en sus reuniones de septiembre y octubre. En su reunión de noviembre, nuevamente redujo en 25 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria, situándola en 2.25%.

**Gráfica 11**

Ritmo Inflacionario Total de las Economías de Mercados Emergentes  
y en Desarrollo (1)  
2010-2019  
(Porcentajes)



(1) Datos a noviembre de 2019.

Fuente: Bancos centrales.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación fluctuó en torno a las metas definidas por sus respectivos bancos centrales; sin embargo, a octubre, en El Salvador y Guatemala se ubicó por debajo de sus respectivas metas. Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, el Banco Central de Costa Rica ha disminuido en 200 puntos básicos la tasa de interés en lo que va del año, pasando de una tasa de 5.25% en enero a otra de 3.25% en noviembre, debido a menores presiones inflacionarias, resultado de un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica y de una tasa de desempleo superior a la tasa de largo plazo. Por su parte, el Banco Central de la República Dominicana, ha disminuido en 100 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria. En su reunión de junio, decidió reducir dicha tasa de interés en 50 puntos básicos, ubicándola en 5.00%, para luego disminuirla nuevamente en 25 puntos básicos, en julio a 4.75% y en agosto a 4.50%, ante la ausencia de presiones inflacionarias significativas, en un entorno en el que la actividad económica muestra señales de debilitamiento. En cuanto a Honduras, en su reunión de enero, el Banco Central incrementó su tasa de interés en 25 puntos básicos, ubicándola en 5.75% ante las perspectivas de presiones inflacionarias por choques internos y externos, en tanto que el Banco de Guatemala mantuvo el nivel de su tasa de interés líder de política monetaria en 2.75%, durante 2019.

## B. ENTORNO INTERNO

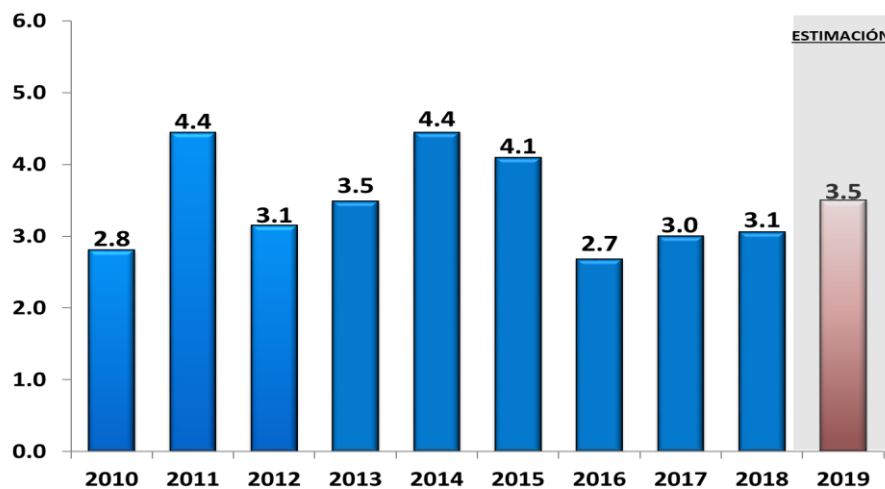
### 1. Actividad económica

#### a) Producto interno bruto<sup>19</sup>

En 2019, el crecimiento de la actividad económica nacional, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales, se estima que cierre en 3.5%, superior al observado el año previo (3.1%), reflejando el retorno de la actividad económica a su crecimiento potencial (alrededor de 3.5%). Dicho comportamiento se explica por el crecimiento registrado en la demanda interna, la cual aumentaría a 4.4%, impulsada, por una parte, por el incremento del consumo privado (4.2%), como resultado del aumento de las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares, las expectativas positivas de contratación de personal por parte del sector privado, así como por el mantenimiento de condiciones crediticias favorables y, por la otra, por el comportamiento de la inversión (formación bruta de capital fijo), la cual, se prevé registre un crecimiento de 4.7% (4.4% el año anterior), asociado, principalmente, al mayor dinamismo de la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales; así como por el desempeño favorable en la ejecución de obras de ingeniería civil por parte de la Administración Central.

**Gráfica 12**

Producto Interno Bruto (1)  
(Porcentajes)



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

Con relación al gasto en consumo del gobierno general se prevé un crecimiento de 3.7% (5.6% el año anterior), asociado, principalmente, al comportamiento observado en la ejecución presupuestaria de remuneraciones y de bienes y servicios por parte de la Administración Central.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios estarían registrando una caída, en términos reales, de 0.8%, ante la disminución estimada en el volumen de las exportaciones de bienes, particularmente

<sup>19</sup> Los resultados que se presentan en este apartado corresponden al nuevo Sistema de Cuentas Nacionales (SCN 2008) y al nuevo año de referencia (2013), aprobado por la Junta Monetaria en resolución JM-67-2018 del 5 de septiembre de 2018. Para un mayor detalle sobre los principales resultados, ver Anexo 1 del presente informe.



de níquel; frutas frescas, secas o congeladas; petróleo; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; cemento; legumbres y hortalizas; entre otros. En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales, registrarían un crecimiento de 4.2%, superior al del año previo (3.8%), resultado del crecimiento en el volumen importado de combustibles y lubricantes, de bienes de consumo y de materiales de construcción.

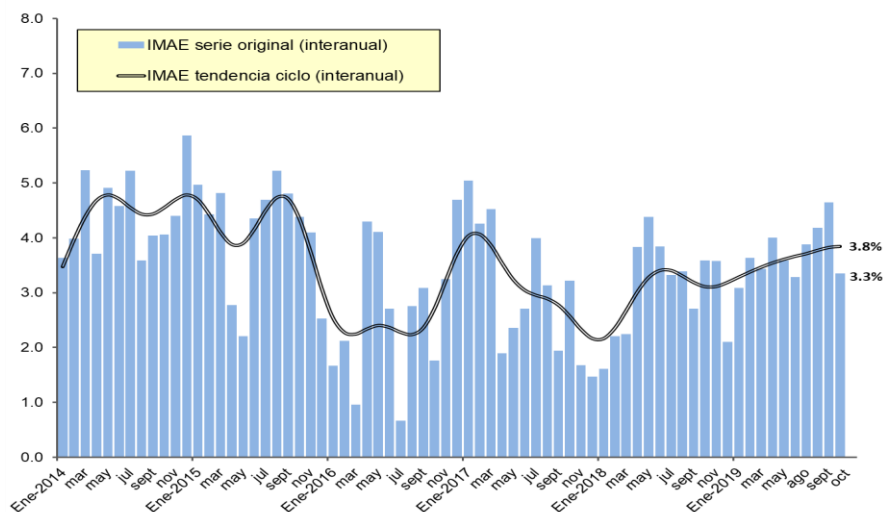
Por el origen de la producción, se prevén tasas de crecimiento positivas para todas las actividades económicas (con excepción de la actividad de suministro de electricidad, agua y servicios de saneamiento), destacando las actividades de comercio al por mayor y al por menor; mantenimiento y reparación de vehículos; industrias manufactureras; actividades inmobiliarias; construcción; agricultura, caza, ganadería, silvicultura y pesca; actividades financieras y de seguros; actividades de alojamiento y de servicio de comidas; información y comunicaciones; y otras actividades de servicios, las que en conjunto explicarían alrededor del 76% de la tasa de crecimiento del PIB real estimado para 2019 (ver cuadro 5).

**b) Otros indicadores de actividad económica**

A octubre de 2019, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE)<sup>20</sup> registró un incremento interanual de 3.3%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor, mantenimiento y reparación de vehículos; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; industrias manufactureras; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; mientras que la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.8%, congruente con el crecimiento del PIB anual previsto para 2019.

**Gráfica 13**

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



(1) Base 2013 = 100.  
(2) Con información a octubre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

<sup>20</sup> Los resultados que se presentan en este apartado corresponden al IMAE base 2013 = 100, armonizado con el nuevo Sistema de Cuentas Nacionales (SCN 2008).



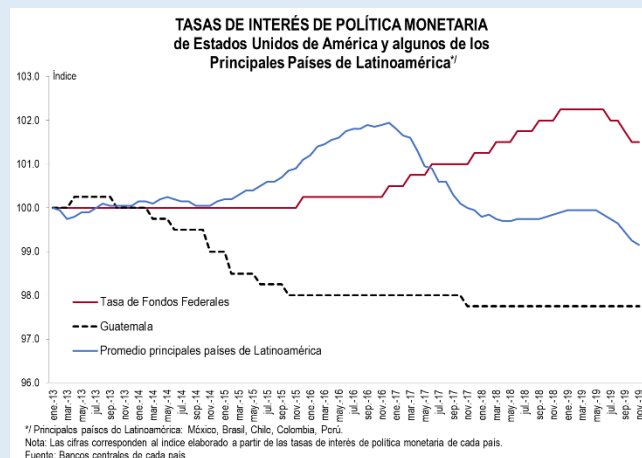
## RECUADRO 4 ANÁLISIS DE LOS CICLOS ECONÓMICOS DE GUATEMALA Y DE ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

La economía mundial evidenció una etapa de crecimiento económico sincronizado entre mediados de 2016 y mediados de 2018, la cual propició que las brechas del producto de diversas economías, tanto avanzadas como emergentes, tendieran a cerrarse y, en el caso de algunos países de América Latina, se volvieran positivas, lo que consecuentemente generó un ligero incremento de las presiones inflacionarias. En el contexto descrito, algunos bancos centrales incrementaron sus respectivas tasas de interés de política monetaria, particularmente, en América Latina. No obstante, desde mediados de 2018 se ha evidenciado un desacoplamiento en los ciclos económicos de diversos grupos de economías, lo cual ha requerido acciones de política monetaria distintas por parte de sus respectivos bancos centrales, dependiendo de su ubicación en el ciclo económico y de sus proyecciones de inflación.

En efecto, como lo muestra la gráfica, la posición cíclica para cada uno de los países seleccionados, muestra un comportamiento diverso, lo que refleja el desempeño económico de cada uno de ellos con respecto a su nivel potencial. Por ejemplo, los Estados Unidos de América, la República Popular China y la Zona del Euro, si bien se encuentran en la etapa de auge del ciclo, su actividad económica se ubica en la fase de moderación, es decir que, en términos generales, los crecimientos observados son ligeramente superiores a los de su Producto Interno Bruto potencial. En el caso de la mayoría de países de América Latina con esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), la actividad económica se encuentra en el área de caída, es decir que, en términos generales, dichos países registran crecimientos por debajo de su nivel potencial, aunque en la mayoría de casos, se ubican en la fase de aceleración. Por su parte, la actividad económica de Guatemala, se encuentra en la fase de expansión, por lo que, de acuerdo con las estimaciones vigentes para 2019 y 2020, la actividad económica estaría creciendo por arriba de su nivel potencial en ambos años.



En este contexto, es importante recordar que este desacoplamiento de los ciclos económicos ha requerido de una respuesta de política monetaria distinta en cada caso, aunque macroeconómicamente congruente con las distintas presiones inflacionarias, tanto observadas como esperadas, de cada uno de los países seleccionados. Derivado de lo anterior, los países de América Latina con EMEI, comenzaron a reducir sus tasas de interés de política monetaria desde principios de 2017, luego de una serie de aumentos que tuvieron lugar entre 2014 y 2016. Por su parte, durante el mismo periodo, congruente con la evolución de los principales indicadores macroeconómicos, así como con la posición cíclica de la actividad económica, de los pronósticos de inflación y del anclaje de las expectativas, la tasa de interés líder de política monetaria de Guatemala, tuvo un único ajuste de 25 puntos básicos en noviembre de 2017 y ha permanecido en dicho nivel desde entonces.



Cabe indicar que si bien la ausencia de presiones inflacionarias ha llevado a los bancos centrales a anticiparse a los riesgos a la baja para el crecimiento económico e impedir que las expectativas inflacionarias se desanclen, la política monetaria ha apuntalado el dinamismo de las condiciones financieras. En efecto, las condiciones financieras mundiales más favorables, que en parte se deben a las medidas de política adoptadas para combatir este complicado entorno externo, están contrarrestando parcialmente estos riesgos. Asimismo, la política monetaria acomodaticia continúa siendo apropiada para apuntalar la demanda agregada y el empleo, y para impedir una reducción de las expectativas inflacionarias. Finalmente, es importante indicar que, tomando en cuenta que las perspectivas económicas son moderadas y que los riesgos están sesgados a la baja, la política fiscal puede desempeñar un papel más activo, sobre todo si existe un margen limitado para relajar la política monetaria.

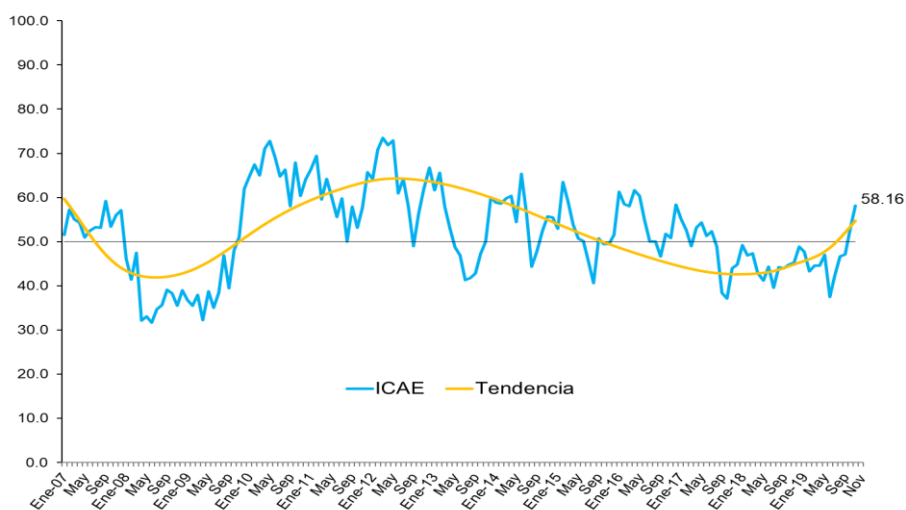
Fuente: Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala.



En cuanto al Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), éste se ubicó en 58.16 puntos en noviembre, superior respecto al registrado en octubre de 2019 (52.92 puntos) y al nivel observado el mismo mes del año anterior (45.27 puntos), con lo que dicho indicador ya se ubica en zona de expansión, es decir, anticipa un aumento en la actividad económica en los próximos seis meses. La recuperación en el nivel de confianza económica manifestada en los resultados de noviembre, se encuentra en línea con las expectativas del panel de analistas privados respecto del crecimiento económico, previstas para 2019 y para 2020, las cuales registraron un moderado aumento en comparación con las proyecciones efectuadas el mes previo.

**Gráfica 14**

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



(1) Con información a noviembre de 2019.

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

## RECUADRO 5

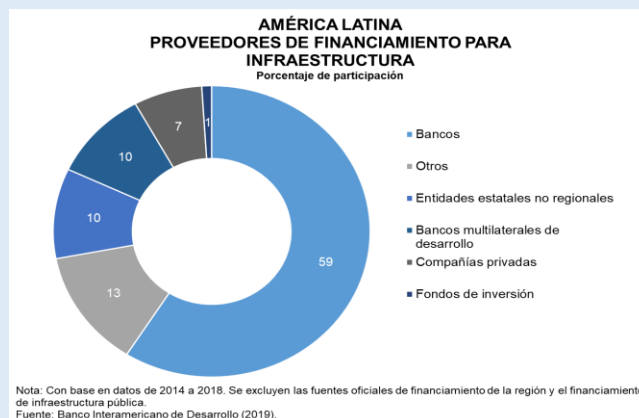
### EL FINANCIAMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA: CÓMO CERRAR BRECHAS

En años recientes, en América Latina y el Caribe, la inversión en infraestructura aumentó cerca de 3.5% del PIB, en promedio. A pesar de ello, la inversión continúa siendo baja en comparación con la inversión requerida para incrementar el crecimiento económico, así como para cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Además, la profundidad y la calidad de la infraestructura de la región son menores que las de otras regiones, según los indicadores de percepción disponibles e indicadores de acceso, calidad y sostenibilidad. Lo anterior implica que las tasas de crecimiento económico de la región y la calidad de vida de sus habitantes podrían ser menores en el futuro. Por lo tanto, la región necesita incrementar la inversión para cerrar las brechas de infraestructura, lo que, a su vez, requiere de mayor acceso a financiamiento, especialmente ante las restricciones fiscales y los bajos niveles de ahorro.

A nivel mundial, los inversionistas institucionales y los bancos comerciales, de desarrollo y multilaterales, entre otros, administran amplios recursos que podrían destinarse a financiar las inversiones en infraestructura de la región, particularmente en un entorno de tasas de interés bajas. Sin embargo, aunque ha aumentado en los años recientes, el acceso de la región a estas fuentes de financiamiento ha sido limitado. Entre 2014 y 2018, las inversiones financiadas con recursos no provenientes de entidades públicas de la región fueron de aproximadamente US\$122,000.0 millones, la mayoría de los cuales fueron otorgados por bancos comerciales, bancos multilaterales de desarrollo y entidades públicas de fuera de la región. En el caso de los recursos provenientes de fondos de inversión, éstos representaron solamente 1% del financiamiento para infraestructura en la región, un monto bajo en comparación con el volumen de los fondos en administración por inversionistas institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras, fondos soberanos y bancos centrales), el cual se estima entre US\$20.0 y US\$100.0 billones (Banco Interamericano de Desarrollo -BID-, 2019).

Las dificultades para atraer estos recursos son consecuencia de diversos factores, entre los cuales se incluyen: la poca oferta de proyectos financieramente viables, asociada a las limitaciones para definir, elaborar, desarrollar y administrar proyectos de infraestructura; y las restricciones que enfrentan los inversionistas institucionales, debido a la naturaleza de los riesgos y a las características de los instrumentos de inversión del sector.

En efecto, las inversiones en infraestructura se enfrentan a diversos riesgos, que pueden ser particulares de cada proyecto o sistémicos. Algunos de estos riesgos son exógenos, entre los cuales se incluyen los de tipo político, regulatorio, de mercado y de demanda; y otros endógenos, que están relacionados con asimetrías de información, los cuales surgen en las etapas de selección y construcción de los proyectos.



Si bien los riesgos de invertir disminuyen en la medida en que avanzan los proyectos<sup>1</sup>, tienen un impacto importante en los costos asociados a las inversiones. De acuerdo con Ketterer y Powell (2018), los riesgos exógenos e idiosincráticos pueden ser diversificados por los inversionistas; los riesgos exógenos y sistémicos pueden ser mitigados por medio de la contratación de coberturas y, en el largo plazo, por garantías otorgadas por los gobiernos o los bancos multilaterales de desarrollo; y los riesgos idiosincráticos y endógenos pueden controlarse con mecanismos de gobernanza.

Por lo tanto, para atraer financiamiento para invertir en infraestructura se debe contar con mecanismos que garanticen que los riesgos serán gestionados adecuadamente a lo largo de la vida del proyecto. En este contexto, Ketterer y Powell (2018) proponen crear fondos de infraestructura a nivel de país para emitir bonos de infraestructura estandarizados que estén respaldados por proyectos individuales, luego de la etapa de construcción, cuando los riesgos idiosincráticos disminuyen. Esto incrementaría el atractivo para los inversionistas institucionales y permitiría liberar recursos de los bancos y patrocinadores para financiar otras inversiones. Alternativamente, Prats y Ketterer (2019) proponen que la banca pública de desarrollo diseñe productos que le permitan asumir determinados riesgos de las inversiones en infraestructura, como opciones de venta de créditos a largo plazo (reduciría el riesgo de refinanciamiento de los préstamos de corto plazo) y garantías para mejorar la calidad crediticia; así como proporcionar apoyos de liquidez a los proyectos de infraestructura. Finalmente, se deben fortalecer las capacidades institucionales a lo largo de todo el ciclo de los proyectos de infraestructura.

<sup>1</sup> Estos riesgos son más altos en las etapas de licitación, de desarrollo y de construcción, que en las etapas de inicialización y de operación.

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (2019). "Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019: Construir oportunidades para crecer en un mundo desafiante". Abril. Ketterer, Juan y Powell, Andrew (2018). "Financing infrastructure: On the Quest for an Asset Class". Discussion Paper No. IDB-DP-622. Septiembre. Prats, Joan y Ketterer, Juan (2019). "El rol de la banca pública de desarrollo en el financiamiento de infraestructuras". Nota técnica número IDB-TN-1763. Banco Interamericano de Desarrollo. Octubre.

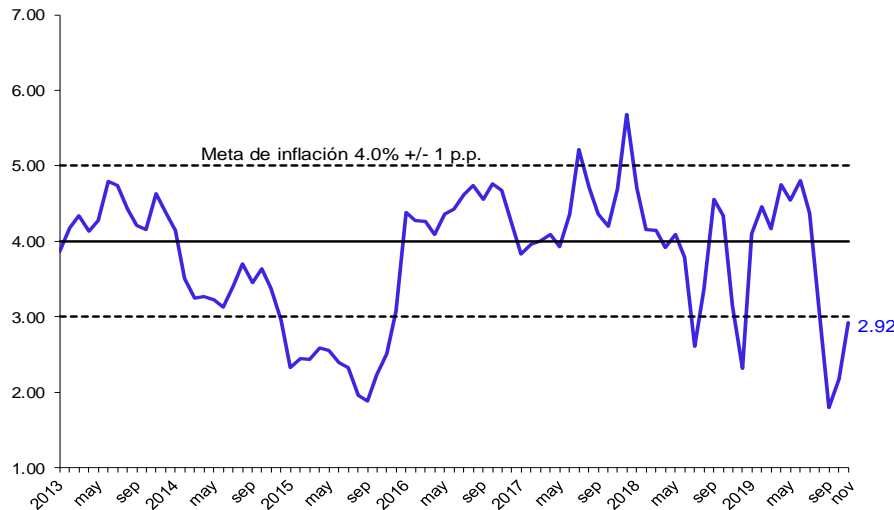


## 2. Inflación

A noviembre de 2019, el ritmo inflacionario se situó en 2.92%, valor que se ubica levemente por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual), aunque las expectativas de inflación a 12 (4.05%) y a 24 meses (4.25%) se ubican dentro de dicho margen, lo que denota que las mismas se mantienen ancladas a la meta. El resultado de la inflación muestra, principalmente, la evolución de los choques de oferta y su posterior moderación en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, particularmente, de los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos, de pan y cereales y, en menor medida, de frutas; grupos de gasto que, con anterioridad estuvieron sujetos a choques de oferta, los cuales se han disipado, principalmente en los últimos meses, no obstante que entre octubre y noviembre se registró nuevamente un incremento en algunos productos de esta división. Por otra parte, en el comportamiento de la inflación también influyó la desaceleración registrada en la división de transporte, asociada a la baja observada en el precio internacional del petróleo entre mayo y agosto, luego de registrar una tendencia hacia el alza entre enero y abril del presente año; a noviembre, dicha división registró un incremento. La división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles presentó una tendencia a la baja en su variación interanual la mayor parte del año, aunque en noviembre registró un moderado aumento.

**Gráfica 15**

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a noviembre de 2019.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Durante 2019, la variabilidad mostrada en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, se asoció, principalmente, a una disminución en la producción de tomate y cebolla, tanto por factores estacionales, como por daños a la producción a principios del año, principalmente, en el caso de ésta última. En mayo, se registró una importante alza en el precio medio de la papa y el culantro, debido a problemas de producción, en el caso del primero y por una mayor demanda, en el caso del segundo; mientras que en junio, se observó un incremento en el precio medio de la papa y el güisquil, asociado a problemas de oferta. En julio, se registró un incremento en el precio medio de la cebolla, por una menor oferta de producto de origen mexicano. Sin embargo, en agosto y en septiembre se observó una importante reducción en los precios medios de la mayoría de gastos básicos del rubro de hortalizas, legumbres y tubérculos ante la normalización de la oferta en el mercado interno. Entre octubre y noviembre, se registran importantes incrementos

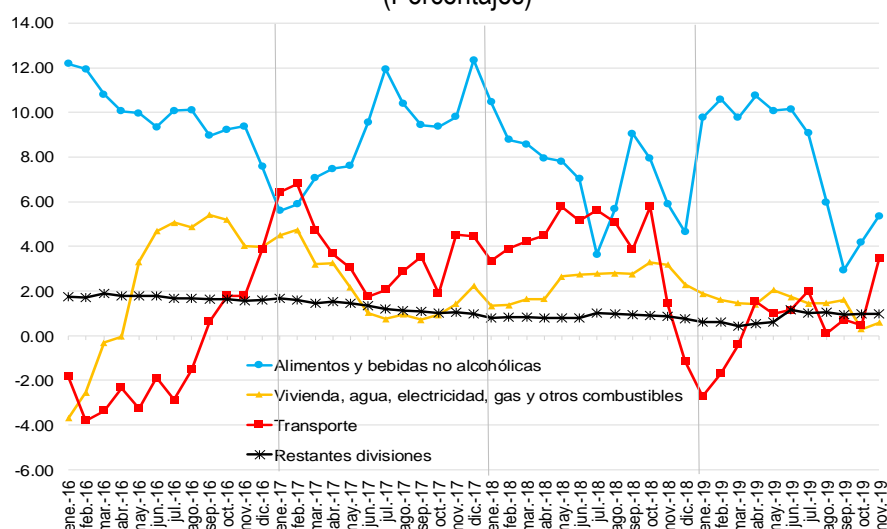
en los precios medios del tomate, la papa, la cebolla, el güisquil y las otras legumbres y hortalizas, atribuidos a problemas de producción derivado de las intensas lluvias de los últimos meses.

Se observaron incrementos en los rubros de pan y cereales, en especial, en los gastos básicos de maíz blanco y, consecuentemente, de productos de tortillería, por problemas de producción, particularmente, en el área conocida como Corredor Seco. Adicionalmente, se registró un alza en el rubro de frutas, aunque su impacto fue más moderado. Vale indicar que factores como condiciones climáticas desfavorables, el incremento en la demanda externa y los mayores costos de transporte también incidieron en la evolución de precios de estos rubros. Cabe destacar que los factores que producen una alta volatilidad en los precios de los productos agrícolas (choques de oferta) normalmente se corrigen en el corto plazo, pero de igual forma pueden generarse de nuevo, teniendo una alta incidencia en el comportamiento general de precios.

Por su parte, la división de transporte, entre enero y julio, mostró una reversión parcial de los factores temporales que provocaron una importante reducción en los precios internos de los combustibles a finales de 2018, situación asociada a la caída en el precio internacional del petróleo por expectativas de un excedente de producción; no obstante, en agosto se observó una importante disminución en el precio interno de los combustibles asociado a la reducción en el precio internacional del petróleo por expectativas de una moderación en la demanda mundial, aun cuando en septiembre se observó un alza en el precio del crudo asociado a factores geopolíticos, la cual se revirtió rápidamente, por lo que, entre octubre y noviembre, los precios internos de los combustibles permanecieron relativamente estables; sin embargo, la variación interanual de dicha división registró un alza como consecuencia del importante incremento observado en el servicio de transporte aéreo derivado de la demanda estacional en el mismo. En tanto que la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, presenta una moderada tendencia a la baja asociada principalmente a la reducción en el precio medio del gas propano, la cual ha sido parcialmente compensada por los incrementos en el precio medio del servicio de electricidad y por el aumento en el precio medio del gas propano registrado en noviembre.

En general, la trayectoria de la inflación se explicó por el comportamiento de los precios de los bienes de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, comportamiento que es parcialmente moderado por la evolución de los precios de los bienes y servicios de la división de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles. El resto de divisiones de gasto continúan presentando un comportamiento relativamente estable, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 16

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

(1) Con información a noviembre de 2019.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

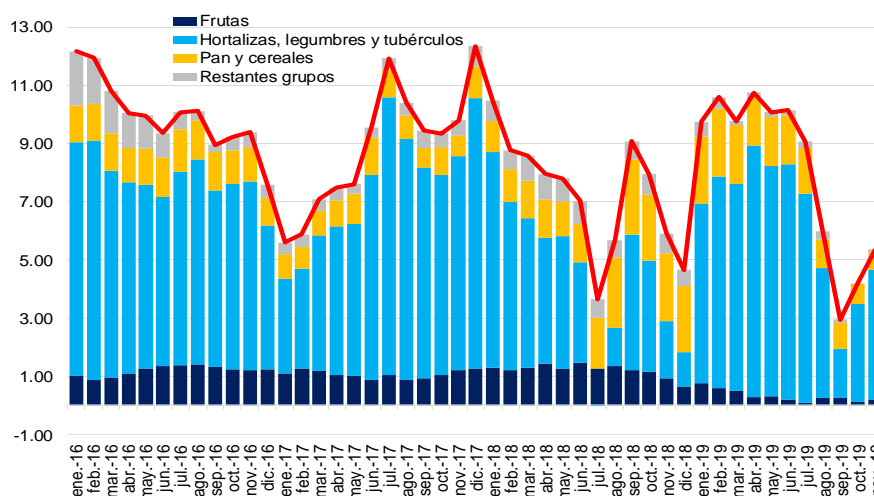
La división de alimentos y bebidas no alcohólicas, durante el presente año, ha sido afectada por choques de oferta que incidieron significativamente en su comportamiento, al pasar de una variación interanual de 9.76% en enero a 5.35% en noviembre con un máximo de 10.75% en abril. Durante el primer semestre del año, se observaron incrementos significativos en los precios medios de algunos bienes del grupo de gasto de hortalizas, legumbres, y tubérculos, asociados a choques de oferta, principalmente del tomate, cebolla, papa, güisquil y culantro, los cuales en el transcurso del segundo semestre se revirtieron parcialmente, ya que a partir de octubre nuevamente se observan alzas en algunos de estos bienes.

En el caso del tomate, a inicios del año se registró un incremento asociado a una menor oferta disponible, derivada de un ciclo bajo de cosecha de las principales regiones productoras, en conjunto con un aumento en la demanda externa, principalmente de El Salvador, de acuerdo a información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA). Respecto a la cebolla, su oferta se vio afectada tanto por encontrarse en un ciclo bajo de producción en algunas zonas, como por daños registrados en las principales áreas productoras del oriente del país (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa) provocadas por una plaga, de acuerdo a la Federación de Asociaciones Agrícolas de Guatemala (FASAGUA). Adicionalmente, a principios del año se registró el ingreso de cebolla de origen mexicano a un mayor precio, situación que contribuyó al alza observada en el mercado interno; sin embargo, entre agosto y septiembre dichos incrementos se revirtieron. En el caso de la papa, se registró una reducción en la oferta proveniente de San Marcos y Sololá, explicada por menores rendimientos de las áreas de producción en dichos departamentos, de acuerdo al MAGA. En cuanto al güisquil, se explica por una menor oferta dado que las áreas productoras de Palencia (Guatemala) y Cobán (Alta Verapaz), se encontraban en una fase baja de producción. En el caso del culantro, se registró un incremento en su demanda que se sumó a daños en la producción en meses previos, según lo indicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Respecto al grupo de pan y cereales, se observó un incremento en el precio medio del maíz y, consiguientemente, en los productos de tortillería. La referida alza en el maíz, está asociada, por una parte, a un retraso en el ingreso de la cosecha proveniente del norte del país en los primeros meses del año y, por la otra, a la finalización del proceso de cosecha en julio, por lo cual el mercado fue abastecido por grano

almacenado, así como por grano proveniente de México a un mayor precio. A partir de agosto, se registró un paulatino ingreso de la nueva cosecha del grano proveniente de la región sur y de la región oriente del país, situación que a la fecha moderó los precios, de acuerdo al MAGA. Respecto del grupo de gasto de frutas, los problemas de oferta registrados en el primer semestre del año en la naranja y las frutas de estación, se moderaron desde septiembre, y desde mayo del presente año en el aguacate, que también se dispó desde septiembre, afectaron moderadamente a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas.

**Gráfica 17**

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



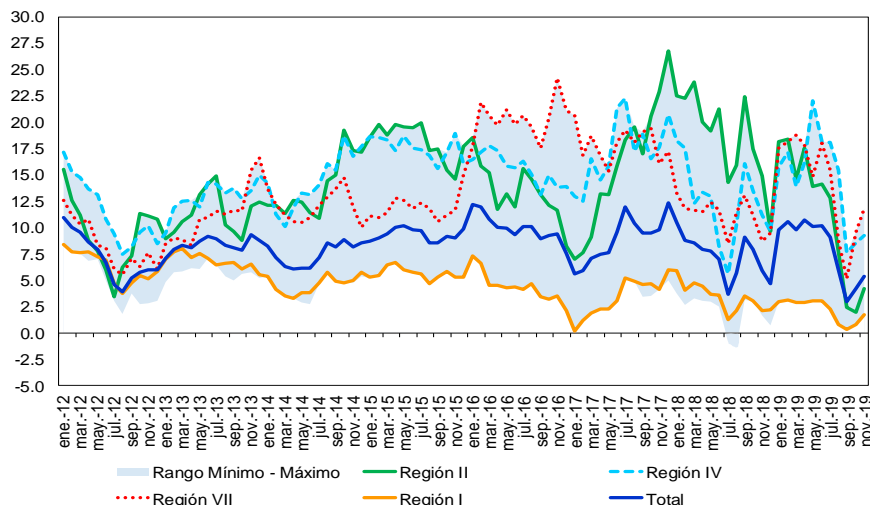
(1) Con información a noviembre de 2019.

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

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

Es importante indicar que la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas ha sido significativamente mayor en tres de las ocho regiones del país, siendo éstas, la Región II, Norte (departamentos de Alta Verapaz y Baja Verapaz); la Región IV, Suroriente (departamentos de Jutiapa, Jalapa y Santa Rosa); y la Región VII, Noroccidente (departamentos de Huehuetenango y Quiché); no obstante, en la región II en los últimos meses ha tendido a moderarse. En contraste, la Región I, Metropolitana (departamento de Guatemala), muestra un comportamiento considerablemente menor en los precios de los alimentos, lo cual, dada su ponderación dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC), tiende a moderar la inflación de alimentos a nivel de la República.

## Gráfica 18

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

(1) Con información a noviembre de 2019.

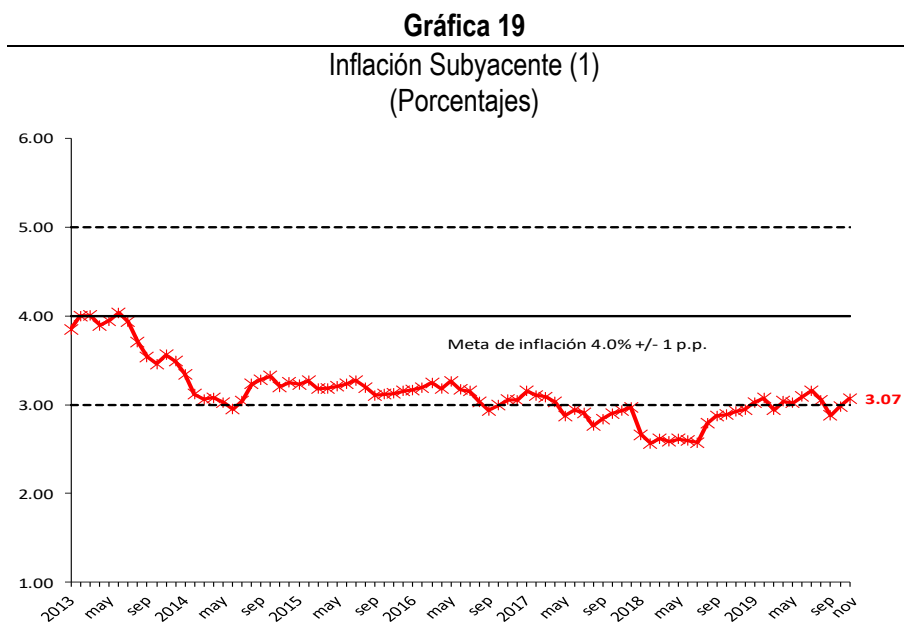
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la división de transporte registró una tendencia al alza entre febrero y julio del presente año como resultado del incremento observado en el precio internacional del petróleo que afectó al precio de los combustibles en el mercado interno, ante la implementación del acuerdo de congelación de la producción de crudo por parte de la OPEP, Rusia y otros productores a partir de enero de 2019. A finales de 2018, las expectativas de un excedente de producción en el mercado de petróleo en combinación con una ralentización de la actividad económica mundial provocaron una reducción de más de 30.0% en el precio del mismo, provocando una importante reducción en los precios internos de los combustibles, lo que incidió en que la división de transporte registrara una disminución desde noviembre de 2018 hasta situarse en -2.72% en enero de 2019, su mínimo desde agosto de 2016. En agosto del presente año, la intensificación de las expectativas de una ralentización de la actividad económica mundial generó nuevamente una caída en el precio del petróleo, mientras que en septiembre se registró un incremento en el mismo derivado de factores geopolíticos, aunque dicha alza se revirtió rápidamente y ya en octubre registraba niveles de precios similares a los observados previo a la intensificación de los conflictos. Lo anterior provocó que el precio interno de los combustibles entre agosto y noviembre permaneciera relativamente estable; no obstante, la variación interanual de dicha división registró un alza como consecuencia del importante incremento observado en el servicio de transporte aéreo derivado de la demanda estacional en el mismo.

En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, desde finales de 2018 mostró una tendencia a la baja al pasar de una tasa de crecimiento de 2.29% en diciembre a 0.30% en octubre de 2019; no obstante que en mayo y junio registró una tasa de 2.05% y 1.74%, respectivamente. Dicho comportamiento se explicó por las reducciones registradas en el precio medio del gas propano de enero, de junio y de octubre (aunque en noviembre se observó un ligero incremento), que compensaron el alza que se registró en los pliegos tarifarios del servicio de electricidad, tanto para la tarifa social como para la tarifa no social, de noviembre de 2018, así como de febrero, de mayo y de agosto de 2019, según la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE).



En cuanto a la inflación subyacente<sup>21</sup>, medida cuya finalidad es evidenciar el origen de los choques que afectan la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a noviembre de 2019 registró una variación interanual de 3.07%, nivel que se ubica 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, así como de los incrementos en el precio de los energéticos, el nivel de inflación es congruente con la posición cíclica de la economía; es decir, con presiones de demanda aún moderadas.



(1) Con información a noviembre de 2019.

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

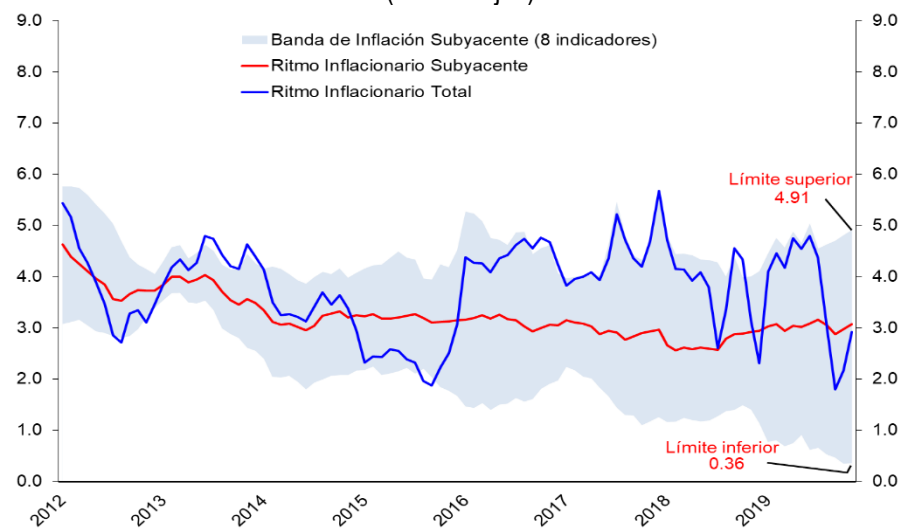
La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 20). Al considerar el rango de variación de los métodos utilizados para el cálculo del indicador, a noviembre de 2019, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 0.36% y 4.91%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación, por el momento, han tenido una incidencia limitada.

<sup>21</sup> A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como variable. A partir de enero de 2019, el cálculo se basa en una recalibración de las ponderaciones de las referidas metodologías, con el propósito de fortalecer su capacidad informativa y predictiva. Para una mayor referencia ver el apartado "Revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2018 y Perspectivas Económicas para 2019".



**Gráfica 20**

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



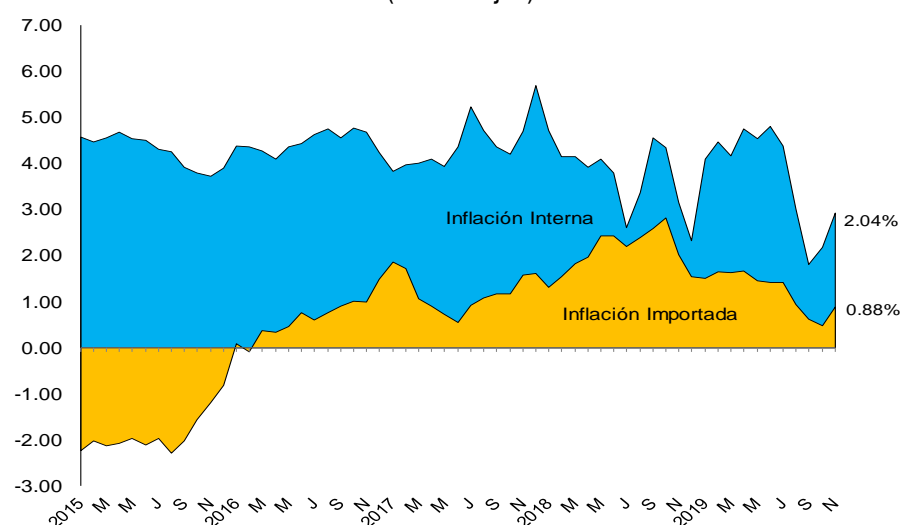
(1) Con información a noviembre de 2019.

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

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual luego de permanecer estable durante el primer cuatrimestre del año, desde mayo registró una leve disminución, la cual fue significativa a partir de agosto, explicada por la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados, similar a lo observado para el cuarto trimestre de 2018; adicionándose la moderación del efecto del tipo de cambio nominal. A noviembre de 2019, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 2.04% y la importada de 0.88%.

**Gráfica 21**

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



(1) Con información a noviembre de 2019.

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

El efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues la postura de dicha política ha sido acomodaticia, derivado que la coyuntura ha favorecido una inflación total dentro de la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, para luego disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre de ese año y mantenerla en ese nivel durante las sesiones de Junta Monetaria para decisión de la tasa de interés líder de política monetaria realizadas durante 2018 y en lo que va de 2019, al mismo tiempo que aumentaron los niveles de liquidez en la economía como resultado de la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Cabe señalar que dichos excedentes de liquidez fueron compensados, parcialmente, con aumentos de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala y por incrementos en los niveles de encaje. Como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda; es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia de otros esquemas de política monetaria en los que se establecen metas operativas para dichos agregados.

### **3. Tipo de cambio**

#### **a) Nominal**

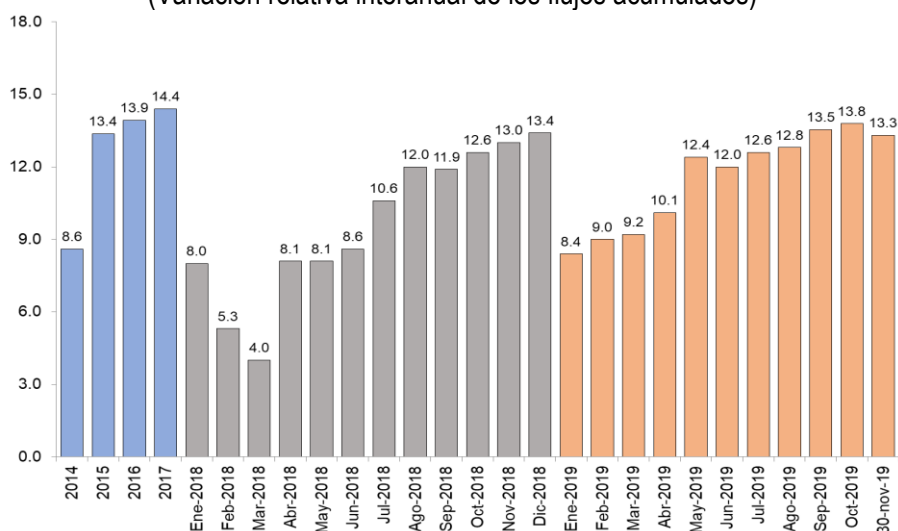
Con relación al tipo de cambio nominal, cabe resaltar que en el esquema de metas explícitas de inflación, la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como única ancla nominal de la política monetaria. Dicha flexibilidad 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, simétrica 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.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de noviembre de 2019, una depreciación interanual de 0.02% (apreciación acumulada de 0.44%), comportamiento asociado a sus fundamentos, que hasta agosto de 2017 habían propiciado una tendencia hacia la apreciación.

En términos generales, la modificación observada en el comportamiento del tipo de cambio del quetzal frente al dólar estadounidense se explica por sus factores fundamentales. En particular, se pueden mencionar tres factores que han influido en el mercado cambiario. El primero, se asocia al importante flujo de divisas por remesas familiares que se ha registrado en los últimos años; sin embargo, dicho flujo muestra una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento durante el presente año.

**Gráfica 22**

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

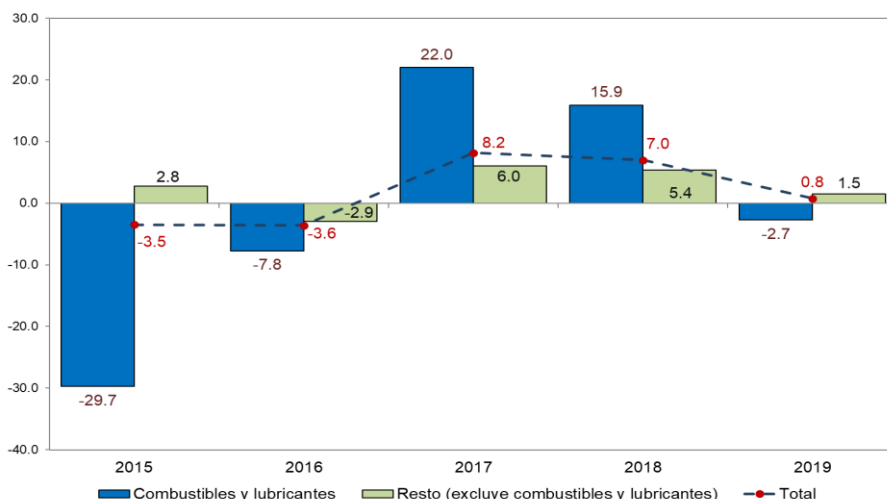


Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye el aumento en el valor de las importaciones desde 2017, asociado, tanto al crecimiento del rubro de combustibles y lubricantes como del resto de importaciones, como consecuencia de la recuperación de los precios internacionales del petróleo, que han reducido el ahorro por pago de factura petrolera registrado en 2015 y 2016; así como del incremento del valor de las importaciones de los materiales de construcción, de materias primas y productos intermedios, de los bienes de consumo y, en menor medida, de los bienes de capital. Aunque, a octubre de 2019, las importaciones están registrando una desaceleración en el ritmo de crecimiento, pero continúan siendo positivas.

**Gráfica 23**

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



(1) Con información a diciembre de cada año. 2019 a octubre.  
Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

El tercer factor se refiere a la ralentización en el crecimiento del valor de las exportaciones registrado desde enero 2018, que obedece a la disminución de los precios internacionales, así como al menor volumen exportado de algunos productos de exportación.

#### **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 a las metodologías sugeridas por el 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 sobrepreciado (+) o moderadamente sobredepreciado (-); entre el segundo y el tercer umbral, sobrepreciado (+) o sobredepreciado (-); y por arriba del tercer umbral, sustancialmente sobrepreciado (+) o sustancialmente sobredepreciado (-). En este sentido, al segundo trimestre de 2019, las diferencias entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE de los tres modelos<sup>22</sup> revelan que el ITCER se encuentra, en los tres casos, dentro del primer umbral, es decir, consistente con sus factores fundamentales. Los modelos 1, 2 y 3 señalan una ligera desalineación de -1.1%, -1.7% y -3.1%, respectivamente, por lo que se concluye que con el nivel actual se encuentra cercano al equilibrio.

---

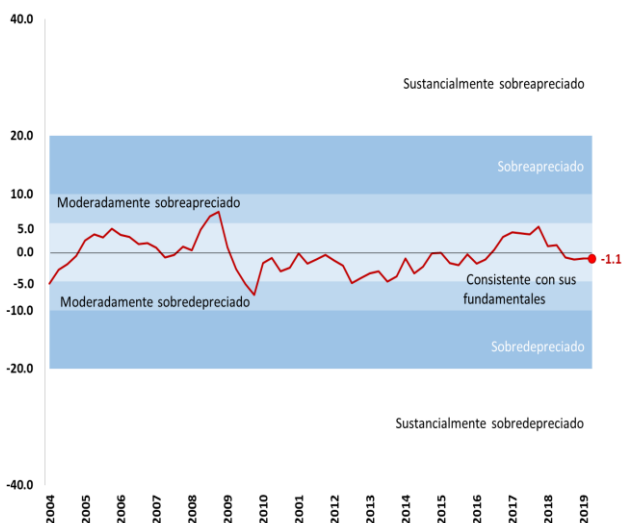
<sup>22</sup> A partir de 2019 se implementaron mejoras en los modelos de estimación del TCRE para asegurar su consistencia metodológica. Específicamente, el modelo 1 corresponde al enfoque de consistencia con los factores fundamentales del TCRE, análogo a la metodología de la Evaluación del Balance Externo (EBA, por sus siglas en inglés) del FMI; el modelo 2 se basa en un 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; y el modelo 3, hace referencia a la Sostenibilidad Externa (con la corrección de choques transitorios en la cuenta corriente). Para mayor referencia consultar la "Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2018 y Perspectivas Económicas para 2019".



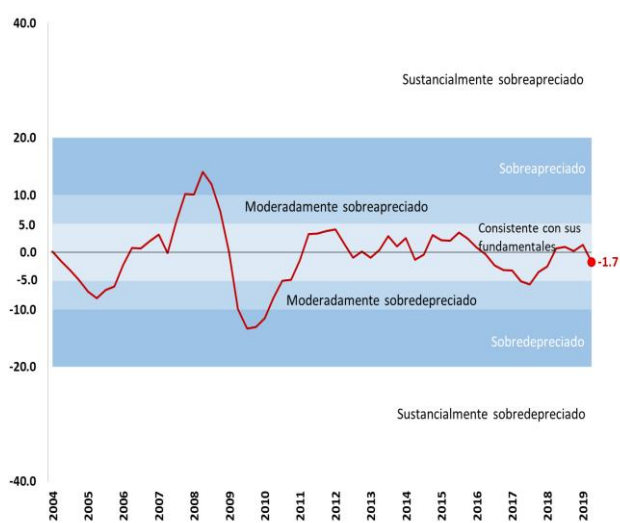
### Gráfica 24

Modelos: Desviaciones Respecto al TCRE  
2004-2019 (1)  
(Porcentaje)

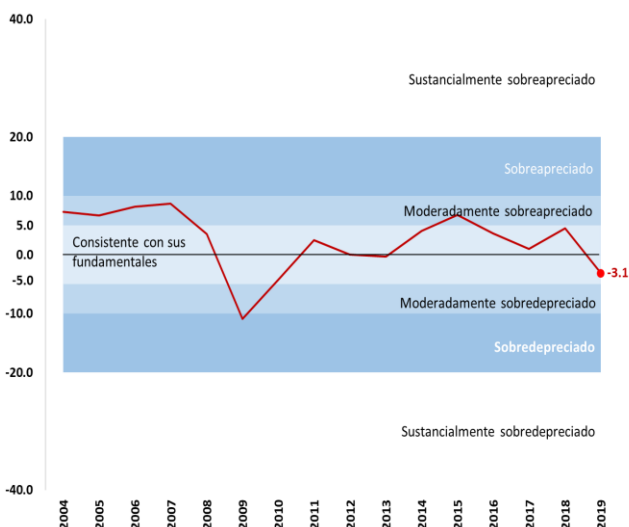
Modelo 1



Modelo 2



Modelo 3



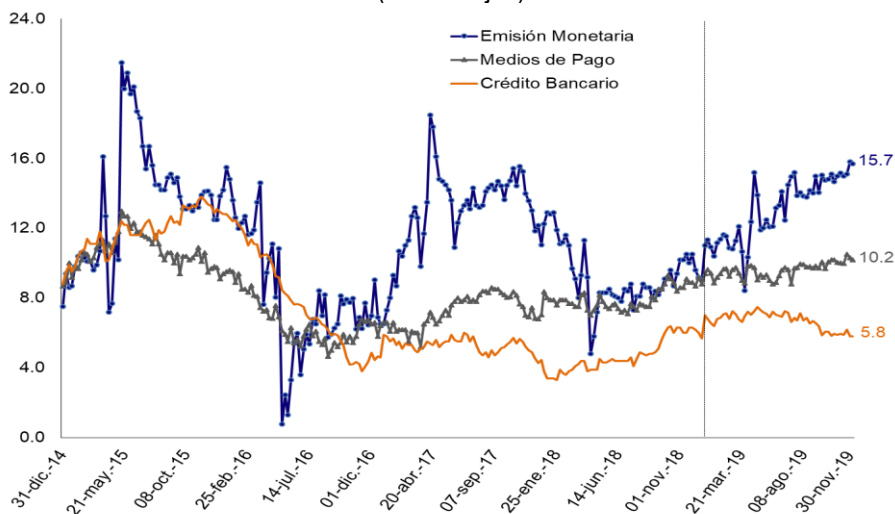
(1) Cifras al segundo trimestre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

#### 4. Agregados monetarios y de crédito

En el transcurso de 2019, los principales agregados monetarios y de crédito han evidenciado un comportamiento congruente con lo esperado.

**Gráfica 25**

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



(1) Variación interanual observada al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

#### a) Emisión monetaria

Durante el año el ritmo de la emisión monetaria ha mostrado un significativo dinamismo, con una marcada tendencia al alza que se acentuó desde el segundo trimestre. Este comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial, que obedece, principalmente, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, en parte, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. Con relación al componente tendencial, el comportamiento de la emisión monetaria, aunque muestra una tendencia al alza, es congruente con la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y con el desempeño de la actividad económica previsto para 2019. En cuanto al componente cíclico, en términos generales, la emisión monetaria, se ha comportado de acuerdo con su estacionalidad.

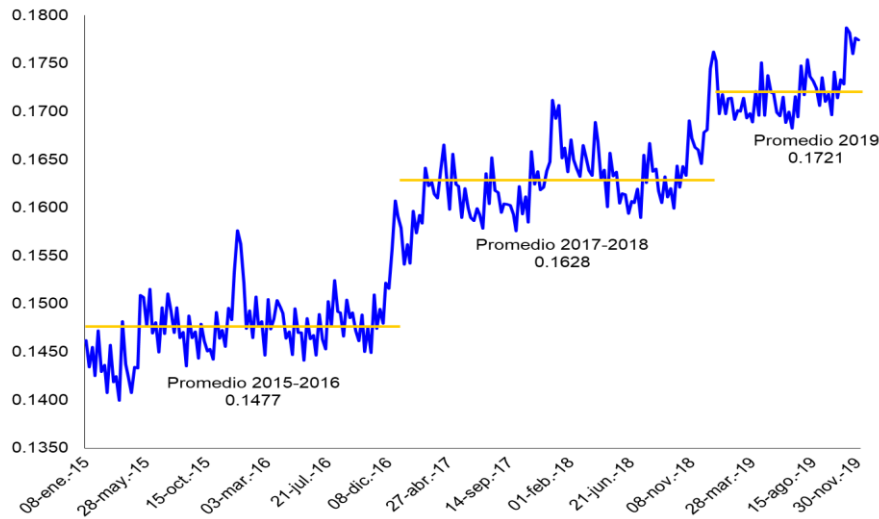
Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria ha estado relacionado a un incremento en la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez<sup>23</sup>. El aumento en el referido coeficiente, se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos, derivado, en buena medida, por el ingreso de divisas por remesas familiares en los últimos años. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez, en promedio, durante 2017-2018 se ubicó en 0.1628, superior al valor promedio observado en los años previos (0.1477), en tanto que al 30 de noviembre dicho indicador, en promedio, se ubica en 0.1721.

<sup>23</sup> El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Éste es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público y mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos por el aumento de remesas familiares, entre otros.



**Gráfica 26**

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



(1) Numerario en circulación/captaciones totales.

(2) Al 30 de noviembre de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que al 30 de noviembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 17.6%, incidiendo en 15.1 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria a esa fecha (11.1 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2018); mientras que la caja de bancos registró una variación interanual de 4.3% con una incidencia que pasó de -0.1 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.6 puntos porcentuales al 30 de noviembre del presente año (gráfica 27).

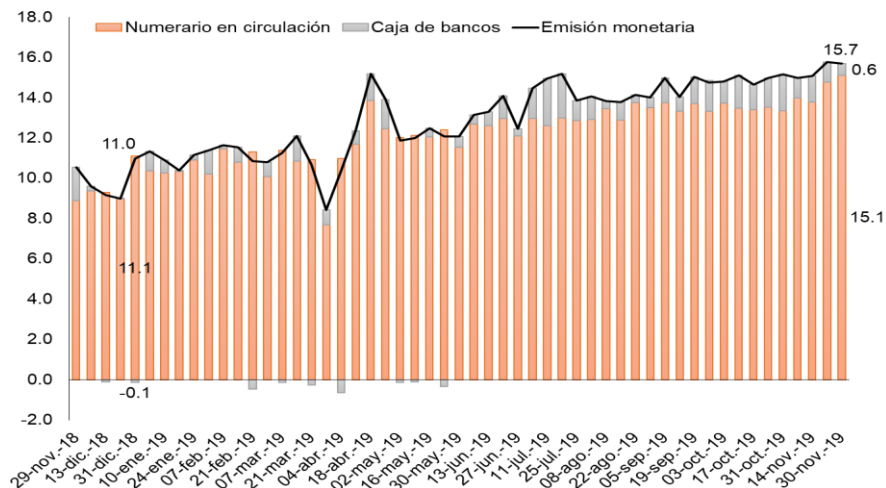
La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario<sup>24</sup> no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria.

<sup>24</sup> Al 30 de noviembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$1,188.6 millones equivalente a Q9,137.2 millones.



**Gráfica 27**

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



(1) Al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

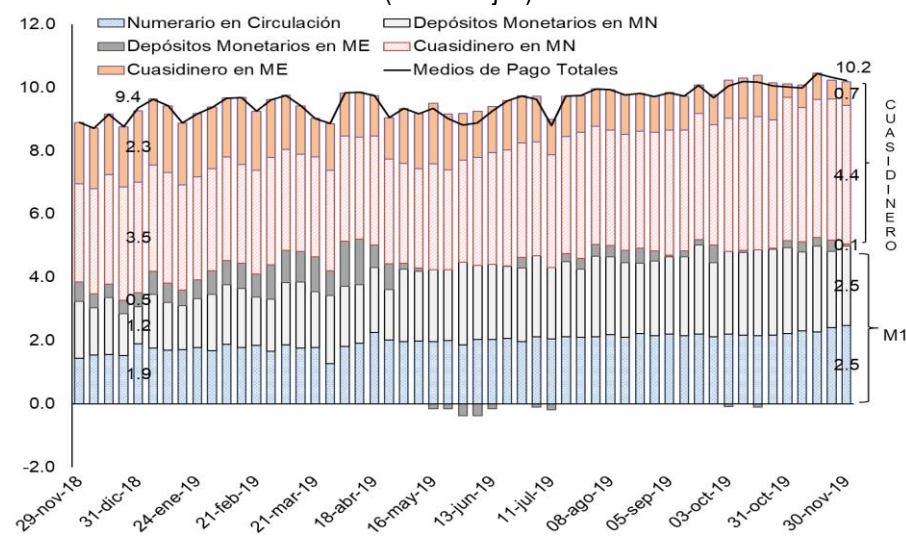
**b) Medios de pago**

Los medios de pago (M2), al 30 de noviembre de 2019, registraron un crecimiento interanual de 10.2% (9.4% en diciembre de 2018). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año, se explica, principalmente, por el desempeño mostrado por el numerario en circulación y las captaciones en moneda nacional.

Al analizar por moneda el crecimiento de los medios de pago, éste se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 83.0% de dicho agregado y, en lo que va de 2019, éstos muestran un crecimiento interanual de 11.4%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera, al 30 de noviembre, registraron una variación interanual de 4.8% (16.6% en diciembre de 2018).

**Gráfica 28**

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



(1) Con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Con relación a los componentes de los medios de pago se observa que, en términos agregados, el medio circulante (M1)<sup>25</sup> ha reflejado un crecimiento estable (14.0% al 30 de noviembre), asociado al desempeño favorable tanto del numerario en circulación como de los depósitos monetarios en moneda nacional; éstos últimos, al pasar de una incidencia de 1.2 puntos porcentuales al finalizar 2018, a una incidencia de 2.5 puntos porcentuales al 30 de noviembre de 2019, en tanto que, el numerario en circulación presentó al 30 de noviembre una incidencia de 2.5 puntos porcentuales, superior a la registrada al 31 de diciembre de 2018 (1.9 puntos porcentuales). Por su parte, el cuasidinero<sup>26</sup>, en moneda nacional y extranjera, han mostrado tasas de variación interanual de 9.4% y 7.9%, respectivamente.

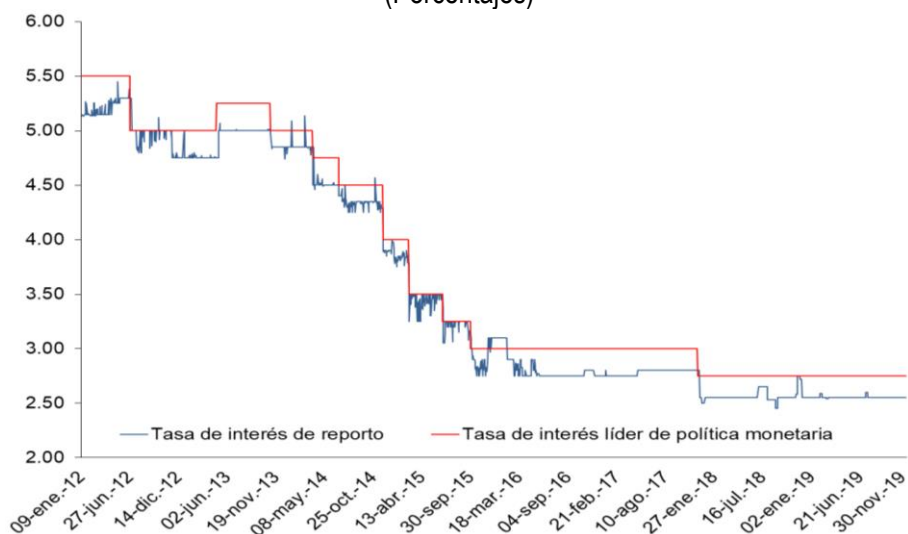
En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido elevados, al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2018 al 30 de noviembre de 2019 en Q4,302.5 millones.

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

<sup>25</sup> Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.  
<sup>26</sup> Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

**Gráfica 29**

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



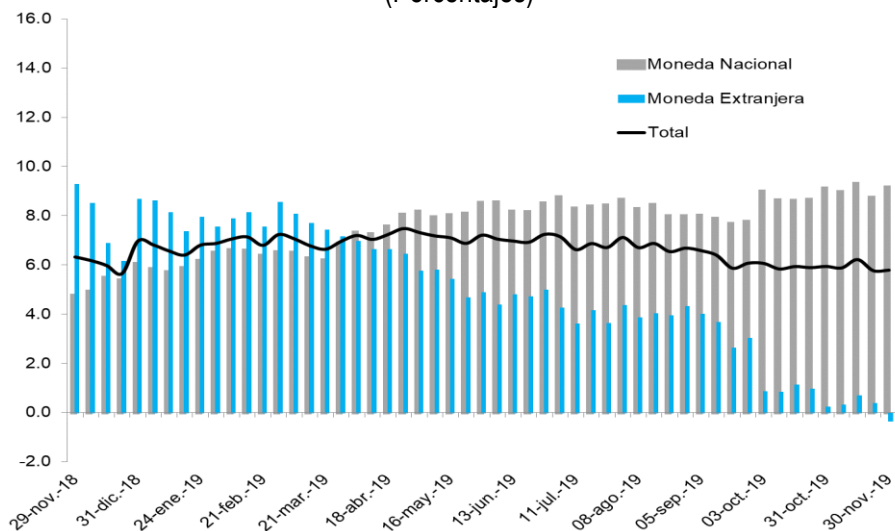
(1) Con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### c) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de noviembre, registró un crecimiento interanual de 5.8%, impulsado, principalmente, por el crecimiento del crédito en moneda nacional (9.2%), dado que el crédito en moneda extranjera, registró una variación negativa de 0.3%.

**Gráfica 30**

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



(1) Con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.



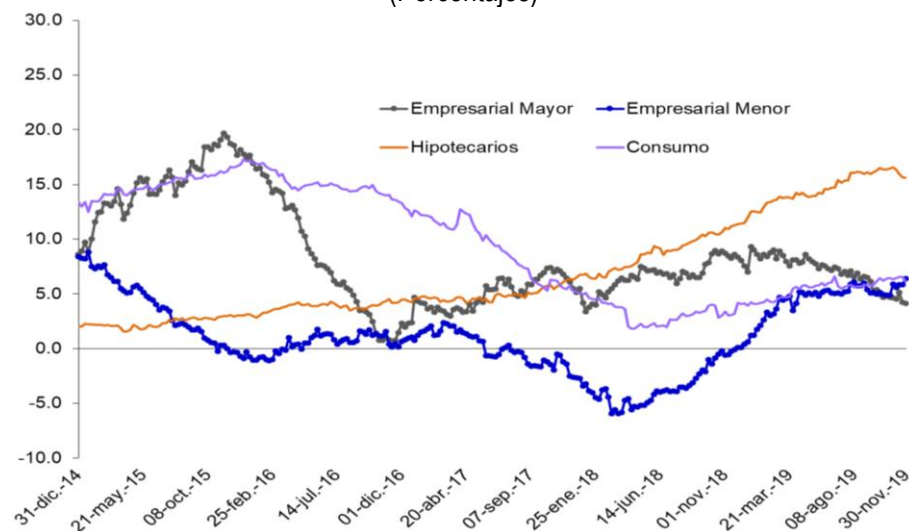
El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un mejor desempeño respecto del año previo (7.8% en promedio en lo que va del presente año), explicado, principalmente, por la recuperación del crédito destinado al consumo y el dinamismo del crédito otorgado al sector empresarial mayor y al sector hipotecario, que en conjunto representan 76.2% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de noviembre, se registraron variaciones positivas en el crédito al sector empresarial mayor por 13.4% (asociado entre otros factores, al desempeño del crédito otorgado a actividades de comercio, construcción e industrias manufactureras, las cuales, a octubre, mostraron crecimientos de 11.7%, 30.2% y 13.6%, respectivamente), al consumo por 6.4%, y al sector hipotecario por 13.6%.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 30 de noviembre, registra una tendencia a la baja, asociada, principalmente, al comportamiento de 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, destaca en lo que va del año, la recuperación del crédito al consumo, una tendencia al alza en el crédito hipotecario y el comportamiento moderado del crédito al sector empresarial (mayor y menor).

**Gráfica 31**

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

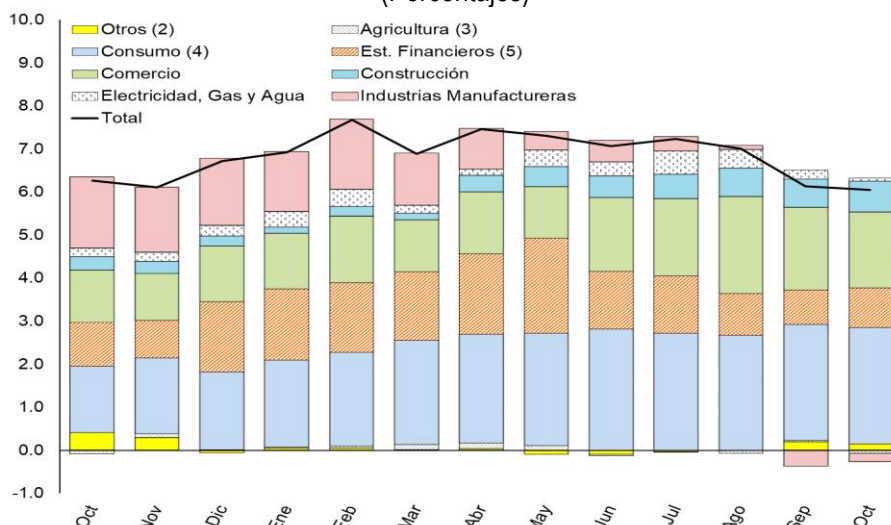


(1) Con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

La cartera crediticia total por actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia: consumo (con una variación interanual de 7.2%), comercio (12.2%), establecimientos financieros (8.4%) y construcción (11.3%).

**Gráfica 32**

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



(1) Con información a octubre de 2019.

(2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.

(3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.

(4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.

(5) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.

Fuente: Banco de Guatemala

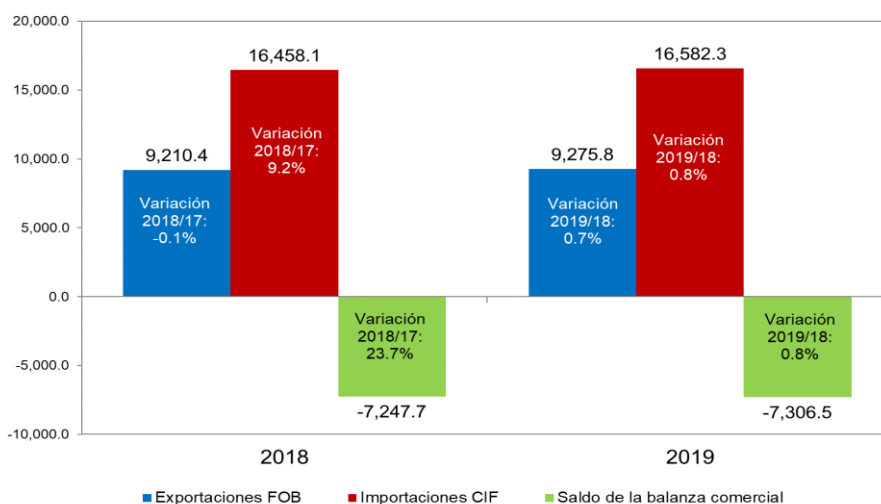
## 5. Otras variables

### a) Sector externo

El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró una variación de 0.7% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a octubre de 2019, respecto de similar periodo de 2018, explicado por el aumento en el precio medio (5.2%), compensado, por la caída en el volumen exportado (4.3%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 0.8%, reflejo del incremento del volumen importado (10.1%) el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio de importación (8.4%).

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$7,306.5 millones, superior en US\$58.8 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$7,247.7 millones).

Gráfica 33

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

(1) Con información a octubre de cada año.  
Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

Los importantes flujos de remesas familiares que ha recibido el país<sup>27</sup>, 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 de 2.9% del PIB a superávits de 0.9% en 2016, de 1.1% en 2017 y de 0.7% en 2018. En 2016 debido, en buena parte, a que la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones; en 2017 el repunte de los precios de las importaciones fue levemente superior al de las exportaciones y en 2018 el repunte del precio de las exportaciones fue similar al de las importaciones.

La variación del valor FOB de las exportaciones en dólares estadounidenses, fue resultado de los aumentos en las exportaciones de cardamomo; energía eléctrica; hierro y acero; azúcar y banano. Por su parte, destacan las caídas en los rubros de grasas y aceites comestibles; artículos de vestuario; frutas frescas, secas o congeladas; y café.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$106.8 millones (35.0%), explicado por el alza en el precio medio por quintal (38.9%), al pasar de US\$524.24 en octubre de 2018 a US\$728.41 en mismo mes de 2019, por su parte el volumen exportado registró una disminución (2.8%). De acuerdo con el Comité de Cardamomo, de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (AGEXPORT), en el comportamiento del precio internacional continúa influyendo la disminución del volumen de producción de India por condiciones climáticas adversas en algunas de las principales zonas productoras.

Por su parte, el valor de las exportaciones de energía eléctrica se incrementó US\$84.7 millones (60.5%), explicado, principalmente, por las inversiones en la red de transmisión de electricidad del país en años anteriores, situación que ha permitido satisfacer el aumento de la demanda proveniente, principalmente, de México y El Salvador (incrementos de US\$50.3 millones y US\$37.8 millones, respectivamente).

<sup>27</sup> Crecimientos superiores a 13.0% entre 2015 y 2018.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$55.3 millones (21.2%), explicado por el incremento del precio medio (32.1%); el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución del volumen (8.2%). Este comportamiento obedece, principalmente, a la moderada recuperación de los precios internacionales de algunos de estos metales y a un cambio en la composición del volumen exportado, en el que se privilegian las exportaciones de ferromniquel cuyo precio medio es mayor que el del resto de exportaciones en este rubro.

El valor exportado de azúcar se incrementó US\$35.9 millones (6.6%), derivado del aumento en el volumen exportado (18.5%), reflejo de condiciones climáticas favorables en la zafra 2019/2018; el cual fue compensado, parcialmente, por una caída del precio medio (10.1%), que pasó de US\$17.47 en octubre de 2018 a US\$15.71 por quintal en octubre de 2019. Según *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del azúcar se debe al aumento en la producción por condiciones climáticas favorables en Brasil y por el apoyo gubernamental (subsidios) en India, lo que ha incrementado el nivel de inventarios a nivel mundial.

El aumento en el valor de las exportaciones de banano de US\$28.9 millones (4.2%), se asocia al incremento en el volumen exportado (3.0%) y al moderado aumento en el precio medio por quintal (1.2%), que pasó de US\$15.35 en octubre de 2018 a US\$15.53 en octubre de 2019. El incremento en el volumen exportado fue factible; por una parte, debido al aumento de las áreas de cultivo en el país y, por la otra, a la restricción de la oferta mundial de la fruta a condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores (especialmente en Ecuador, Costa Rica y Colombia).

El valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles disminuyó US\$72.7 millones (15.7%), explicado por la caída del precio medio (17.3%), el cual fue compensado, parcialmente, por el aumento del volumen exportado (1.9%). Según la Bolsa de Valores de Malasia y *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del aceite de palma se asocia, fundamentalmente, a la moderación en la demanda mundial, al aumento significativo en las reservas mundiales del mismo y al aumento en la producción en Malasia e Indonesia. El aceite de palma tuvo la mayor participación (79.5%) en este rubro. El 71.3% de las exportaciones fueron destinadas a México, España, Países Bajos y El Salvador.

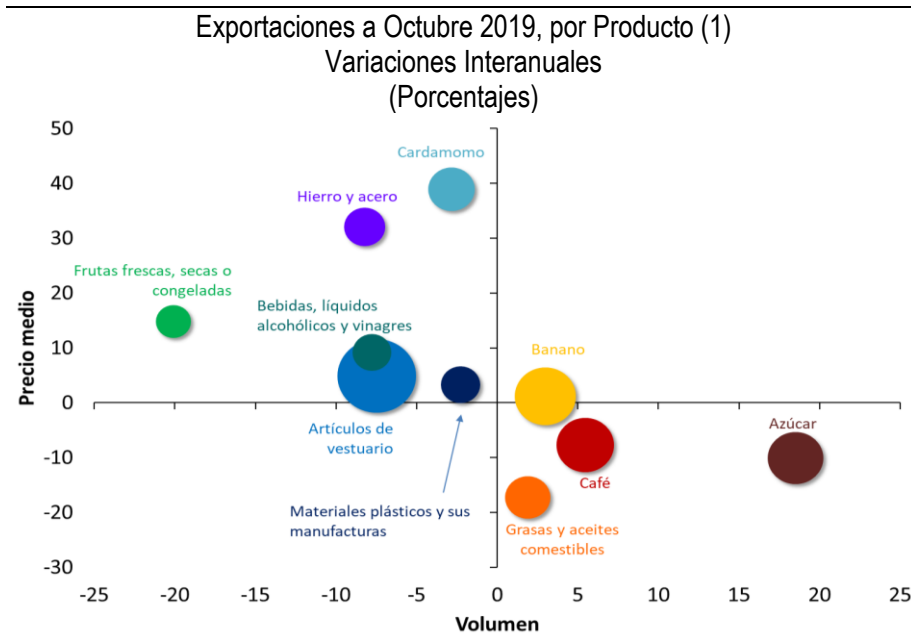
El valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario disminuyó US\$35.9 millones (3.0%), debido a una caída en el volumen exportado (7.5%), contrarrestado, parcialmente, por un aumento del precio medio de exportación (4.9%). La reducción en las exportaciones se asocia, según la AGEXPORT, fundamentalmente, a la moderada demanda de los Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor del 92% de las exportaciones.

Las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas, registraron una disminución de US\$21.0 millones (8.3%), como consecuencia de la caída en el volumen exportado (20.1%), contrarrestado, parcialmente, por un aumento del precio medio (14.8%). En el comportamiento del volumen exportado, destacan las menores ventas de melón y sandía, asociadas a una menor demanda, especialmente, de los Estados Unidos de América.

La disminución en el valor de las exportaciones de café de US\$17.3 millones (2.7%), se asocia a la caída del precio medio (7.7%), que pasó de US\$151.37 a US\$139.70 por quintal entre octubre de 2018 y mismo mes del presente año; dicha disminución fue compensada, parcialmente, por el aumento en el volumen exportado (5.5%). De acuerdo con *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del café se explica, principalmente, por el incremento en la oferta mundial, debido a condiciones climáticas favorables en Brasil y Vietnam.

Por otra parte, tomando en consideración el desempeño de las exportaciones totales a octubre, es importante analizar las circunstancias en las que dicha tendencia se ha ido revirtiendo, incluso previendo finalizar el presente año con un crecimiento superior al de dicho mes. En efecto, una proporción importante de productos de exportación están registrando precios medios superiores a los observados el año anterior (como se puede observar en la gráfica 34); adicionalmente, las perspectivas de crecimiento económico para los principales socios comerciales del país se mantienen positivas para el presente año (alrededor de 1.8%), lo cual se ve reflejado en un incremento en el volumen de algunos productos de exportación. No obstante lo anterior, la incertidumbre del entorno económico internacional, las condiciones climáticas, la influencia de factores extraeconómicos tanto en el entorno externo como en el interno, entre otros, podrían tener un impacto en el desempeño de las exportaciones en lo que resta del presente año.

**Gráfica 34**



(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.

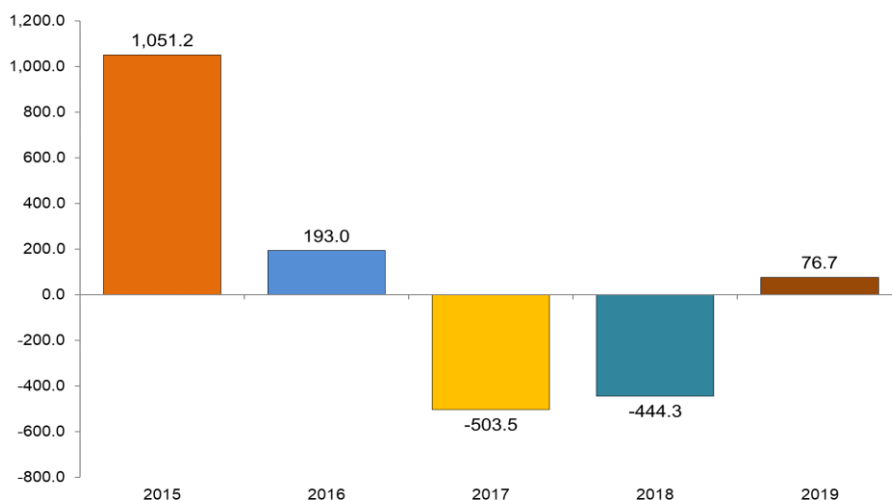
Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de éstas (0.8%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza del volumen (10.1%); por su parte, el precio medio registró una disminución (8.4%). En el comportamiento al alza destacan los rubros de materiales de construcción (8.4%); bienes de capital (4.6%); y bienes de consumo (3.8%). Por su parte, las importaciones de combustibles y lubricantes y las de materias primas y productos intermedios registraron una disminución de 2.7% y 2.2%, respectivamente.

El aumento del precio internacional del crudo desde finales de 2016 ha provocado que el ahorro en la factura petrolera (rubro de combustibles y lubricantes) que se acumuló entre 2015 y 2016, tienda a reducirse (desahorro de US\$503.5 millones en 2017 y de US\$444.3 en 2018). A octubre de 2019, la factura petrolera registró un ahorro de US\$76.7 millones respecto del mismo periodo del año anterior, como consecuencia que el precio medio del presente año del petróleo y sus derivados es inferior al del año previo.



Gráfica 35

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



(1) Con información a octubre de 2019.

Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de noviembre, se situó en US\$9,567.5 millones, superior en US\$1,123.1 millones (13.3%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo. Durante el presente año el flujo de remesas familiares ha continuado mostrando un crecimiento importante, derivado, principalmente, de que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos y de los flujos extraordinarios de divisas que ha propiciado la actual política migratoria del gobierno estadounidense, en donde los migrantes envían una parte de sus ingresos a Guatemala, ante el riesgo de ser deportados.

Al 30 de noviembre de 2019, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$14,604.1 millones, mayor en US\$1,848.5 millones al del 31 de diciembre de 2018, como resultado, principalmente, de las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$1,188.6 millones) y de la colocación de Bonos del Tesoro Nacional en el mercado internacional (US\$1,200.0 millones), lo cual fue contrarrestado, parcialmente, por los pagos netos por deuda externa del sector público, por la amortización neta de los depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América emitidos por el Banco de Guatemala y por la disminución en la posición de encaje en moneda extranjera del sistema financiero. El referido nivel de RIN equivale a 9.4 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

## RECUADRO 6 EFECTOS DE LA DESVIACIÓN DEL COMERCIO A NIVEL MUNDIAL

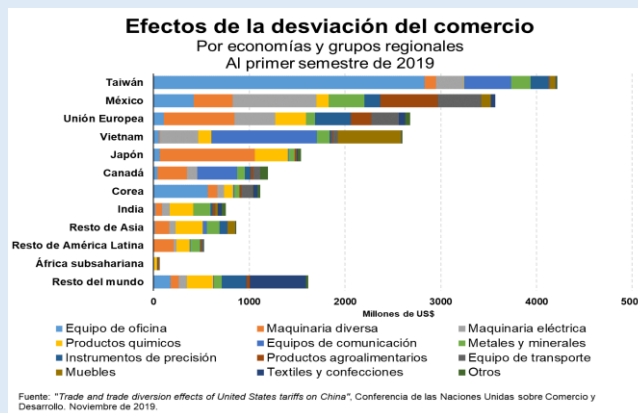
Desde mediados de 2018, los Estados Unidos de América (EE.UU.) y la República Popular China se han visto en una confrontación comercial que ha resultado en la imposición de una serie de medidas arancelarias entre ambos países. De acuerdo con un documento elaborado recientemente por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), dichas medidas han tenido un efecto importante en el comercio mundial. En el documento se analiza el impacto de los aranceles a las importaciones de los EE.UU. provenientes de la República Popular China mediante la evaluación de tres aspectos relevantes: i) la medida en que los aranceles de los EE.UU. han reducido las importaciones procedentes de China; ii) el efecto de los aranceles impuestos por los EE.UU. en los precios de exportación de la República Popular China; y por último, iii) el aumento de las importaciones de los EE.UU. desde otros países como resultado de las medidas arancelarias.

En relación al primer aspecto, la UNCTAD resalta que las medidas arancelarias impuestas por los EE.UU. han resultado en la reducción de más de 25.0% (US\$35.0 millardos) de las importaciones provenientes de la República Popular China durante el primer semestre de 2019, disminución que ha venido en aumento.

En cuanto al segundo aspecto, el documento señala que al evaluar el efecto que han tenido las tarifas arancelarias sobre los precios de exportación chinos y/o los precios de los consumidores estadounidenses, se observó que, en general el costo de los aranceles ha sido transferido a los consumidores estadounidenses; en tanto que los precios de exportación de los productos chinos sujetos a aranceles han disminuido aproximadamente 8% al segundo trimestre de 2019. En ese contexto, la UNCTAD señala que, si bien los exportadores chinos podrían haber comenzado a absorber parte de los costos de los aranceles mediante precios de exportación más bajos, los aranceles impuestos por los Estados Unidos de América sobre la República Popular China han afectado económicamente a ambos países, ya que también se ha observado un incremento de los precios al consumidor estadounidenses.

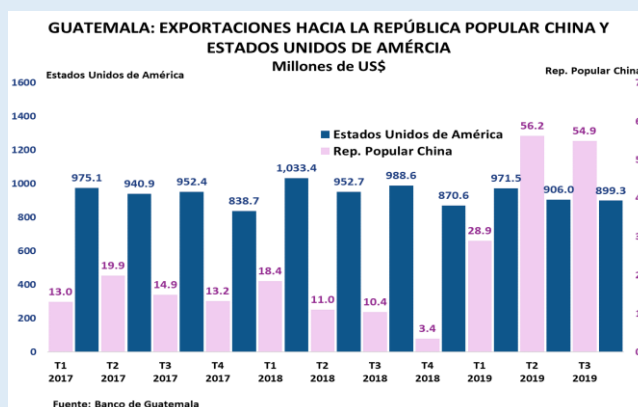
Finalmente, para evaluar los efectos de la reducción de las exportaciones chinas hacia los EE.UU. en la desviación del comercio a nivel mundial, se estimó un modelo de regresión en diferencias, usando como variable independiente el cambio en el valor de las importaciones de los EE.UU. desde la República Popular China y como variable dependiente el cambio en las importaciones de los EE.UU. desde el resto del mundo. El análisis evidencia que los aranceles impuestos por los EE.UU. sobre las importaciones chinas han tenido como resultado efectos de desviación del comercio (aproximadamente US\$21.0 millardos), cada vez más fuertes, en beneficio de la provincia china de Taiwán, México, la Unión Europea y Vietnam, entre otros. Cabe destacar que, la provincia china de Taiwán ha sido el mayor

beneficiario al incrementar sus exportaciones a los EE.UU. en alrededor de US\$4.2 millardos en el primer semestre de 2019.



Fuente: "Trade and trade diversion effects of United States tariffs on China", Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, Noviembre de 2019.

Por otra parte, en un análisis preliminar, con el objetivo de determinar si la desviación del comercio ha tenido algún beneficio para las exportaciones de Guatemala destinadas hacia los Estados Unidos de América y la República Popular China, se analizó la evolución en las cifras de comercio exterior de Guatemala. En ese sentido, se observó que a partir del primer trimestre de 2019 (cerca de seis meses después de iniciada la escalada en la disputa comercial), las exportaciones hacia la República Popular China se incrementaron en US\$100.3 millones (252.3% respecto a similar periodo de 2018), aumento que se ha observado, específicamente, en los productos de las industrias extractivas, destacando, el hierro y el acero. En tanto que, las exportaciones guatemaltecas con destino a los Estados Unidos de América han permanecido en niveles similares a los exportados en años anteriores. Por lo tanto, las desviaciones del comercio derivadas de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China parecieran haber propiciado una mayor apertura de las exportaciones guatemaltecas hacia el mercado chino; sin embargo, podría ser prematuro afirmar que estos efectos son atribuibles únicamente a las referidas tensiones comerciales.



Fuente: Elaboración propia con base en el documento "Trade and trade diversion effects of United States tariffs on China" UNCTAD, Noviembre 2019.

## b) Finanzas públicas

El objetivo de la política fiscal para el presente año, según el presupuesto aprobado, era generar un estímulo fiscal mediante una expansión del gasto público que elevaría el déficit fiscal a 2.4% del PIB<sup>28</sup>. En efecto, el gasto público en el primer cuatrimestre aumentó 20.7% (aumento de 15.8% según lo presupuestado para todo el año), comportamiento usual en un año electoral. No obstante, dicho dinamismo contrastaba con el desempeño de la recaudación tributaria, la cual aumentó durante el primer cuatrimestre 4.1% (8.8% previsto para el final del año). Con base al desempeño de las finanzas públicas durante el primer cuatrimestre, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) emitió el 30 de abril los “Lineamientos para la Eficiencia, Transparencia, Control y Priorización del Gasto Público para el Ejercicio Fiscal 2019”. Con la referida normativa, entre otros, se priorizarían las asignaciones presupuestarias en el pago de recurso humano, servicios básicos e insumos críticos. En el contexto descrito, el MFP previó una moderación del gasto durante el segundo semestre, alcanzando al final del año un incremento de 5.9%, en tanto que los ingresos totales registrarían un alza de 5.6%, situando el déficit fiscal al final del año en 1.9% del PIB, igual al del año anterior, en tanto que la carga tributaria cerraría en 10.6% (10.7% en 2018).

Por otra parte, el presupuesto aprobado para este año incluyó la asignación presupuestaria para restituir únicamente una proporción de las deficiencias netas del Banco de Guatemala correspondientes al ejercicio contable 2017, por Q699.5 millones; en adición, el artículo 55 del Decreto Número 25-2018, facultó al Ministerio, como en años anteriores, poder utilizar dichos recursos para atender los compromisos de los servicios de la deuda pública y financiamiento del presupuesto, si fuera necesario. Sobre el particular, vale señalar que al 30 de noviembre el MFP ya colocó la provisión de bonos del tesoro destinada a tal fin, por lo que nuevamente dichas deficiencias netas no fueron restituidas al Banco de Guatemala.

## i) Ingresos

Al 30 de noviembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.8% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 5.5% que registraron los ingresos tributarios (94.3% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 10.4%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2018.

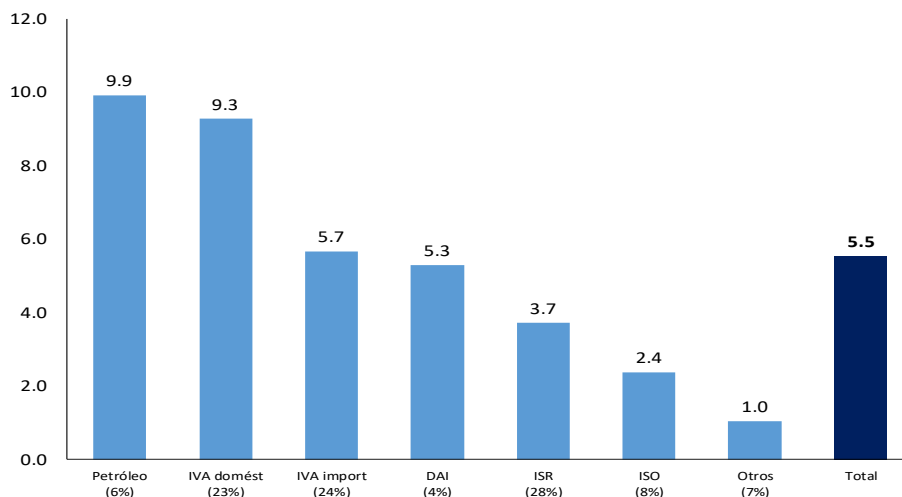
En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos aumentaron 3.4%, afectados por el bajo desempeño tanto del Impuesto Sobre la Renta (ISR) como del Impuesto de Solidaridad (ISO), los cuales aumentaron 3.7% y 2.4%, respectivamente. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 6.7%, destacando el desempeño de los derivados del petróleo, del IVA doméstico y del IVA importaciones los cuales crecieron 9.9%, 9.3% y 5.7%, respectivamente; mientras que, los derechos arancelarios crecieron 5.3%. Cabe destacar que el efecto positivo en la recaudación de los impuestos indirectos está compensando, en buena medida, el bajo desempeño en la recaudación de los impuestos directos (ISR e ISO).

---

<sup>28</sup> Equivalente a 2.6% del PIB año de referencia 2013.

**Gráfica 36**

Recaudación Tributaria a Noviembre (1)  
Principales impuestos  
(Porcentaje)



(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 MFP, al 30 de noviembre de 2019, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q57,588.6 millones, equivalente al 96.9% de la meta para dicho periodo (Q59,437.6 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q1,849.0 millones (3.1%).

## ii) Gastos

Al 30 de noviembre de 2019, el gasto público total aumentó 11.4% respecto al registrado en similar periodo del año anterior, debido a una mayor ejecución presupuestaria desde inicios del año, comportamiento usual en un año electoral. En efecto, como se mencionó, el gasto público durante el primer cuatrimestre aumentó 20.7% (funcionamiento 15.9% y capital 47.8%), mientras que, en el periodo mayo-noviembre se moderó a 7.2% (funcionamiento 6.2% y capital 11.6%), resultado de las mencionadas medidas de contención del gasto, provocado, principalmente, por las previsiones poco optimistas sobre el desempeño de la recaudación tributaria.

En ese contexto, los gastos de funcionamiento aumentaron 9.3% y los de capital 21.0%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, el aumento fue resultado, principalmente, de los mayores gastos en transferencias corrientes al sector privado, remuneraciones e intereses de la deuda pública. Por su parte, el incremento en los gastos de capital fue resultado, entre otros, de mayores gastos en inversión directa y transferencias de capital, en especial, 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 82.7%, menor a la registrada a noviembre de 2018 (83.5%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Servicio de la Deuda Pública (88.4%), las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (85.4%) y el Ministerio de Educación (83.6%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen las Secretarías y Otras Dependencias del Ejecutivo (74.5%) y el Ministerio de Desarrollo Social (69.0%).

### iii) Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de noviembre, resultó en un déficit fiscal de Q9,116.2 millones (1.6% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior de Q5,258.7 millones (1.0% del PIB). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue de Q6,807.6 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q430.9 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q9,267.2 millones (US\$1,200.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q2,890.5 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste ascendió a Q5,235.4 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,976.6 millones, vencimientos por Q4,211.3 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q470.1 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q2,926.8 millones.

Para el ejercicio fiscal 2019 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q18,419.0 millones, de los cuales Q14,207.7 millones corresponden a la nueva emisión y Q4,211.3 millones al *roll-over*. Al 30 de noviembre, se había colocado el 99.0% del monto autorizado, Q9,267.2 millones en el mercado internacional<sup>29</sup> y Q8,976.6 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento en los años 2028, 2031, 2034 y 2039 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.99%, 6.05%, 6.52% y 7.06%, respectivamente. Vale destacar que, a partir de marzo del presente año, por primera vez, se apertura una serie a un plazo de 20 años, siendo recibida por los inversionistas con una alta demanda, reflejando la confianza en los títulos públicos y en la estabilidad macroeconómica del país. Asimismo, se han colocado Q23.8 millones para pequeños inversionistas<sup>30</sup>.

Al 30 de noviembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q87,211.3 millones, mayor en Q4,765.3 millones respecto al 31 de diciembre de 2018 (Q82,446.0 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$9,113.7 millones, mayor en US\$889.1 millones respecto del registrado a finales de 2018 (US\$8,224.6 millones). Según el MFP, la deuda pública total como porcentaje del PIB al final de 2019 se ubicaría en 26.9% (26.3% en 2018).

Por otra parte, es importante destacar que a la fecha se tiene pendiente de restituir al Banco de Guatemala el costo acumulado de la política monetaria, cambiaria y crediticia al 31 de diciembre de 2001, el cual asciende a Q16,834.2 millones; y las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2002, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017, las cuales totalizan Q10,210.6 millones; así como la de 2018 por Q644.4 millones, que fue incluida en el Proyecto Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal de 2020 pero que no fue aprobado por el Congreso de la República. En ese contexto, para evitar que la situación patrimonial del Banco de Guatemala se siga erosionando, se hace necesario que el Estado retribuya esas deficiencias netas al Banco Central, lo que le otorgaría a la política monetaria un mayor margen de maniobra.

<sup>29</sup> Se realizó una colocación en dos tramos; el primero, por un monto de US\$500.0 millones a 11 años plazo con tasa de interés de cupón 4.90% y tasa de rendimiento 5.125%; y el segundo, por un monto de US\$700.0 millones a 31 años plazo con tasa de interés de cupón 6.125% y tasa de rendimiento 6.250%.

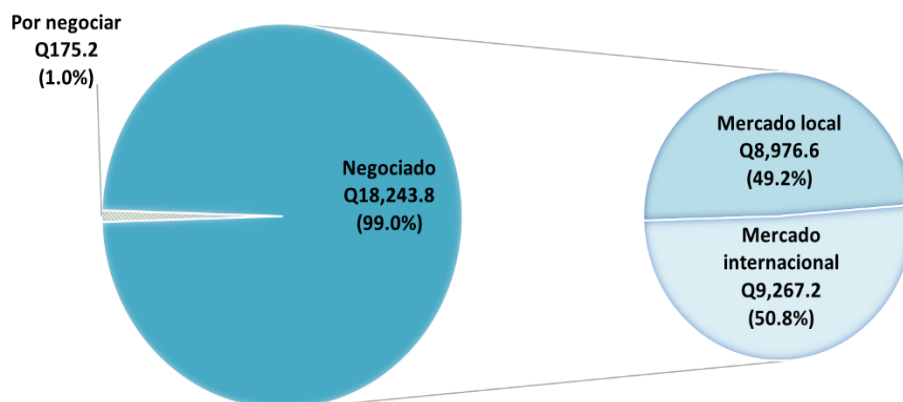
<sup>30</sup> Con fechas de vencimiento 14/04/2020, 01/10/2020, 14/04/2021 y 14/04/2022 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.00%, 6.00%, 6.13%, 6.25%.

**Gráfica 37**

Colocaciones de Bonos del Tesoro 2019 (1)

Año: 2019

(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

## C. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA DURANTE 2019

### 1. Política monetaria

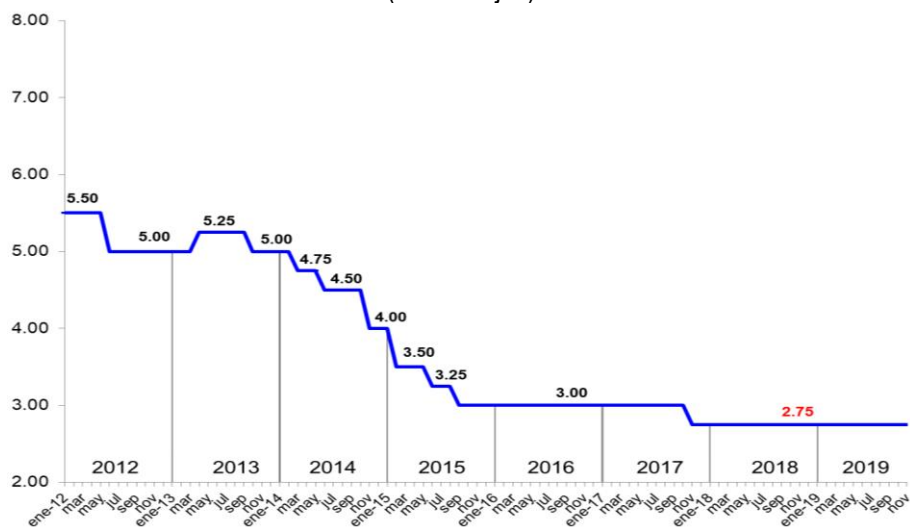
#### a) Tasa de interés líder de política monetaria

La Junta Monetaria, conforme el calendario previsto para 2019, se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la referida tasa en 2.75%, 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, consideró que las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial, aunque se han moderado, son positivas tanto para 2019 como para 2020, en un contexto donde siguen privando riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que el precio internacional del petróleo permanece en niveles superiores a los registrados a finales del año anterior y que los pronósticos muestran una tendencia al alza para 2020. En el ámbito interno, manifestó que algunos indicadores de corto plazo de la actividad económica como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), las remesas familiares y la ejecución del gasto público muestran un dinamismo congruente con el crecimiento económico anual previsto para el presente año (entre 3.0% y 3.8%). Además, enfatizó que los pronósticos de inflación para 2019 y 2020 se ubican dentro del margen de tolerancia de la meta establecida por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) y las expectativas para ambos años permanecen ancladas.

**Gráfica 38**

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



(1) Con información a noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## b) Tasas de interés en el mercado

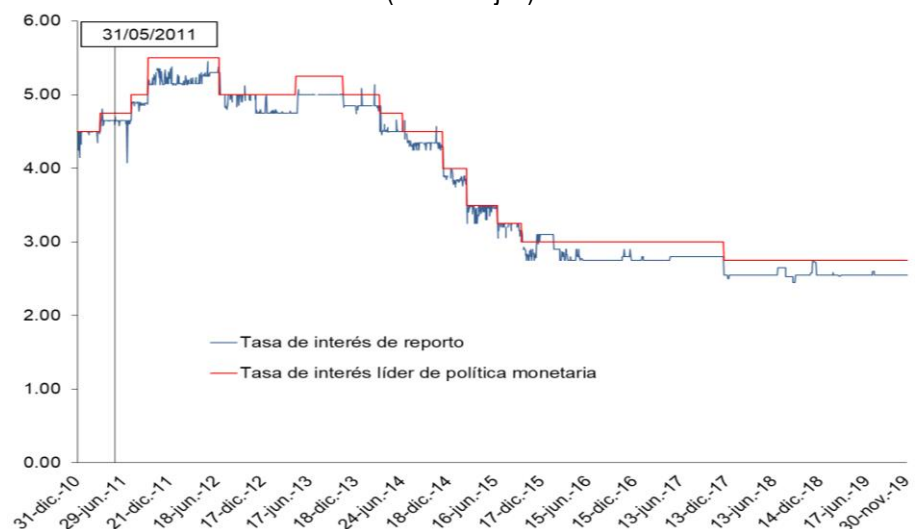
### i) De corto plazo

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



Gráfica 39

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



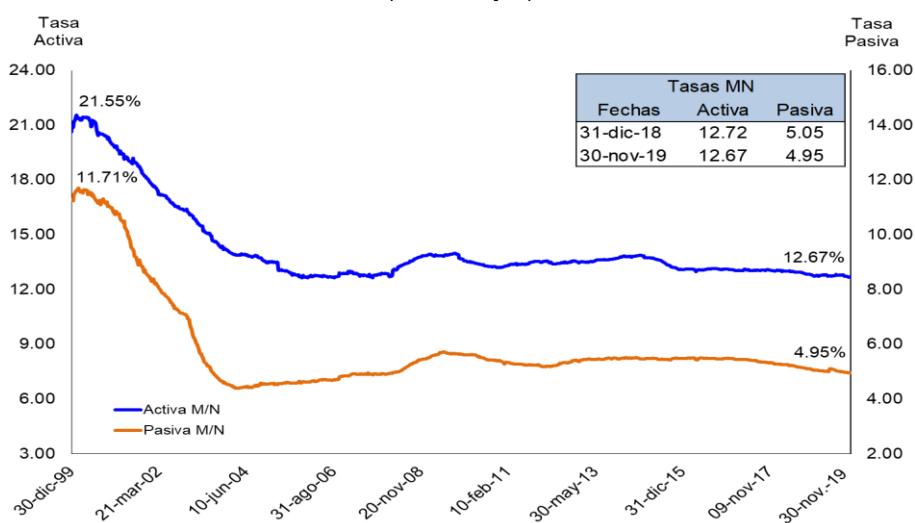
(1) Con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

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 se ha mantenido sin cambios relevantes en los últimos años, ubicándose, en alrededor de 13%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

Gráfica 40

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



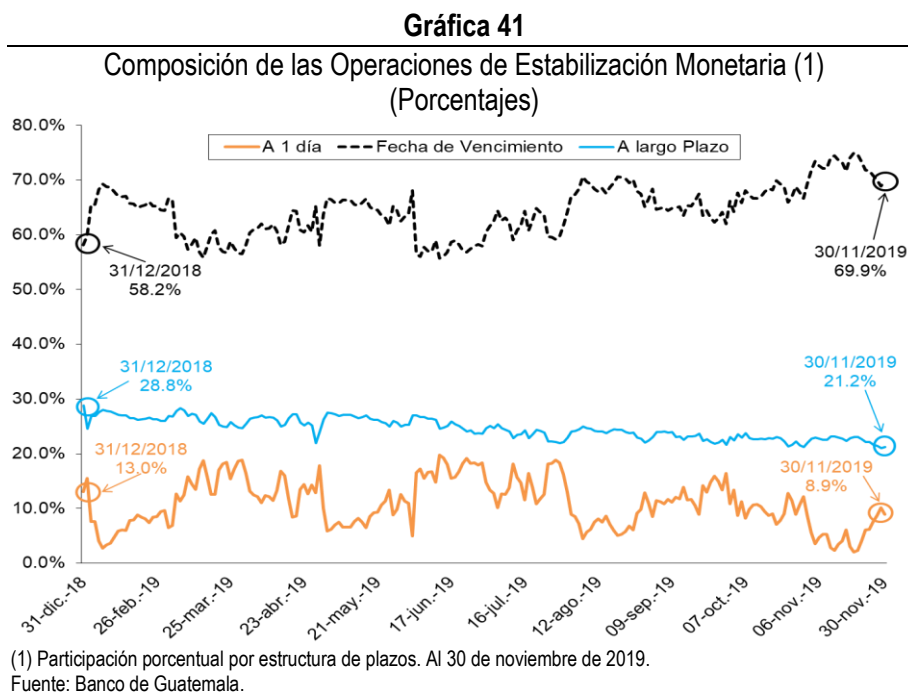
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.



La referida tasa de interés disminuyó cinco puntos básicos, al pasar de 12.72% en diciembre de 2018 a 12.67% al 30 de noviembre de 2019 (gráfica 40). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, ésta se situó en 4.95% (gráfica 40), menor en diez puntos básicos al valor observado a diciembre de 2018 (5.05%).

### 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. A lo largo del año se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, al aumento en las reservas monetarias internacionales y a la reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 30 de noviembre, las referidas operaciones crecieron Q11,956.4 millones, de los cuales el 62.7% corresponde al sector privado y el restante 37.3% corresponde al sector público. Cabe indicar que al finalizar 2018, el 13.0% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de noviembre de 2019 la referida proporción disminuyó a 8.9%. Por su parte, la proporción de OEM colocada con fechas de vencimiento, pasó de 58.2% en diciembre de 2018 a 69.9% a noviembre de 2019, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 7.6 puntos porcentuales (de 28.8% en 2018 a 21.2% en 2019). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.2% del PIB, inferior al del año previo (0.3%).



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

Las proyecciones y expectativas de inflación, como se mencionó, sugieren que el ritmo inflacionario permanecería alrededor del valor central de la meta determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) en el horizonte de política monetaria relevante, lo que ha sustentado las decisiones recientes sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. No obstante, debe considerarse también la incertidumbre inherente a todo proceso de pronóstico, además de algunos riesgos para la trayectoria de la inflación que podrían incidir en las proyecciones y



expectativas de la misma y que, en consecuencia, podrían tener implicaciones para las decisiones de política monetaria, en congruencia con el compromiso por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central con su mandato fundamental 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 crecimiento económico mundial, aunque están sujetas a importantes riesgos a la baja, continúan siendo positivas, lo que podría resultar en un impulso externo mayor al previsto y favorecería la evolución de las exportaciones del país; (ii) los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación en Guatemala están influenciados por choques externos (condiciones de orden político y geopolítico, condiciones climáticas, etc.), en particular, el precio internacional del petróleo, está sujeto a considerables riesgos asociados a acontecimientos del entorno internacional que generan una alta volatilidad en su comportamiento, los cuales al materializarse tienen un impacto sobre los precios internos de los energéticos y otros bienes y servicios internos, por el incremento de los costos de producción intrínsecamente relacionados; y (iii) la incidencia de los componentes más volátiles de la canasta del IPC, entre ellos los alimentos, continúa estando expuesto a choques de oferta que podrían afectar la trayectoria de los precios de algunos productos agrícolas propiciando presiones al alza, lo cual, eventualmente, podría ubicar las expectativas de inflación de los agentes económicos fuera del rango de la meta de inflación.

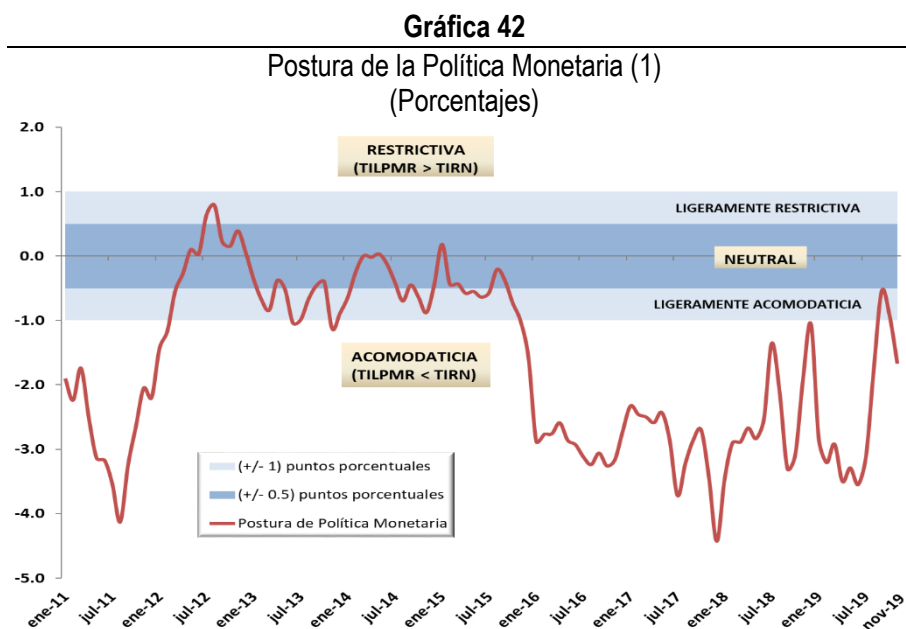
Por otra parte, los principales riesgos a la baja son: (i) en el escenario externo, la incertidumbre global ha aumentado y el crecimiento económico se ha debilitado por las crecientes barreras comerciales, la agudización de las tensiones geopolíticas y el deterioro de la actividad manufacturera y el comercio mundial. Todo lo anterior podría moderar las presiones sobre los precios internacionales de las materias primas, incluyendo aquellas que inciden en la inflación en Guatemala; (ii) la persistente incertidumbre en torno a las tensiones comerciales a nivel global, principalmente entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, han producido efectos negativos, agudizando la incertidumbre que rodea al crecimiento de la actividad económica a nivel mundial, lo que haría prever que el impulso externo en lo que resta del año y buena parte del 2020 podría ser inferior al esperado; y (iii) factores extraeconómicos, asociado a la incertidumbre jurídica interna, en particular a ciertas resoluciones emitidas por la Corte de Constitucionalidad que han afectado a algunos sectores económicos, en particular los elevados niveles de conflictividad, los limitados espacios de diálogo, las demandas en contra del Estado de Guatemala por la vía de arbitrajes internacionales, el inicio de un nuevo Gobierno de la República y una nueva conformación del Congreso, siguen siendo una fuente de incertidumbre que, en su conjunto, podrían obstaculizar el desempeño de la inversión, el consumo y la confianza de los agentes económicos, ralentizando la demanda agregada y la fase de expansión de la actividad económica.

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 tasa de interés líder de política monetaria (TILPM), considerando la evolución futura de la actividad económica y de la inflación. De ahí la importancia de contar con indicadores que señalen 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, ello en la medida en que los efectos de la política fiscal se mantuvieron contractivos durante los últimos años; no obstante, tal postura de política monetaria se podría mantener siempre y cuando no haya presiones sobre la inflación que amenacen 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 deflacionarias<sup>31</sup>. 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 (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 2019, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.



(1) Con información a noviembre de 2019.

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 nominal y de la TILPMR. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política

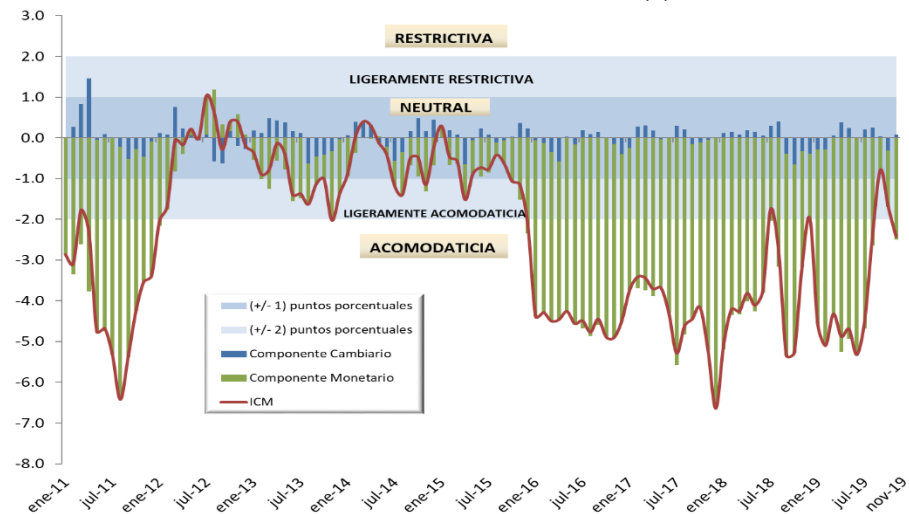
<sup>31</sup> De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del FMI, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.



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 2019, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 43

Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a noviembre de 2019.

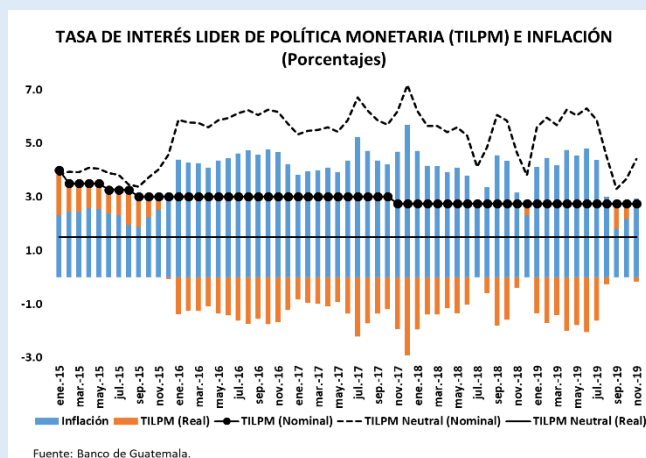
Nota: La estimación tiene dos umbrales, el primero, de +/- 1.0 y, el segundo, de +/- 2.0, por lo que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de una política monetaria neutral. Cuando el indicador se encuentre entre el segundo y el primer umbral, sería indicativo de una política monetaria ligeramente 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.

## RECUADRO 7 ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

El Banco de Guatemala, dentro del marco del esquema de metas explícitas de inflación, utiliza la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (TILPM) como herramienta para señalar a los agentes económicos su postura frente a la coyuntura económica y las perspectivas de inflación. De esa cuenta, la Junta Monetaria modifica el nivel de la TILPM, considerando, por una parte, el impacto de la evolución de las condiciones económicas generales en la inflación futura y, por la otra, la evaluación que realiza sobre el impacto de los movimientos de tasas de interés sobre el nivel de la actividad económica y de la inflación.

Por otra parte, desde el punto de vista conceptual, derivado que las tasas de interés reales son determinadas por los fundamentos de la economía en el largo plazo, las decisiones de política monetaria solo pueden afectarlas en el corto plazo; por tanto, la TILPM en términos reales estaría vinculada con el nivel de equilibrio de las tasas reales de la economía. De este modo, surge el concepto de Tasa de Interés Real Neutral (TIRN)<sup>1</sup> que, en términos generales, se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias, ni deflacionarias.



Al respecto, cabe destacar que el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, en términos reales, ha sido negativo desde diciembre de 2015 y, en la actualidad, permanece en un nivel históricamente bajo. No obstante, la inflación ha permanecido, en términos generales, dentro del margen de tolerancia que la Junta Monetaria estableció para la meta de inflación. En este contexto, los indicadores de postura de la política monetaria sugieren que, si bien, desde entonces, esta postura ha sido acomodaticia, la misma es consistente con la evolución de los principales indicadores macroeconómicos del país.

Cabe destacar que en el contexto económico internacional actual, dada la desaceleración de la actividad económica a nivel mundial y ante la ausencia de presiones inflacionarias relevantes, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han asumido una postura más acomodaticia en su política monetaria,

con el objetivo de mitigar los riesgos para el crecimiento de la actividad económica y garantizar que la inflación y las expectativas de inflación se sitúen en torno a su respectiva meta. Asimismo, en las economías emergentes y en desarrollo, la reciente desaceleración de la inflación ha permitido que los bancos centrales también enfrenten la moderación de la actividad económica con estímulos monetarios adicionales. Por tanto, se anticipa que estas medidas contribuirían a estabilizar el crecimiento y sustentarían la recuperación de la actividad económica el próximo año.

En el caso de Guatemala, la decisión de mantener una postura de política monetaria acomodaticia en los últimos años ha contribuido a mantener ancladas las expectativas de inflación y a fortalecer el crecimiento de la demanda interna. En ese sentido, se considera que dicha postura ha sido adecuada y, en línea con lo señalado por una misión del personal técnico del Fondo Monetario Internacional (FMI) en la visita en el contexto de la Consulta del Artículo IV, la cual se llevó a cabo en abril del presente año, y que confirmó en octubre durante su visita más reciente, podría prolongarse, dependiendo de la identificación de presiones inflacionarias, tanto al alza como a la baja, que puedan desviar la inflación prevista y las expectativas de dicho objetivo.

Cabe recordar el compromiso del Banco Central de continuar dando seguimiento cercano al comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, en particular los pronósticos y expectativas de inflación, y a los principales indicadores económicos tanto internos como externos, a fin de tomar las acciones oportunas que permitan mantener una inflación baja y estable y evitar un desanclaje de las expectativas de inflación, fortaleciendo así la credibilidad en las decisiones de la autoridad monetaria.

<sup>1</sup> 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 ubica alrededor de 1.5%.



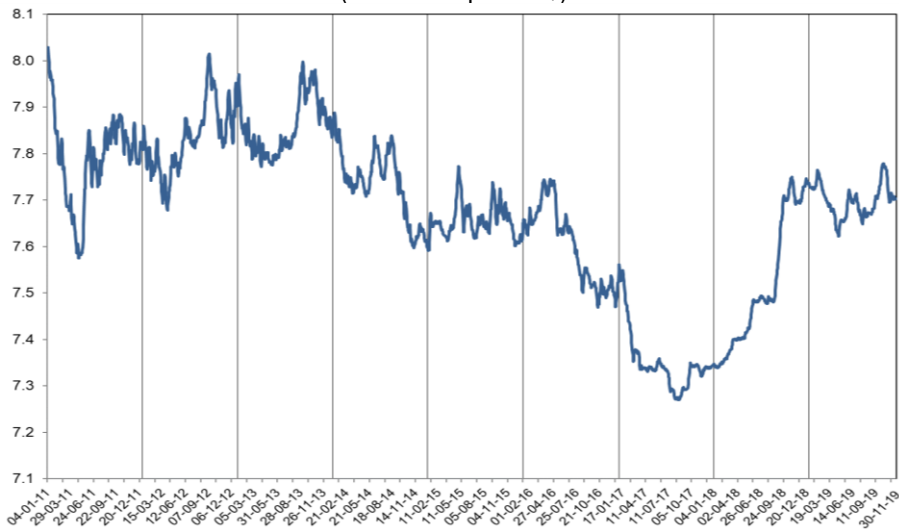
### 3. Política cambiaria

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

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

**Gráfica 44**

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

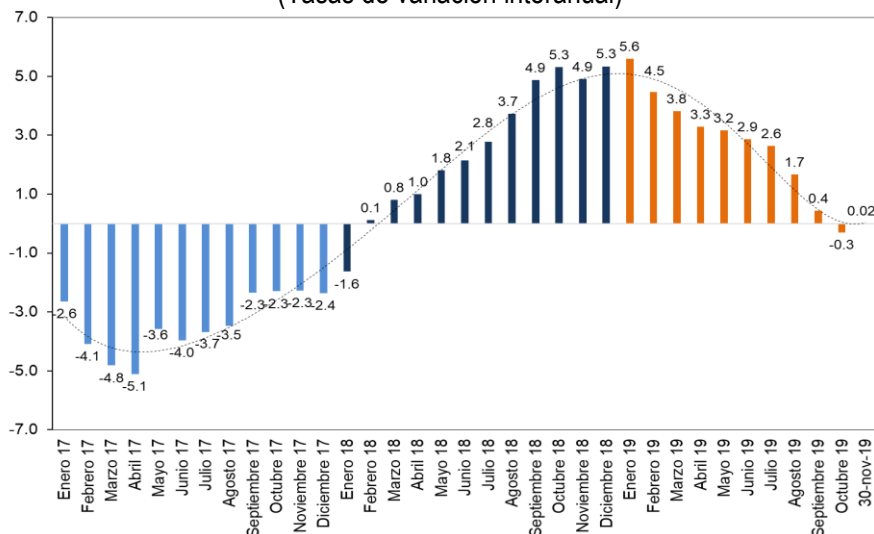


(1) Al 30 de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Cabe indicar que la apreciación interanual del tipo de cambio nominal en 2017, alcanzó un máximo de 5.3% el 17 de abril de ese año y se revirtió gradualmente hasta alcanzar una apreciación de 2.4% al finalizar 2017, la cual, al 31 de diciembre de 2018, se tornó en una depreciación interanual de 5.3%, que a lo largo de 2019 se ha venido moderando acorde a los fundamentales del tipo de cambio, registrando al 30 de noviembre de 2019 una depreciación interanual acumulada de 0.02%, como se muestra en la gráfica siguiente.

**Gráfica 45**

Tipo de Cambio Nominal  
Años 2017- 2019 (1)  
(Tasas de variación interanual)



(1) Al 30 de noviembre.

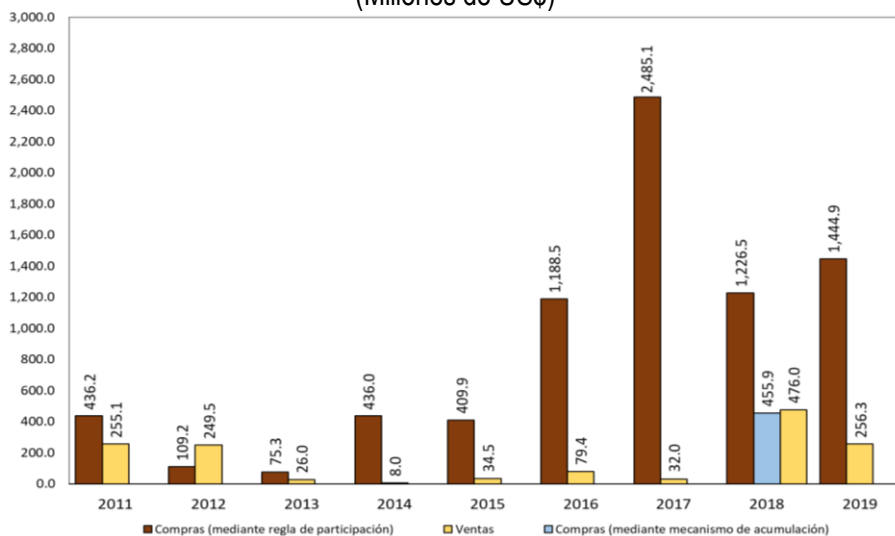
Fuente: Banco de Guatemala.

El Banco de Guatemala, conforme a la política cambiaria vigente, utilizó la regla de participación en el mercado institucional de divisas, la cual es transparente, simétrica y ampliamente conocida por todos los participantes en dicho mercado, cuyo objetivo primordial es el de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En el contexto descrito, la modificación observada en el comportamiento de los fundamentos del tipo de cambio nominal, antes citado, provocó que la participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas (MID) fuera gradualmente menor para la compra de divisas y que las ventas de divisas empezaran a ser más relevantes en los últimos dos años. En efecto, al 30 de noviembre de 2019, el Banco de Guatemala ha comprado US\$1,444.9 millones y efectuado ventas por US\$256.3 millones. En ese sentido, la participación neta (compras menos ventas) del Banco Central en lo que va del presente año se sitúa en US\$1,188.6 millones, equivalente a 2.61% del total negociado en el MID. Cabe indicar que en 2018 se efectuaron compras netas por US\$1,206.4 millones, equivalente a 2.53% del total negociado.



**Gráfica 46**

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



(1) Con información a diciembre de cada año. Para el caso de 2019, al 30 de noviembre.

(2) En 2018 se incluyen compras por US\$1,226.5 millones por la activación de la regla de participación y US\$455.9 por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales. Las ventas por activación de la regla de participación fueron de US\$476.0 millones.

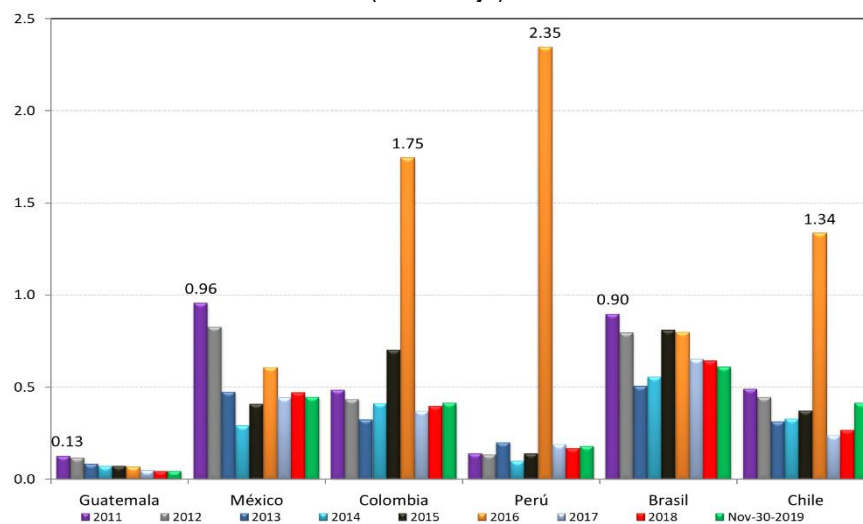
Fuente: Banco de Guatemala.

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. En efecto, al realizar una comparación de la volatilidad del tipo de cambio con el de otras economías de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, se puede observar que en Guatemala la volatilidad de la referida variable es considerablemente más reducida, como se ilustra en la gráfica siguiente.



**Gráfica 47**

América Latina: Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal (1)  
Años 2011- 2019 (2)  
(Porcentaje)



(1) Se refiere a la desviación estándar del tipo de cambio nominal.

(2) Al 30 de noviembre de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala.

## RECUADRO 8 GUATEMALA: PRONUNCIAMIENTOS DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Durante 2019, las empresas calificadoras de riesgo *Fitch Ratings*, *Standard & Poor's Global Ratings* y *Moody's Investors Service*, mantuvieron sus respectivas calificaciones de riesgo a la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera de Guatemala.

En el proceso de evaluación, las calificadoras tomaron en consideración diversos aspectos, entre ellos, el desempeño macroeconómico, la fortaleza institucional, la situación de las finanzas públicas y la credibilidad de la política monetaria, con base en diferentes factores cuantitativos y cualitativos. Los factores cuantitativos evaluados corresponden a variables macroeconómicas como el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), la inflación, el déficit fiscal, la sostenibilidad de la deuda externa, entre otras. Por su parte, los factores cualitativos están relacionados a la percepción del entorno político y social; por ejemplo, el respeto al marco jurídico y el consenso político.

bajos déficits fiscales, la baja deuda pública respecto del PIB y la sólida posición del sector externo. Por otro lado, señalaron algunas debilidades relacionadas con la frágil base impositiva que limita la flexibilidad de la política fiscal y la tolerancia a la deuda pública, así como una posición menos favorable en los indicadores de gobernanza, inversión y desarrollo humano; asimismo, señalan que la nueva administración de gobierno enfrentará retos políticos relevantes que podrían limitar su capacidad para llevar a cabo reformas importantes, así como el grado de eficiencia de las políticas públicas que pretenda implementar.

A pesar de que las tres agencias mantuvieron dicha calificación, en su evaluación más reciente, *Fitch Ratings* modificó la perspectiva de estable a negativa, sustentado en los mayores niveles de incertidumbre, las tensiones políticas, el estancamiento político y una continua erosión de la carga tributaria; sin embargo, señaló que la perspectiva podría mejorar a estable si se registraran mejoras sostenidas en la recaudación tributaria, la inversión, el crecimiento económico y en los indicadores de gobernabilidad y de desarrollo humano. Por su parte, *Standard & Poor's Global Ratings* y *Moody's Investors Service* mantuvieron la perspectiva estable, lo cual atribuyeron, fundamentalmente, a las expectativas positivas sobre la evolución de la actividad económica en el mediano plazo, la posibilidad de que la nueva administración gubernamental mantenga la continuidad de las políticas económicas relevantes, políticas fiscales y monetarias prudentes, entre otros.

Finalmente, en opinión de las empresas calificadoras de riesgo, la situación política e institucional interna de Guatemala en un año electoral, no ha deteriorado el desempeño macroeconómico del país, por lo que en la medida en que la incertidumbre posterior a las elecciones generales vaya menguando y se mantenga la disciplina de las políticas macroeconómicas, no se observaría un deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del país; no obstante lo anterior, resulta conveniente fortalecer el trabajo de la "Mesa Interinstitucional para el Análisis de la Calificación del País", creada mediante Acuerdo Gubernativo 550-2007, a efecto de procurar que Guatemala obtenga el "grado de inversión", lo cual permitiría al Estado y al sector privado negociar el financiamiento en condiciones más favorables; es decir, a un menor costo financiero que mejoraría la capacidad para financiar proyectos productivos.

<sup>1</sup> En la escala usada por estas entidades, la calificación de largo plazo más alta es AAA, la cual es asignada a emisores con una muy fuerte capacidad y voluntad de pago. La calificación más baja es D, que corresponde a emisores que han incumplido sus pagos.

Fuente: Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala con base en los comunicados de las agencias calificadoras de riesgo.

Calificación de riesgo soberano de Guatemala Año 2019			
Categoría	MOODY'S INVESTORS SERVICE	Fitch Ratings	S&P Global Ratings
Calificación de largo plazo en moneda extranjera	Ba1	BB	BB-
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable

Fuente: Fitch, S&P y Moody's.

La calificación a la deuda soberana asignada a Guatemala por las tres agencias se ubica dentro del rango de grado especulativo, es decir, emisores soberanos que cuentan con una calificación BB+ o inferior<sup>1</sup>. La distinción del "grado especulativo", en general, se refiere a los instrumentos de deuda en los que el emisor tiene la capacidad de repagar, pero enfrenta cierto grado de incertidumbre que podría afectar su riesgo crediticio. No obstante, en el caso de Guatemala, dada la fortaleza macroeconómica con la que cuenta, ha logrado realizar colocaciones de Eurobonos en condiciones mucho más favorables a las que han obtenido otros países de la región que se ubican en el mismo rango de calificación.

En efecto, las agencias calificadoras de riesgo han destacado que algunas de las fortalezas para el perfil crediticio de Guatemala incluyen: el largo historial de estabilidad macroeconómica, una política monetaria sólida que ha logrado mantener la inflación bajo control, una política fiscal prudente que se ha reflejado en

## IV. ESTIMACIONES DE CIERRE 2019 Y PERSPECTIVAS PARA 2020

### A. DEL ENTORNO EXTERNO

#### 1. Crecimiento económico

En el documento sobre perspectivas de la economía mundial, publicado en octubre del presente año, el FMI estimó que el crecimiento económico mundial se moderaría a 3.0% en 2019, que sería el nivel más bajo desde la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, debido, principalmente, a los efectos de la guerra comercial entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, que ha afectado el comercio mundial y la producción industrial; la incertidumbre generada por la falta de un acuerdo respecto al *Brexit*; la moderación de las perspectivas de crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo; y las crecientes tensiones geopolíticas, particularmente en el Medio Oriente. No obstante, se prevé una recuperación para 2020, al estimarse un crecimiento económico de 3.4%, con fundamento en que se prevé un mejor desempeño económico en algunas de las principales economías de mercados emergentes y en desarrollo. En cuanto a los riesgos para las perspectivas económicas, el FMI estima que éstos se mantienen sesgados a la baja y se han intensificado durante el año, como consecuencia, entre otros factores, de la persistencia de las tensiones comerciales a nivel mundial, la posibilidad de la materialización de un *Brexit* sin acuerdo, la acumulación de vulnerabilidades financieras, la intensificación de las tensiones geopolíticas e incertidumbre política interna en algunos países y los efectos del cambio climático.

En lo que respecta a las economías avanzadas, éstas crecerían 1.7% tanto en 2019 como en 2020 (2.3% en 2018), resultado en el que influyen, principalmente, la desaceleración de la producción industrial provocada por una demanda externa moderada, las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre sobre la confianza y la inversión; sin embargo, el crecimiento económico se encuentra respaldado, en buena medida, por la implementación de medidas de política monetaria acomodaticia. En los Estados Unidos de América, la economía continuó mostrando un crecimiento sólido durante el presente año, asociado a niveles de desempleo relativamente bajos y al crecimiento del consumo, aunque la inversión se mantuvo moderada y el estímulo fiscal empezó a perder impulso, por lo que se prevé que el crecimiento se desaceleraría a 2.3% en 2019 (2.9% en 2018) y a 1.9% en 2020, a pesar de condiciones financieras más favorables, por el cambio hacia una postura de política monetaria más acomodaticia.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 1.2% en 2019 y en 2020 (1.9% en 2018), desaceleración atribuida, fundamentalmente, a la reducción de la inversión y del comercio mundial, que afectaron el crecimiento de la producción industrial; así como, a la incertidumbre en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea; no obstante, se espera que el crecimiento continúe siendo impulsado por una política monetaria acomodaticia y la orientación moderadamente expansiva de la política fiscal en algunas economías de la región. En el Reino Unido, la actividad económica crecería 1.3% tanto en 2019 como en 2020 (1.4% en 2018), debido, principalmente, a la incertidumbre con relación al *Brexit*, que ha afectado la inversión empresarial; sin embargo, dicha economía se vio favorecida por la solidez del consumo privado y del incremento del gasto público. En Japón, la economía crecería en 1.0% en 2019 (0.8% en 2018), respaldado por el consumo privado y el gasto público, que compensarían la moderación en la demanda externa. Para 2020, se prevé que el crecimiento económico se desacelere a 0.4%, debido a la disminución prevista del consumo privado por el aumento de la tasa del impuesto al



consumo implementada en octubre del presente año; sin embargo, se espera que la implementación de algunas medidas fiscales temporales amortigüen parcialmente dicha disminución.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registrarían una desaceleración en su ritmo de crecimiento, al ubicarse en 3.9% en 2019 (4.5% en 2018), asociado, en parte, a un entorno internacional menos favorable, por la prolongación de las tensiones comerciales; la desaceleración del volumen del comercio mundial; la disminución en los precios de las materias primas; el incremento de las tensiones geopolíticas; y los eventos políticos a lo interno de varios países. No obstante, se espera un importante repunte para 2020 (4.6%), debido a un mejor desempeño esperado en algunas de las principales economías de este grupo de países, destacando India, Brasil, México, Rusia y Sudáfrica. En la República Popular China, el crecimiento económico sería de 6.1% en 2019 y 5.9% en 2020 (6.6% en 2018), desaceleración asociada al impacto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas por los Estados Unidos de América hacia dicho país y por la reducción del volumen del comercio mundial; aunque se espera que el desempeño económico sea impulsado por el dinamismo del gasto de los hogares, las condiciones monetarias más flexibles y el mantenimiento del estímulo fiscal.

En América Latina, se prevé una marcada desaceleración del crecimiento económico, ubicándose en 0.2% en 2019 (1.0% en 2018), reflejo, principalmente, de la disminución de sus exportaciones y de los precios de algunas materias primas, así como de la incertidumbre política en algunas de sus economías; mientras que para 2020, se prevé una recuperación de la actividad económica (1.8%), aunque a un ritmo moderado, impulsado, principalmente, por el consumo y la inversión privada, una coyuntura mundial más favorable y una reducción de la inestabilidad social y política. En Brasil, el PIB crecería 0.9% en 2019 (1.1% en 2018), asociado a los efectos negativos de la inestabilidad política a principios del año, una demanda agregada moderada y una demanda externa que se vio afectada por las tensiones comerciales a nivel mundial; en tanto que, el incremento en la confianza empresarial derivada de la agenda de reformas estructurales impulsadas en el presente año y las condiciones de financiamiento más favorables implicarían que registre un mejor desempeño de la actividad económica en 2020 (2.0%). Por su parte, se prevé una importante desaceleración de la actividad económica de México en donde ésta crecería a una tasa de 0.4% en 2019 (2.1% en 2018), derivado, fundamentalmente, de la debilidad de la inversión y del menor consumo privado, reflejo, en parte, de la incertidumbre sobre el rumbo de las políticas públicas; mientras que para 2020 se espera que la economía se recupere moderadamente (1.3%), como consecuencia del desvanecimiento de la incertidumbre política, de una política monetaria más acomodaticia y de un entorno externo más favorable. En Chile y en Perú, se prevé un menor crecimiento económico en 2019, registrando tasas de 2.5% y 2.6%, respectivamente (4.0% en 2018, en ambos países) y aunque los dos países enfrentaron episodios de inestabilidad política, la desaceleración podría ser mayor en Chile dada la magnitud de dichos episodios. Por su parte, en Colombia, se estima un mayor dinamismo de la actividad económica tanto en 2019 como en 2020, con crecimientos de 3.4% y 3.6%, respectivamente (2.6% en 2018), apoyados por la postura acomodaticia de la política monetaria y el efecto expansivo de la política fiscal. En Centroamérica, Guatemala se consolida como el país de mayor crecimiento económico en la región y el cuarto a nivel latinoamericano. El crecimiento económico sería de 2.2% en 2019, levemente por debajo de lo observado en 2018 (2.3%), asociado, principalmente, a la marcada contracción en la economía de Nicaragua, propiciada por la continuidad de la crisis política, así como por la desaceleración del crecimiento de Costa Rica, debido a la reducción de la confianza de las empresas y de los consumidores después de la reforma fiscal de diciembre de 2018, además de los choques internos que afectaron la producción del sector agrícola; en tanto que para 2020, se prevé un mayor crecimiento de la actividad económica de la región (2.7%), sustentado en las perspectivas de una mejora de la demanda interna, dado que la mayoría de países de la región continuarían beneficiándose del flujo de remesas familiares, así como por la previsión de una menor contracción en Nicaragua.

## 2. Inflación internacional

La inflación internacional durante 2019, mostró presiones al alza en los primeros meses del año, que luego tendieron a moderarse a partir de junio, como resultado, principalmente, del comportamiento de los precios de los energéticos y de la moderación del crecimiento de la actividad económica. En las economías avanzadas, la inflación en octubre se ubicó en niveles inferiores a los del año previo y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales; en tanto que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la misma permaneció en torno a las metas de sus respectivos bancos centrales.

De acuerdo con las previsiones del FMI, la inflación mundial se situaría en 3.5% al finalizar 2019 y 3.4% en 2020. En las economías avanzadas la inflación se ubicaría en 1.7% tanto en 2019 como en 2020; mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo la misma registraría niveles de 4.7% en 2019 y de 4.6% en 2020.

En los Estados Unidos de América, en un entorno de política monetaria más acomodaticia, solidez en el mercado laboral y crecimiento favorable de la actividad económica, se prevé que la inflación se sitúe en 2.2% en 2019, levemente por arriba del objetivo de la Reserva Federal (2.0%); en tanto que para 2020, la inflación se ubicaría en 2.4%. La Reserva Federal ha indicado que continuaría actuando oportunamente, de manera que se mantenga la fortaleza del mercado laboral y que la inflación permanezca en torno a su objetivo, por lo que el momento y la magnitud de los ajustes adicionales al rango de la tasa de interés, dependerán de las condiciones económicas tanto observadas como esperadas.

En la Zona del Euro, se prevé que las presiones inflacionarias se mantengan contenidas en los próximos dos años, al ubicarse en 1.3% tanto en 2019 como en 2020 (1.5% en 2018), por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (2.0%), asociado, fundamentalmente, al comportamiento moderado de la actividad económica. En ese sentido, la política monetaria podría seguir manteniendo una postura altamente acomodaticia por un periodo prolongado, hasta que la inflación converja a su meta.

En el Reino Unido, las presiones inflacionarias en el corto plazo han disminuido, por lo que la inflación se ubicaría en 1.6% en 2019 (2.3% en 2018), por debajo de la meta establecida por el Banco de Inglaterra (2.0%); sin embargo, a medida que se registre una mejora de la demanda agregada, se espera que aumenten las presiones inflacionarias, por lo que se prevé que la inflación se ubique en 2.1% en 2020. La orientación de la política monetaria es aún incierta, dado que responderá, en general, a la naturaleza de los acuerdos finales del *Brexit*.

En Japón, la inflación se aceleraría, ubicándose en 1.6% en 2019, debido al aumento de la tasa del impuesto al consumo que entró en vigencia en octubre del presente año; en tanto que para 2020, se situaría en 0.2%, en un contexto en el que el mantenimiento de condiciones monetarias acomodaticias sigue siendo de fundamental importancia.

En la República Popular China, la inflación se ubicaría en 2.2% en 2019 (1.9% en 2018), asociado a choques de oferta internos que afectarían el precio de algunos alimentos y de los energéticos; mientras que para 2020, se prevé que se ubique en 2.4%. En un contexto en el que el Banco Popular de China, ha empezado a relajar su postura de la política monetaria para estimular la demanda interna, particularmente la inversión privada y el consumo, en un entorno en el que los riesgos para el crecimiento se han segado a la baja.

En América Latina, se espera que la inflación se ubique en 7.3% en 2019 y en 6.0% en 2020, influenciada por el fuerte aumento de la inflación en Argentina, generada por la depreciación del peso frente al dólar estadounidense; no



obstante, en la mayoría de los países que operan con el esquema de metas explícitas de inflación se prevé que la inflación siga siendo moderada y que se mantenga dentro del rango meta de sus respectivos bancos centrales en ambos años, lo cual refleja los marcos sólidos de política monetaria, el anclaje de las expectativas y los menores precios medios internacionales de los energéticos. En Brasil, la inflación se ubicaría en 3.6% en 2019 y en 3.9% en 2020, derivado del crecimiento de la demanda agregada y de la postura relajada de la política monetaria. En México, la inflación ha estado disminuyendo y se espera que se ubique en 3.1% en 2019 (4.8% en 2018) dentro del margen de la meta de inflación del banco central, tras haber superado las presiones cambiarias de los años anteriores y los efectos de los choques de oferta internos; mientras que para 2020, se espera que continúe moderándose, al ubicarse en torno a 3.0%. En Chile y en Colombia, la inflación se ubicaría en 2.6% y 3.9% en 2019, respectivamente; en tanto que, en 2020 se estima que la misma se situaría en 2.9% y 3.1%, en su orden. En Perú, la inflación se ubicaría en 1.9% en 2019 y 2.0% en 2020, dentro de la meta establecida por el banco central. Finalmente, en Centroamérica, la inflación registraría un aumento respecto del año previo, situándose, en promedio, en 3.5% (2.4% en 2018); mientras que para 2020, se espera que la inflación de la región disminuya a 3.4%.

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

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Principales socios comerciales de</b>						
<b>Guatemala</b>						
Estados Unidos	2.9	2.3	1.9	1.9	2.2	2.4
El Salvador	2.5	2.5	2.3	0.4	1.4	1.2
Honduras	3.7	3.4	3.5	4.2	4.4	4.2
Nicaragua	-3.8	-5.7	-1.2	3.9	6.4	5.0
Zona del Euro	1.9	1.2	1.2	1.5	1.3	1.3
México	2.1	0.4	1.3	4.8	3.1	3.0
<b>Otros socios comerciales</b>						
Colombia	2.6	3.4	3.6	3.2	3.9	3.1
Japón	0.8	1.0	0.4	0.8	1.6	0.2
Brasil	1.1	0.9	2.0	3.7	3.6	3.9
Chile	4.0	2.5	3.0	2.1	2.6	2.9
Perú	4.0	2.6	3.6	2.2	1.9	2.0
Reino Unido	1.4	1.3	1.3	2.3	1.6	2.1
República Popular China	6.6	6.1	5.9	1.9	2.2	2.4
<b>Mundial</b>						
	3.6	3.0	3.4	3.6	3.5	3.4
<b>-Economías avanzadas</b>	2.3	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
<b>-Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	4.5	3.9	4.6	4.9	4.7	4.6
<b>-América Latina y el Caribe (1)</b>	1.0	0.2	1.8	7.1	7.3	6.0
<b>-Centroamérica</b>	2.3	2.2	2.7	2.4	3.5	3.4
<b>Principales socios (2)</b>	2.5	1.8	1.8	2.3	2.4	2.4

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

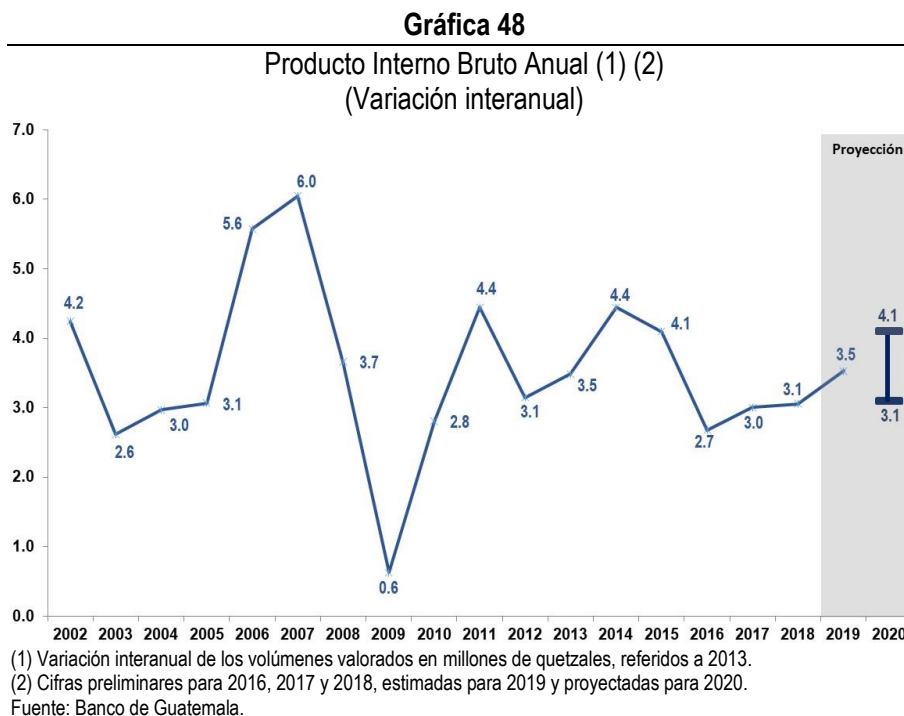
(2) Corresponde al promedio de: Estados Unidos de América, México, Zona del Euro, El Salvador, Honduras y Nicaragua, que en conjunto representan alrededor de 68% del total del comercio exterior del país.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2019 y consultas del artículo IV, Fondo Monetario Internacional. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a noviembre de 2019.

## B. DEL ENTORNO INTERNO

### 1. Actividad económica<sup>32</sup>

En el transcurso de 2019, se observó un desempeño positivo en la mayoría de indicadores relacionados con la medición de la actividad económica en Guatemala. El dinamismo en la demanda interna fue resultado del comportamiento positivo del gasto de consumo privado y de la inversión (formación bruta de capital fijo), aspecto que también se refleja en el incremento registrado en el volumen de bienes importados. Por su parte, se observó una reducción de la demanda externa de productos nacionales por parte de los socios comerciales del país. En ese contexto, para 2019 se estima un crecimiento del PIB anual de 3.5%. En cuanto a las perspectivas para 2020, con base en las proyecciones sobre la evolución de la economía mundial (incluyendo los principales socios comerciales de Guatemala), así como las condiciones económicas internas, se proyecta un crecimiento del PIB que podría ubicarse en un rango de entre 3.1% y 4.1%.



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

#### a) Demanda interna

Para 2020 se prevé que la demanda interna registre un crecimiento de 3.9%, impulsada por la evolución positiva del consumo privado, asociada al crecimiento de las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares, el mantenimiento de condiciones crediticias favorables y la estabilidad en el nivel general de precios. Por su parte, se estima un incremento en el gasto en consumo del gobierno general, asociado al aumento previsto en los rubros de

<sup>32</sup> Los resultados que se presentan en este apartado corresponden al nuevo Sistema de Cuentas Nacionales (SCN 2008) y al nuevo año de referencia (2013), aprobado por la Junta Monetaria en resolución JM-67-2018 del 5 de septiembre de 2018. Para un mayor detalle sobre los principales resultados, ver Anexo 1 del presente informe.



remuneraciones y compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se prevé un crecimiento de 3.7%, asociado a la mayor inversión estimada en construcción, principalmente de edificaciones privadas para uso residencial y no residencial; así como de la recuperación esperada en la importación de bienes de capital.

### b) Demanda externa

Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 2.2%, como resultado de la recuperación esperada de la demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país; así como a expectativas moderadamente favorables de precios internacionales para los principales productos exportables. En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales crecerían 4.0%, resultado de mejores perspectivas en la demanda de bienes para consumo final, así como para consumo intermedio e inversión.

### Cuadro 4

Producto Interno Bruto Medido por el Destino del Gasto  
Años: 2018-2020  
(Estructura porcentual y tasas de crecimiento)

CONCEPTO	Estructura porcentual			Tasas de variación		
	2018 (p)	2019 (e)	2020 (py)	2018 (p)	2019 (e)	2020 (py)
<b>1. DEMANDA INTERNA</b>				<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>
<b>GASTO DE CONSUMO FINAL</b>	<b>98.8</b>	<b>99.4</b>	<b>99.7</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro	88.5	89.0	89.5	3.7	4.2	4.1
Gastos en consumo del gobierno general	10.3	10.4	10.3	5.6	3.7	2.8
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO</b>	<b>14.0</b>	<b>14.2</b>	<b>14.2</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>3.7</b>
<b>VARIACIÓN DE EXISTENCIAS</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>			
<b>2. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	<b>21.0</b>	<b>20.1</b>	<b>19.9</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>2.2</b>
<b>3. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS</b>	<b>33.9</b>	<b>34.1</b>	<b>34.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2-3)</b>				<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1 - 4.1</b>

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (3.1% - 4.1%).

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

### 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 18.2% en el PIB y una contribución de 0.71 puntos porcentuales) aumentaría a un ritmo de 3.6%, asociado a las expectativas de crecimiento del flujo de bienes a comercializar, tanto de origen nacional como de origen importado, derivado del aumento esperado en las actividades agrícolas e industriales, así como un crecimiento en el volumen estimado de bienes importados.



Las industrias manufactureras (con una participación de 14.0% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.40 puntos porcentuales) crecerían 2.9%, influenciadas, principalmente, por expectativas favorables en las actividades de elaboración de alimentos y bebidas, como consecuencia del crecimiento esperado en la demanda interna y externa de dichos bienes. Asimismo, se prevé un incremento para las actividades de otros productos manufacturados, resultado de una mayor demanda esperada en las actividades relacionadas con la fabricación de metales y productos elaborados de metal, productos químicos, papel y productos de papel, y materiales de construcción.

En cuanto a las actividades inmobiliarias (con un peso relativo de 9.0% en el PIB y una contribución de 0.34 puntos porcentuales) éstas aumentarían 4.0%, debido al aumento previsto en el número de viviendas terminadas, como resultado del crecimiento de las edificaciones residenciales de la actividad de construcción.

Las actividades financieras y de seguros (con un peso relativo de 3.9% en el PIB y una contribución de 0.26 puntos porcentuales) crecerían 6.9%, influenciado, principalmente, por el crecimiento previsto del crédito al sector privado, aspecto que favorecería la actividad de bancos y financieras. Asimismo, se espera que las actividades de emisores de tarjetas de crédito registren un comportamiento positivo.

La actividad de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (con una participación de 9.7% en el PIB y una contribución al crecimiento de 0.24 puntos porcentuales) se estima aumente 2.6%, debido al crecimiento previsto en el cultivo de hortalizas y melones, particularmente por la recuperación en la producción de melón y sandía. Por su parte, se estima un incremento en la demanda interna del cultivo de palma africana y en la demanda externa de banano y plátano.

El sector de construcción (con una participación de 4.4% en el PIB y una contribución de 0.22 puntos porcentuales) se estima registre un crecimiento de 4.2%, influenciado, principalmente, por la evolución favorable prevista en la construcción de edificaciones privadas para uso residencial y no residencial.

Las actividades de alojamiento y de servicio de comidas (con un peso relativo de 3.0% en el PIB y una contribución de 0.15 puntos porcentuales) crecerían a un ritmo de 4.8%, explicado por las perspectivas favorables de las actividades de servicio de restaurantes, debido al incremento esperado en el consumo final por parte de los hogares.

Las otras actividades de servicios (con un peso relativo de 4.0% en el PIB y una contribución de 0.15 puntos porcentuales) se estima registren un crecimiento de 3.5%, derivado de perspectivas positivas en las actividades de servicios personales, así como por el incremento previsto en la actividad de hogares como empleadores de personal doméstico.

Finalmente, las actividades de información y comunicaciones (con un peso relativo de 4.8% en el PIB y una contribución de 0.15 puntos porcentuales) registrarían un crecimiento de 3.8%, ante el comportamiento esperado de la actividad de telecomunicaciones, la cual estaría influenciada por una mayor demanda en los accesos de banda ancha y de telefonía móvil.

**Cuadro 5**

Producto Interno Bruto Medido por el Origen de la Producción  
Años: 2018-2020  
(Estructura porcentual y tasas de crecimiento)

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Estructura porcentual			Tasas de variación			Contribución al PIB		
	2018 (p)	2019 (e)	2020 (py)	2018 (p)	2019 (e)	2020 (py)	2018 (p)	2019 (e)	2020 (py)
1. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	9.8	9.7	9.7	2.2	2.7	2.6	0.21	0.25	0.24
2. Explotación de minas y canteras	0.8	0.8	0.9	-32.1	7.3	16.1	-0.23	0.04	0.08
3. Industrias manufactureras	14.2	14.1	14.0	3.0	3.0	2.9	0.41	0.41	0.40
4. Suministro de electricidad, agua y servicios de saneamiento	2.9	2.8	2.8	2.6	-0.8	3.7	0.06	-0.02	0.08
5. Construcción	4.2	4.4	4.4	4.5	6.8	4.2	0.22	0.33	0.22
6. Comercio al por mayor y al por menor; mantenimiento y reparación de vehículos automotores y motocicletas	18.2	18.2	18.2	3.2	3.7	3.6	0.61	0.71	0.71
7. Transporte y almacenamiento	2.7	2.7	2.7	2.8	3.5	3.4	0.09	0.10	0.10
8. Actividades de alojamiento y de servicio de comidas	2.9	3.0	3.0	3.7	6.0	4.8	0.12	0.19	0.15
9. Información y comunicaciones	4.8	4.8	4.8	5.3	2.9	3.8	0.21	0.11	0.15
10. Actividades financieras y de seguros	3.7	3.8	3.9	3.8	5.5	6.9	0.14	0.20	0.26
11. Actividades inmobiliarias	8.9	9.0	9.0	4.1	4.0	4.0	0.34	0.34	0.34
12. Actividades profesionales, científicas y técnicas	2.4	2.4	2.5	4.4	4.5	3.9	0.10	0.10	0.09
13. Actividades de servicios administrativos y de apoyo	3.5	3.4	3.4	2.6	2.1	2.4	0.09	0.07	0.08
14. Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	4.0	4.0	4.0	4.8	2.4	2.8	0.20	0.11	0.12
15. Enseñanza	3.9	3.8	3.8	2.1	1.2	1.9	0.10	0.05	0.09
16. Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	2.4	2.4	2.4	2.6	4.3	3.2	0.06	0.11	0.08
17. Otras actividades de servicios	4.0	4.0	4.0	3.3	3.5	3.5	0.14	0.15	0.15
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>				<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1 - 4.1</b>			

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas, el detalle que se presenta corresponde a los valores centrales de la proyección del rango de crecimiento del PIB (3.1% - 4.1%).

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

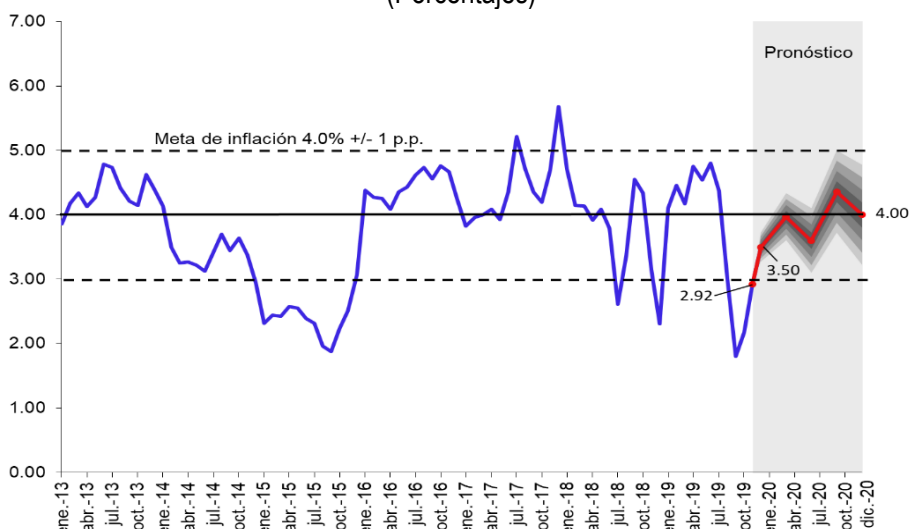
**2. Inflación****a) Proyecciones**

Los pronósticos de inflación indican que el ritmo inflacionario total podría ubicarse en 3.50% en diciembre de 2019 y en 4.00% en diciembre de 2020, en el valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, los pronósticos de inflación subyacente se sitúan en 3.25% para diciembre de 2019 y en 3.75% para diciembre de 2020. Dichos pronósticos de inflación toman en consideración, tanto para 2019 como para 2020, por el lado de la oferta, el comportamiento esperado en los precios de los combustibles (gasolina superior y regular y diésel) y del gas

propano, acordes con la evolución esperada del precio internacional del petróleo y que también pueden afectar al servicio de electricidad; y en los precios de los alimentos (productos agropecuarios principalmente) los cuales se ven influenciados por la estacionalidad de su producción. Por el lado de la demanda, el comportamiento de la actividad económica de acuerdo al ciclo económico; la brecha del producto cerrada a partir del segundo semestre de 2019; la estabilidad en el consumo privado en 2019; la recuperación en el gasto de gobierno a partir de 2019; el crédito bancario empresarial y el consumo creciendo acorde a su tendencia en 2019; y el grado de sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de los Estados Unidos de América.

**Gráfica 49**

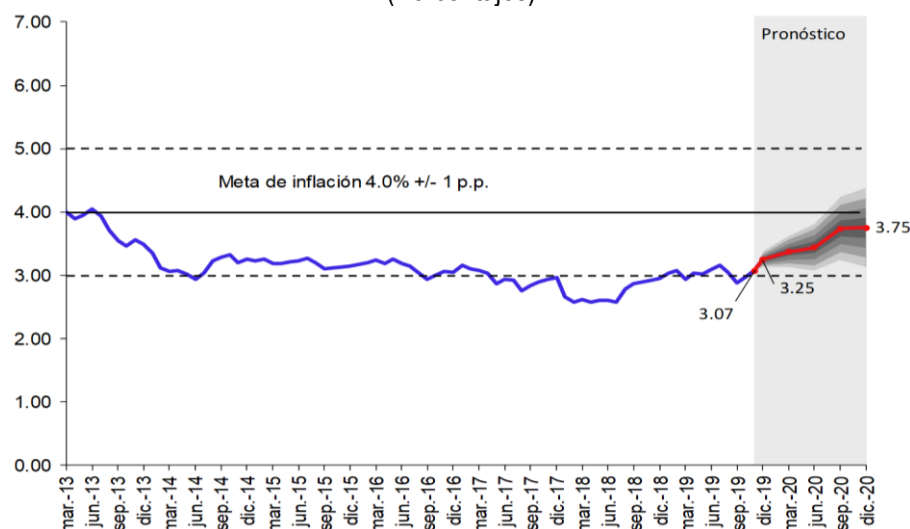
**Ritmo Inflacionario Total (1)**  
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2019 y proyectada a diciembre 2020.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

**Gráfica 50**

**Ritmo Inflacionario Subyacente (1)**  
(Porcentajes)



(1) Información observada a noviembre de 2019 y proyectada para diciembre 2020.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

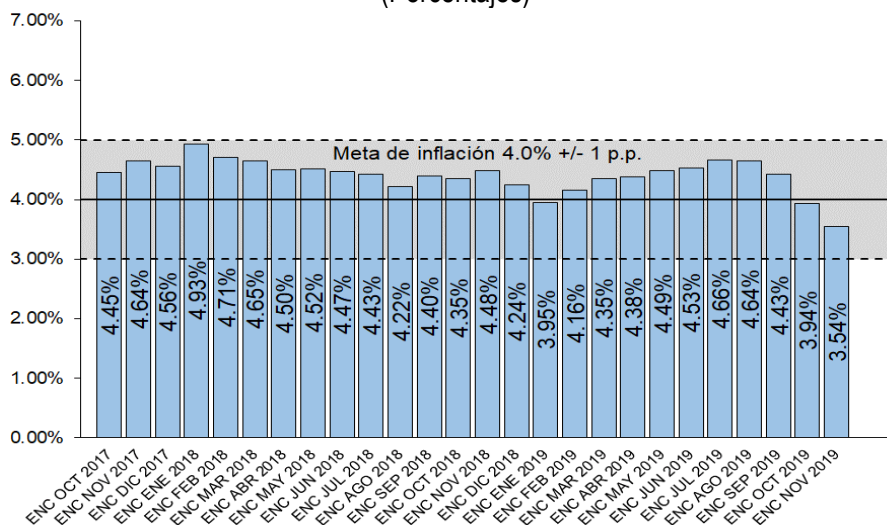


### b) Expectativas

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2019 como para finales de 2020, se situarían dentro de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 3.54% en diciembre de 2019 y en 3.98% en diciembre de 2020. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el desempeño de la política fiscal, el comportamiento del tipo de cambio nominal, el comportamiento de los precios de los combustibles, la trayectoria del precio internacional del petróleo, la estacionalidad de los productos agrícolas, el desempeño de la política monetaria y las condiciones climáticas.

#### Gráfica 51

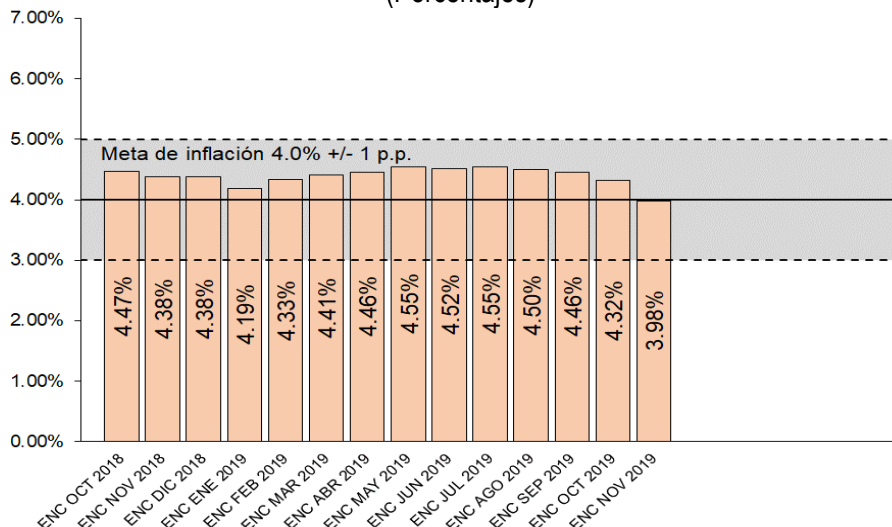
#### Expectativas de Inflación para Diciembre de 2019 (1) (Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

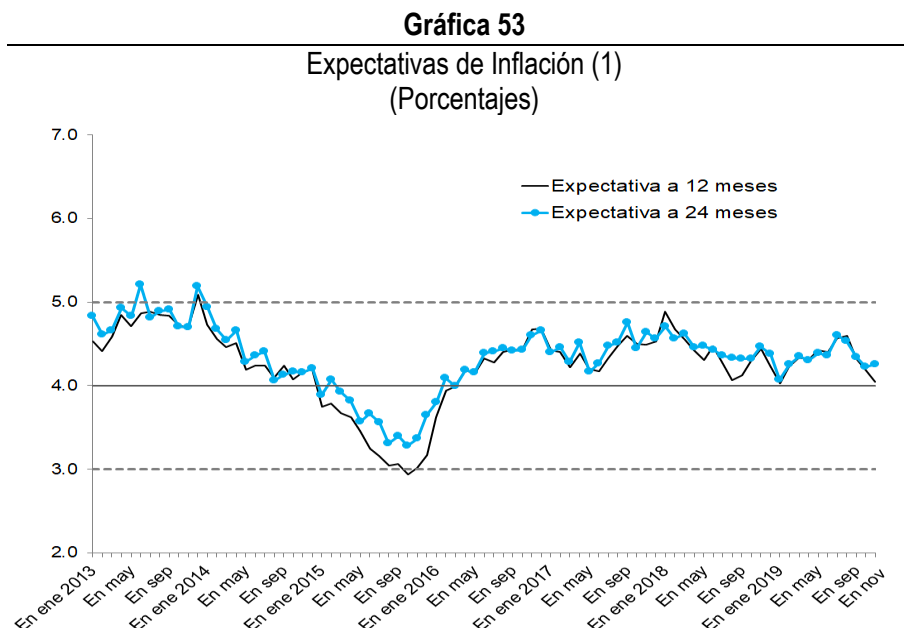
#### Gráfica 52

#### Expectativas de Inflación para Diciembre de 2020 (1) (Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, la trayectoria de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses, en general, se ubican dentro de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria, reflejando, por una parte, el anclaje que existe de dichas expectativas y, por la otra, la credibilidad en la política monetaria del Banco Central.



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### 3. Sector monetario

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

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

En cuanto a la demanda de emisión monetaria, entre enero y junio del presente año, mostró un comportamiento congruente con lo esperado; sin embargo, a partir de julio la variable inició a registrar un comportamiento más dinámico que lo hizo acercarse al límite superior del rango esperado, asociado, por una parte, a factores estacionales y, por la otra, al importante flujo de remesas familiares, lo cual implicó que se incrementara su crecimiento. Desde la perspectiva de los componentes de la emisión monetaria (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que el numerario en circulación ha sido el que más se ha incrementado, en tanto que la caja de bancos ha mostrado un comportamiento relativamente normal. En ese sentido, se prevé que la emisión monetaria pasaría de un crecimiento



de 15.0% en 2019 a una tasa de variación entre 8.0% y 11.0% en 2020, variaciones asociadas, principalmente, a la preferencia de efectivo y a la inflación esperada.

Con relación a los medios de pago totales (M2), en congruencia con el desempeño de la actividad económica, ha registrado durante 2019 un comportamiento más dinámico y se prevé que al final del año presente un crecimiento de 10.0%, en tanto que para 2020 se ubicarían entre 9.0% y 11.0%, influenciado por las mejores perspectivas de crecimiento económico. El multiplicador de dichos medios de pago continúa mostrando niveles normales, reflejo del adecuado proceso de creación secundaria de dinero y del grado de confianza de los agentes económicos en el sistema financiero nacional.

El crédito bancario al sector privado mostró un desempeño moderado en el transcurso del año, registrando, en promedio, tasas de variación interanual similares al último trimestre de 2018. Este comportamiento es asociado, principalmente, al dinamismo en moneda nacional de los créditos otorgados al sector empresarial mayor, al sector hipotecario y al consumo; por su parte, el crédito en moneda extranjera mostró una desaceleración importante durante el año, principalmente, el destinado al sector empresarial mayor. En este contexto, se prevé que la variación interanual del crédito bancario al sector privado podría ubicarse en 6.0% al finalizar 2019; en tanto que, para 2020, se anticipa un crecimiento entre 6.0% y 9.0%, asociado, entre otros factores, a las expectativas de mejora en la demanda de crédito.

Dentro del esquema de política monetaria actual, el programa monetario es una herramienta útil para la toma de decisiones, puesto que brinda una visión global, 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, el programa monetario y fiscal toma en consideración que para 2020 regirá el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado del Ejercicio Fiscal 2019, la meta de inflación de 4.0% +/-1 punto porcentual, el crecimiento previsto de la actividad económica y las estimaciones del sector externo.

Las principales variables del programa monetario para 2020 evolucionarían de la manera siguiente: a) aumento en la demanda de emisión monetaria por Q4,829.0 millones; b) incremento en las reservas monetarias internacionales por US\$1,000.0 millones; c) disminución en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q3,367.0 millones; d) aumento en el saldo del encaje de los bancos del sistema por Q311.0 millones; y e) crecimiento en las OEM por Q6,687.0 millones.

Cuadro 6

Programa Monetario y Fiscal 2019-2020  
(Millones de quetzales)

Concepto	2019	2020
<b>CUENTAS FISCALES (1) (2)</b>		
Ingresos	65,837	68,547
Egresos	77,031	83,751
Corrientes	61,889	67,503
Capital	15,142	16,248
Déficit	11,194	15,203
(% del PIB)	1.9	2.4
Financiamiento externo neto	6,724	3,800
Financiamiento interno neto	5,416	8,036
Variación de Caja (-) Aumento (+) Disminución	-946	3,367
<b>A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)</b>		
<b>I. Reservas Monetarias Internacionales Netas</b>	<b>14,400</b>	<b>8,000</b>
En US\$	1,800	1,000
<b>II. Activos Internos Netos</b>	<b>-5,494</b>	<b>3,516</b>
1. Gobierno Central	-946	3,367
2. Resto del sector público	-2,693	-530
3. Posición con bancos	-1,524	-311
Crédito a bancos	0	0
Reserva bancaria	-1,524	-311
4. Otros Activos Netos	-331	990
Gastos y productos	-304	978
Otros	-27	12
<b>III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ</b>	<b>8,906</b>	<b>11,516</b>
<b>B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA</b>	<b>6,630</b>	<b>4,829</b>
<b>C. EXCEDENTE ( - ) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)</b>	<b>-2,275</b>	<b>-6,687</b>
<b>D. OEM NETAS CON EL SECTOR PRIVADO (-) Aumento</b>	<b>-2,275</b>	<b>-6,687</b>

(1) Estimación de cierre para 2019 con base en información del Ministerio de Finanzas Públicas.

(2) Para 2020 regiría el presupuesto aprobado por el Congreso de la República para el ejercicio fiscal 2019, dado que no se aprobó el proyecto de presupuesto para dicho ejercicio.

#### 4. Balanza de pagos

Tomando en consideración la coyuntura económica mundial, el volumen de comercio exterior, el comportamiento del precio internacional de las materias primas y las perspectivas de crecimiento interno, se prevé que la cuenta corriente



de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 1.8% del PIB en 2019 (US\$1,337.7 millones), mayor al registrado en 2018 de 0.7% del PIB (US\$542.9 millones). Dicho resultado se explicaría por el superávit tanto del ingreso secundario neto (conocido anteriormente como transferencias corrientes netas) por US\$11,066.9 millones que estaría asociado, principalmente, al crecimiento previsto de 13.0% en las remesas familiares para finales de 2019, como de los servicios por US\$135.1 millones, los cuales serían compensados, parcialmente, por los saldos deficitarios de la balanza comercial por US\$8,283.4 millones y del ingreso primario (anteriormente conocido como renta) por US\$1,580.9 millones.

El déficit en la balanza comercial aumentaría 2.6% respecto del año anterior, resultado del incremento previsto de las importaciones (2.0%) y del aumento esperado de las exportaciones (1.5%). El valor FOB de las exportaciones se situaría en US\$9,766.6 millones, mayor en US\$142.5 millones respecto de 2018 y el valor FOB de las importaciones se situaría en US\$18,050.0 millones en 2019, mayor en US\$353.8 millones al de 2018.

En cuanto a los servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$135.1 millones, explicado, fundamentalmente, por el superávit esperado en los rubros de maquila; telecomunicaciones, informática e información; viajes y servicios de gobierno, ya que en los rubros de transporte, servicios de seguros y otros servicios se registrarían déficits. Por su parte, se estima un saldo deficitario de US\$1,580.9 millones en el rubro de ingreso primario.

El rubro de ingreso secundario registraría ingresos netos por US\$11,066.9 millones, mayor en US\$1,124.1 millones (11.3%) a los observados en 2018, explicados, esencialmente, por el ingreso de remesas familiares que crecerían 13.0% respecto al año anterior.

Por su parte, la cuenta financiera continuaría registrando un endeudamiento neto (US\$554.0 millones), menor al de 2018 (US\$585.7 millones). Al desagregar el saldo de la cuenta financiera, el rubro de inversión directa en el país se situaría en US\$1,009.1 millones, mayor en US\$29.4 millones (3.0%) al registrado en 2018. Por su parte, el rubro de inversión de cartera registraría un endeudamiento neto de US\$1,038.9 millones (amortización neta de US\$33.3 millones en 2018). El resultado de la cuenta corriente, de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, generaría un aumento en las reservas monetarias internacionales netas por US\$1,800.0 millones.

Para el caso de 2020, tomando en cuenta la evolución esperada de la coyuntura económica mundial y las perspectivas de crecimiento interno, se anticipa que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit equivalente a 1.8% del PIB. Dicho resultado estaría explicado por el saldo superavitario del ingreso secundario, ante el crecimiento previsto de 11.0% en las remesas familiares y en el rubro de servicios que sería compensado, parcialmente, por los saldos deficitarios de la balanza comercial y del ingreso primario.

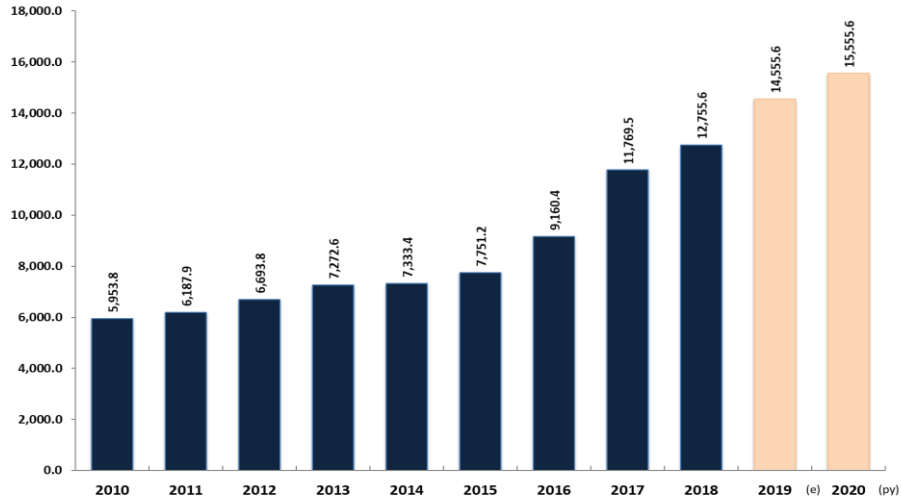
El comportamiento del comercio exterior sería congruente con el desempeño esperado del comercio mundial. En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$10,012.5 millones, mayor en 2.5% al de 2019. En lo que respecta a las importaciones FOB, en términos de valor, se ubicarían en US\$18,594.6 millones (crecimiento de 3.0% respecto de 2019).

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, asimismo, las Reservas Internacionales Netas (RIN) aumentarían en 2020 en US\$1,000.0 millones, como se muestra en la gráfica siguiente.



**Gráfica 54**

Reservas Monetarias Internacionales  
2010-2020  
(Millones de US\$)

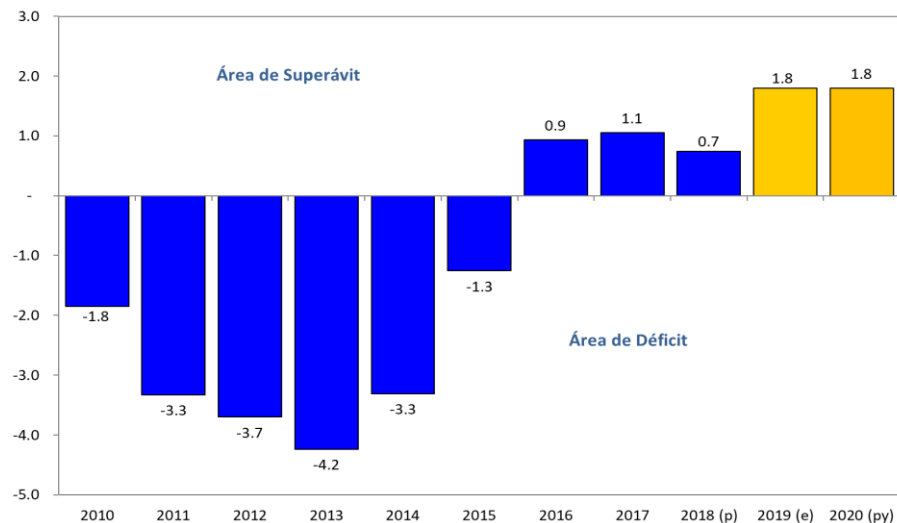


(e) Cifras estimadas.  
(py) Cifras proyectadas.  
Fuente: Banco de Guatemala.

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 tanto para 2019 como para 2020, el superávit que se registró en los tres años previos aumentaría a 1.8% del PIB para ambos años, como se observa en la gráfica siguiente.

**Gráfica 55**

Resultado de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos  
2010-2020  
(Porcentaje del PIB)



(p) Cifras preliminares.  
(e) Cifras estimadas.  
(py) Cifras proyectadas.  
Fuente: Banco de Guatemala.



**Cuadro 7**  
Balanza de Pagos  
Años: 2018-2020  
(En millones de US Dólares)

CONCEPTO	2018 (p)	2019 (e)	2020 (py)	Variación			
				2019- 2018		2020-2019	
				Absoluta	%	Absoluta	%
<b>A- CUENTA CORRIENTE</b>	<b>542.9</b>	<b>1,337.7</b>	<b>1,482.5</b>	<b>794.8</b>	<b>146.4</b>	<b>144.8</b>	<b>10.8</b>
<b>A1- BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-8,072.0</b>	<b>-8,283.4</b>	<b>-8,582.1</b>	<b>-211.4</b>	<b>2.6</b>	<b>-298.7</b>	<b>3.6</b>
<b>Exportaciones FOB (1+2+3)</b>	<b>9,624.1</b>	<b>9,766.6</b>	<b>10,012.5</b>	<b>142.5</b>	<b>1.5</b>	<b>245.9</b>	<b>2.5</b>
1- Mercancías Generales ajustado (a-b-c)	9,409.9	9,500.6	9,736.9	90.7	1.0	236.3	2.5
a- Exportaciones FOB (información de aduanas)	10,969.5	11,043.6	11,325.2	74.1	0.7	281.6	2.5
b- Maquila	1,143.3	1,097.5	1,132.3	-45.8	-4.0	34.8	3.2
c- Bienes que se traspan en depositos aduaneros u otras zonas	416.3	445.5	456.0	29.2	7.0	10.5	2.4
2- Bienes cuya propiedad cambia y otros ajustes	6.9	6.9	7.1	0.0	0.0	0.2	2.9
3- Bienes Adquiridos en Puerto	207.3	259.1	268.5	51.8	25.0	9.4	3.6
<b>Importaciones FOB (1+2+3)</b>	<b>17,696.2</b>	<b>18,050.0</b>	<b>18,594.6</b>	<b>353.8</b>	<b>2.0</b>	<b>544.6</b>	<b>3.0</b>
1- Mercancías Generales ajustado (a-b-c-d)	17,386.0	17,764.2	18,299.8	378.2	2.2	535.6	3.0
a- Importaciones FOB (información de aduanas)	18,296.8	18,669.0	19,231.6	372.2	2.0	562.6	3.0
b- Maquila	519.4	478.6	492.8	-40.8	-7.9	14.2	3.0
c- Bienes que se traspan en depositos aduaneros u otras zonas	508.7	549.0	565.5	40.3	7.9	16.5	3.0
d- Transporte y Seguros (Maquila y Depósitos Aduaneros)	117.3	122.8	126.5	5.5	4.7	3.7	3.0
2- Bienes cuya propiedad cambia y otros ajustes	300.9	277.0	285.3	-23.9	-7.9	8.3	3.0
3- Bienes Adquiridos en Puerto	9.3	8.8	9.5	-0.5	-5.4	0.7	8.0
<b>A2- SERVICIOS</b>	<b>174.8</b>	<b>135.1</b>	<b>48.2</b>	<b>-39.7</b>	<b>-22.7</b>	<b>-86.9</b>	<b>-64.3</b>
Créditos	3,712.1	3,819.3	4,004.4	107.2	2.9	185.1	4.8
Débitos	3,537.3	3,684.2	3,956.2	146.9	4.2	272.0	7.4
<b>A3- INGRESO PRIMARIO</b>	<b>-1,502.7</b>	<b>-1,580.9</b>	<b>-1,968.9</b>	<b>-78.2</b>	<b>5.2</b>	<b>-388.0</b>	<b>24.5</b>
Créditos	982.9	1,018.5	1,097.4	35.6	3.6	78.9	7.7
Débitos	2,485.6	2,599.4	3,066.3	113.8	4.6	466.9	18.0
<b>A4- INGRESO SECUNDARIO NETO</b>	<b>9,942.8</b>	<b>11,066.9</b>	<b>11,985.2</b>	<b>1,124.1</b>	<b>11.3</b>	<b>918.3</b>	<b>8.3</b>
Remesas Familiares (Netas)	9,314.5	10,525.4	11,683.2	1,210.9	13.0	1,157.8	11.0
<b>B- CUENTA CAPITAL NETO</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-4.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-100.0</b>
<b>C- BALANCE DE CUENTA CORRIENTE Y CUENTA CAPITAL (A+B)</b>	<b>543.4</b>	<b>1,338.2</b>	<b>1,482.5</b>	<b>794.8</b>	<b>146.3</b>	<b>144.3</b>	<b>10.8</b>
<b>D- CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-585.7</b>	<b>-554.0</b>	<b>424.1</b>	<b>31.7</b>	<b>-5.4</b>	<b>978.1</b>	<b>-176.6</b>
Préstamos neto (+) / endeudamiento neto (-)							
1- Inversión Directa	-737.9	-839.8	-885.3	-101.9	13.8	-45.5	5.4
En el exterior	241.8	169.3	174.7	-72.5	-30.0	5.4	3.2
En Guatemala	979.7	1,009.1	1,060.0	29.4	3.0	50.9	5.0
2- Inversión de Cartera	33.3	-1,038.9	-862.8	-1,072.2	-3,219.8	176.1	-17.0
3- Otra Inversión	118.9	1,324.7	2,172.2	1,205.8	1,014.1	847.5	64.0
Préstamos del Sector Público (endeudamiento neto)	55.2	-330.8	-214.5	-386.0	-699.3	116.3	-35.2
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-141.2</b>	<b>-92.2</b>	<b>-58.4</b>	<b>49.0</b>	<b>-34.7</b>	<b>33.8</b>	<b>-36.7</b>
<b>ACTIVOS DE RESERVA (+ aumento) (1)</b>	<b>987.9</b>	<b>1,800.0</b>	<b>1,000.0</b>	<b>812.1</b>	<b>82.2</b>	<b>-800.0</b>	<b>-44.4</b>

CUENTA CORRIENTE / PIB

0.7

1.8

1.8

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

(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.

## 5. Sector fiscal

Tomando en cuenta que el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2020 no fue aprobado por el Congreso de la República, de conformidad con lo dispuesto en el inciso b) del artículo 171 de la Constitución Política de la República de Guatemala, regirá de nuevo el presupuesto del ejercicio fiscal 2019, el cual ascenderá a Q87,715.1 millones, como se ilustra en el cuadro 8.

En el contexto anterior, para el ejercicio fiscal 2020, los ingresos y donaciones se ubicarían en Q68,547.4 millones, mayores en Q2,710.0 millones (4.1%) respecto a la estimación de cierre de 2019 del MFP, en tanto que por el lado del gasto se ejecutarían Q83,750.7 millones, monto superior en Q6,719.7 millones (8.7%). Como resultado, el déficit fiscal se ubicaría en Q15,203.3 millones, equivalente a 2.4% del PIB, porcentaje superior a la estimación de cierre de 2019 (1.9% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, la colocación de bonos del tesoro sería la principal fuente de financiamiento, y tomando en cuenta que el MFP puede optar por la colocación de los títulos en el mercado nacional e internacional, dependiendo si las condiciones financieras fuesen aún favorables a nivel internacional, es posible que el MFP considere una probable colocación de bonos del tesoro en dicho mercado.

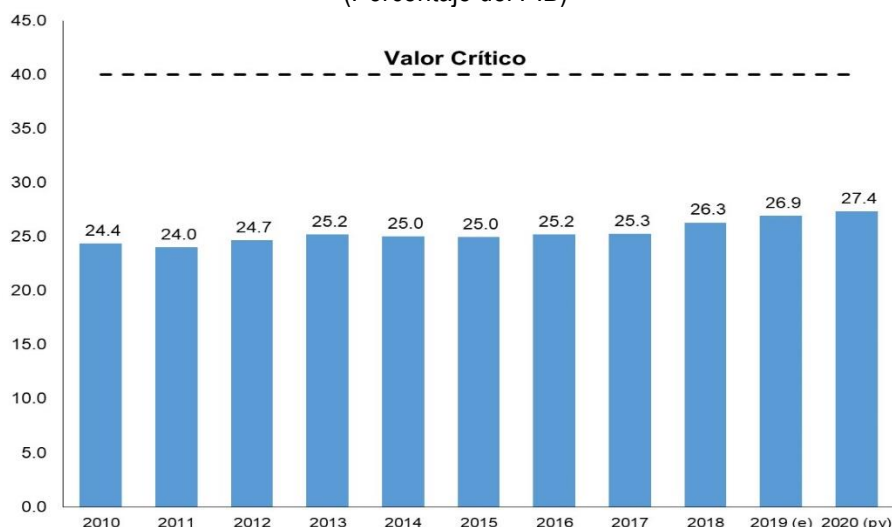
De esa cuenta, el financiamiento interno neto sería de Q8,035.5 millones, resultado de la colocación neta de bonos del tesoro en el mercado interno por Q8,828.9 millones, amortización de deficiencias netas del Banco de Guatemala por Q699.5 millones y amortización de primas de la deuda interna a largo plazo por Q93.8 millones. Por su parte, el financiamiento externo neto ascendería a Q3,800.4 millones, resultado de desembolsos por Q1,592.6 millones, amortizaciones por Q3,171.0 millones y la negociación de Q5,378.8 millones de bonos del tesoro en el mercado internacional (US\$700.0 millones). Por último, se registraría una disminución de caja y bancos por Q3,367.4 millones.

Tomando en consideración el endeudamiento previsto en el presupuesto que regiría para el ejercicio fiscal 2020, la deuda pública total como porcentaje del PIB, pasaría de 26.9% estimado para 2019 a 27.4% en 2020. Cabe destacar que dicho indicador seguiría ubicándose por debajo del valor crítico internacional de 40.0%, determinado para países con características similares a las de Guatemala.



**Gráfica 56**

Deuda Pública Total  
Años: 2010-2020  
(Porcentaje del PIB)



(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas.

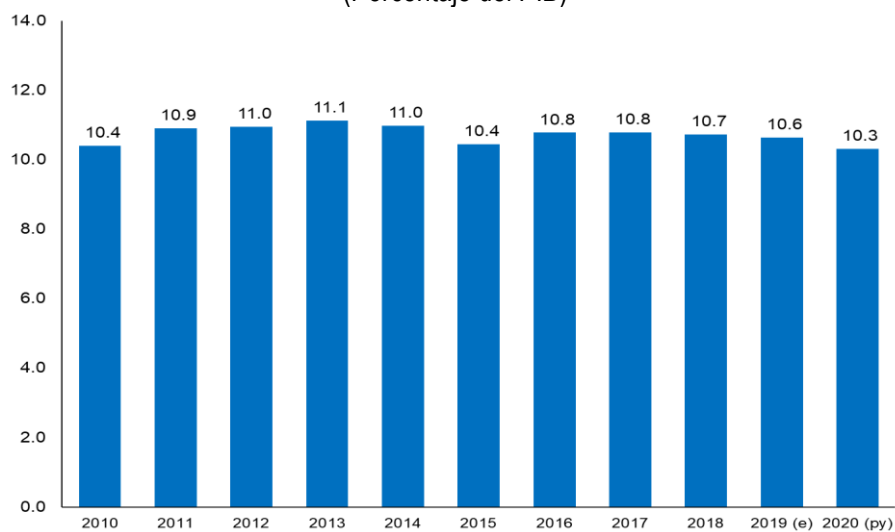
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Con relación al desempeño previsto de las cuentas fiscales, vale indicar que el aumento del déficit fiscal proyectado para 2020, aunque se ubicaría por arriba de 2.0% (nivel que, según estudios del Banco de Guatemala y del FMI, hace sostenible el nivel de la deuda pública), debiera ser temporal, como se prevé en el presupuesto multianual 2020-2024. En adición, es imprescindible que se mantenga la coordinación entre el MFP y el Banco de Guatemala, a efecto de que las colocaciones de los bonos del tesoro no alteren de manera sustancial la situación de liquidez en el mercado, así como las condiciones de estabilidad en el mercado cambiario, lo que contribuiría a preservar la estabilidad de los principales precios macroeconómicos.

Cabe destacar que, dada la no aprobación del presupuesto para el ejercicio fiscal 2020, se prevé una reducción de la carga tributaria, la cual pasaría de 10.6% estimada para 2019 a 10.3% en 2020, continuando con la tendencia decreciente que ha presentado dicho indicador en los últimos cinco años (ver gráfica 57). En ese contexto, se hace necesaria la implementación de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Administración Tributaria para revertir dicha disminución.

**Gráfica 57**

Carga Tributaria  
Años: 2010-2020  
(Porcentaje del PIB)



(e) Cifras estimadas.

(py) Cifras proyectadas.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.



**Cuadro 8**  
 Gobierno Central  
 Ejecución Presupuestaria  
 Años: 2018-2020  
 (Millones de quetzales)

Concepto	2018	2019 (e)	2020 (py)	Variaciones 2019 - 2018		Variaciones 2020 - 2019	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>62,341.9</b>	<b>65,837.4</b>	<b>68,547.4</b>	<b>3,495.5</b>	<b>5.6</b>	<b>2,710.0</b>	<b>4.1</b>
A. Ingresos (1+2)	62,145.2	65,760.8	68,293.0	3,615.6	5.8	2,532.2	3.9
1. Ingresos Corrientes	62,142.4	65,757.6	68,289.6	3,615.2	5.8	2,532.0	3.9
a. Tributarios	58,835.6	61,975.5	64,027.7	3,139.9	5.3	2,052.2	3.3
b. No Tributarios	3,306.8	3,782.1	4,261.9	475.3	14.4	479.8	12.7
2. Ingresos de Capital	2.8	3.2	3.4	0.4	14.4	0.2	6.3
B. Donaciones	196.7	76.6	254.5	-120.1	-61.1	177.9	232.3
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>72,710.5</b>	<b>77,031.0</b>	<b>83,750.7</b>	<b>4,320.5</b>	<b>5.9</b>	<b>6,719.7</b>	<b>8.7</b>
A. De Funcionamiento	58,355.5	61,888.8	67,502.5	3,533.3	6.1	5,613.7	9.1
B. De Capital	14,355.0	15,142.2	16,248.2	787.2	5.5	1,106.0	7.3
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal</b>	<b>-10,368.6</b>	<b>-11,193.6</b>	<b>-15,203.3</b>	<b>-825.0</b>	<b>8.0</b>	<b>-4,009.7</b>	<b>35.8</b>
(-) Déficit							
<b>IV. Financiamiento Total (A + B + C)</b>	<b>10,368.6</b>	<b>11,193.6</b>	<b>15,203.3</b>	<b>825.0</b>	<b>8.0</b>	<b>4,009.7</b>	<b>35.8</b>
A. Interno (1-2+3)	10,270.9	5,415.5	8,035.5	-4,855.4	-47.3	2,620.0	48.4
1. Negociación neta de bonos del tesoro	9,710.1	4,940.4	8,828.9	-4,769.7	-49.1	3,888.5	78.7
2. Amortización deficiencias netas del Banco de Guatemala	0.0	0.0	699.5	0.0	0.0	699.5	0.0
3. Primas de deuda interna a largo plazo (neto)	560.8	475.1	-93.8	-85.7	-15.3	-568.9	-119.7
B. Externo (1-2+3)	454.3	6,724.3	3,800.4	6,270.0	1,380.1	-2,923.9	-43.5
1. Desembolsos	2,969.9	441.2	1,592.6	-2,528.7	-85.1	1,151.4	261.0
2. Amortizaciones	2,515.6	2,984.1	3,171.0	468.5	18.6	186.9	6.3
3. Negociación Neta EUROBONO	0.0	9,267.2	5,378.8	9,267.2	0.0	-3,888.5	-42.0
C. Variación de Caja	-356.6	-946.2	3,367.4	-589.6	165.3	4,313.6	-455.9
(-) aumento (+) disminución							
<b>Carga tributaria</b>	<b>10.7</b>	<b>10.6</b>	<b>10.3</b>				
<b>Déficit/PIB</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.4</b>				

(e) Cifras estimadas del Ministerio de Finanzas Públicas.

(py) Proyección con base en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2019, que regiría para el ejercicio fiscal 2020.

## RECUADRO 9 EL ROL DE LOS PRONÓSTICOS EN EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

El esquema de metas explícitas de inflación (EMEI) es una estrategia para la conducción de la política monetaria que, fundamentalmente, se basa en el compromiso, de parte de la autoridad monetaria, de cumplir con una meta explícita para la inflación, en un horizonte temporal. En ese sentido, en el EMEI, la política monetaria procura mantener la inflación en torno a una meta establecida mediante la influencia sobre las expectativas de inflación y la utilización de sus instrumentos de política. Dicho esquema se caracteriza, no solo por tener una meta de inflación explícita, sino también por contar con un alto grado de transparencia y rendición de cuentas en sus decisiones, además que toma en cuenta una amplia variedad de información, incluyendo, entre otros, los pronósticos de inflación.

En este contexto, la estimación y la publicación periódica de dichos pronósticos es un factor relevante dentro del EMEI. Las proyecciones de inflación proporcionan al público una referencia explícita, mejorando así la comprensión sobre el alcance de la política monetaria. Esto aumenta los incentivos para que el Banco Central persiga el objetivo anunciado y, en consecuencia, mejore la credibilidad de los agentes económicos en la autoridad monetaria. Asimismo, la evidencia empírica señala que publicar la información y los supuestos utilizados para la construcción de los pronósticos de inflación, permite a los agentes económicos no solo verificar que sean consistentes con la meta de inflación, sino que, además permite verificar que los mismos se hayan construido de una manera imparcial y técnica. Esta acción fortalece la efectividad de la política monetaria, al mostrar una visión coherente del futuro en el que la inflación converge, en el mediano plazo, a la meta, fortaleciendo así la confianza en el objetivo anunciado y en la estabilidad de precios.

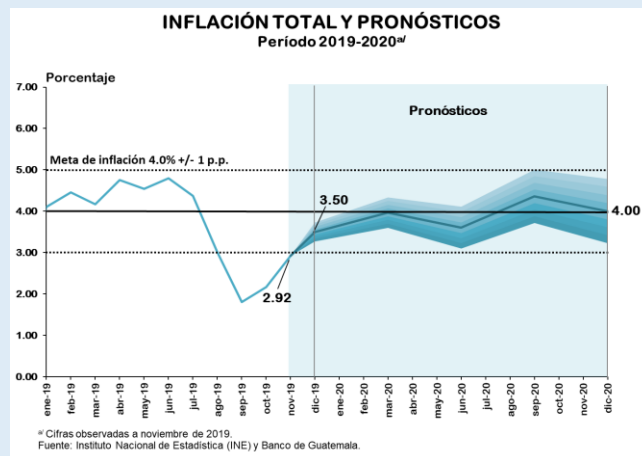
En cuanto a la convergencia de los pronósticos de inflación, la mayoría de los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, consideran que sus pronósticos de inflación deberían converger a su meta en un horizonte no mayor a tres años. Cabe destacar que este proceso, puede estar sujeto a diversos factores, entre ellos, consideraciones de la autoridad monetaria, el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y las propiedades de los choques que enfrenta la economía, entre otros.

Otra característica importante de los pronósticos de inflación es que, una vez establecida la meta de largo plazo, los bancos centrales podrían utilizar sus propios pronósticos de inflación como una meta intermedia (Svensson, 1998). La razón por la cual dichos pronósticos constituyen una meta intermedia, se debe a que incorporan toda la información relevante disponible, incluyendo la visión de los bancos centrales respecto del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Por otra parte, en un régimen de metas explícitas de inflación, los bancos centrales cuentan con un Sistema de Pronósticos y

Análisis de Política Monetaria (SPAPM), que consiste en una gama de herramientas técnicas utilizadas para elaborar pronósticos, principalmente, de inflación y de crecimiento económico; así como en un conjunto de actividades para tomar decisiones de política monetaria basadas en el análisis de dichos pronósticos y su interrelación con otras variables. No obstante, todos los pronósticos están sujetos a riesgos e incertidumbre, por lo que cobra relevancia el uso de intervalos de confianza y la simulación de escenarios alternativos de mediano y largo plazos.

Por su parte, el Banco de Guatemala publica los pronósticos de inflación total para el horizonte relevante de política monetaria, lo cual ha permitido anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos en niveles consistentes con la meta establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual). Además, la Junta Monetaria, como parte de su análisis para fijar la postura de la política monetaria, continuamente evalúa si las desviaciones de inflación respecto de sus pronósticos justifican ajustes a la misma, y da seguimiento cercano a la evolución de los principales indicadores económicos, tanto externos como internos, que pueden afectar el nivel general de precios y, por ende, las expectativas de inflación.



Fuente: Banco de México (2018). "Régimen de Objetivos de Inflación con base en Pronósticos". Agosto. International Monetary Fund (2015). "Inflation Forecast Targeting: Applying the Principle of Transparency". Working Paper/15/132. Junio. Svensson, Lars (1998). "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule". National Bureau of Economic Research. Noviembre.



## 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 modificaciones<sup>33</sup>. En dicha política se determinó una meta de inflación de mediano plazo a partir de 2013 de 4.0% +/- 1 punto porcentual<sup>34</sup>, la cual ha demostrado ser el ancla de la política monetaria y guía de los agentes económicos para las decisiones de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro. En la gráfica 49 se muestra que la inflación se ha ubicado dentro de la meta de inflación y se prevé que, tanto en 2019 como en 2020, se mantenga dicho comportamiento. Cabe indicar que, en la citada resolución, se establece que la política monetaria, cambiaria y crediticia se revisará por lo menos una vez al año y, de ser el caso, se propondrán las modificaciones que se consideren convenientes.

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

En ese sentido, tomando en consideración que, por un lado, desde 2005 la autoridad monetaria adoptó el EMEI, el cual se sustenta en 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; y por el otro, que el Fondo Monetario Internacional (FMI) está desarrollando un nuevo Marco de Política Integrado (IPF, por sus siglas en inglés), el cual es parte de su programa de trabajo para los siguientes doce meses y que tiene, como uno de sus objetivos, apoyar las políticas de cada país para mejorar la resiliencia

<sup>33</sup> Resoluciones JM-139-2012, JM-62-2013, JM-121-2013, JM-133-2014, JM-120-2015, JM-123-2016, JM113-2017 y JM-111-2018.

<sup>34</sup> En el documento que contiene la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, se incluyó un análisis detallado acerca de la idoneidad de la meta de inflación (ver páginas 62-70).



macroeconómica y el crecimiento inclusivo, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala realizaron la revisión de una serie de elementos que buscan fortalecer dicho esquema monetario, los cuales consideran diversos criterios, como la gobernanza del Banco Central; el papel de las expectativas de inflación; el mejoramiento de las estadísticas económicas y la importancia de la autonomía del Banco Central. Asimismo, en cuanto a la política monetaria, se efectuó una revisión al Índice Sintético de las Variables Indicativas, mediante una actualización del peso relativo de cada variable en dicho índice, con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada.

El propósito de las referidas revisiones, además de la transparencia, es fortalecer, como se indicó, el EMEI, así como mejorar el conjunto de herramientas analíticas incluidas en el balance de riesgos de inflación, que utiliza la autoridad monetaria para determinar el nivel de la tasa de interés líder y su postura de política monetaria.

Con relación a la política cambiaria, es importante señalar que la flexibilidad cambiaria es considerada 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, 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 operaciones diarias, mediante un incremento tanto en el número de subastas diarias como en el monto de cada una de ellas, con el propósito de ajustar la participación del Banco de Guatemala al tamaño actual del Mercado Institucional de Divisas. Asimismo, se propone la conveniencia de que la política cambiaria, en caso de ser necesario en 2020, haga uso de la facultad prevista en resolución JM-133-2014 de participar en el mercado comprando divisas para acumular reservas monetarias internacionales, dado, principalmente, el contexto de restricción actual de la liquidez en el mercado financiero internacional, que ha propiciado que los bancos centrales del mundo estén aumentando sus reservas internacionales netas, ante posibles choques externos adversos, en un ambiente de creciente volatilidad e incertidumbre a nivel global. La combinación de estas medidas de política cambiaria, permitiría al Banco Central enfrentar de mejor forma los choques en el mercado cambiario, dado que, por una parte, la regla de participación se enfocaría 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 en, por un lado, atender el excedente de divisas en el mercado cambiario, y por el otro, a fortalecer la posición externa del país, en particular, como se indicó, para enfrentar retos provenientes de la cambiante coyuntura internacional que requerirán, 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.

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.

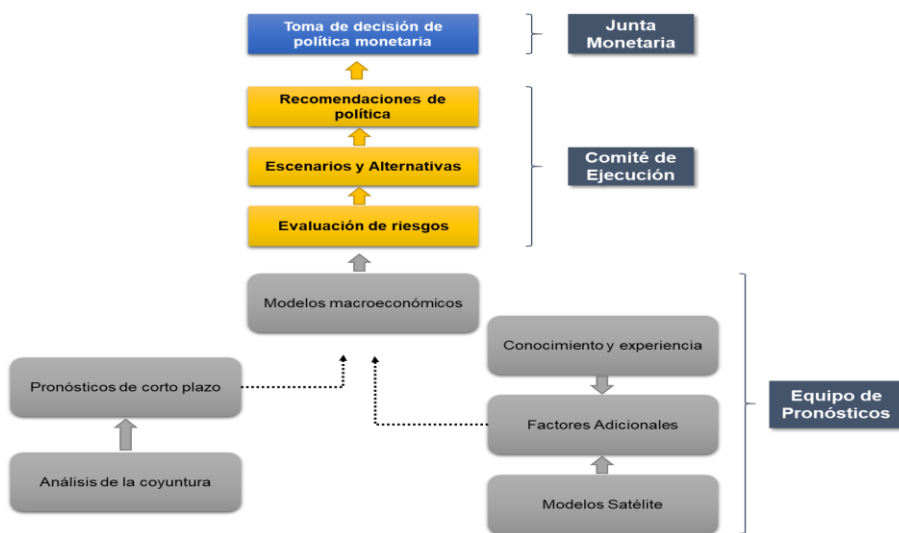
## B. FORTALECIMIENTO DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN (EMEI)

### 1. Gobernanza del Banco Central en el esquema de metas explícitas de inflación

Consistente con el esquema de metas explícitas de inflación y con las herramientas utilizadas por los bancos centrales modernos, el Banco de Guatemala ha implementado desde 2005 el Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria (SPAPM) para aumentar la efectividad de la política monetaria, cambiaria y crediticia. Dicho sistema consiste, por una parte, en un conjunto de herramientas técnicas (modelos macroeconómicos estructural y semi-estructural, así como modelos econométricos de series de tiempo) utilizadas para elaborar pronósticos de variables económicas relevantes para el Banco Central, principalmente pronósticos de inflación y, por la otra, en un grupo de actividades dirigidas a tomar decisiones de política monetaria basadas, entre otros aspectos, en el análisis de dichos pronósticos y de futuros escenarios macroeconómicos derivados de posibles acciones de política monetaria y que son respaldadas por el juicio experto de los analistas económicos del Banco de Guatemala.

Gráfica 58

Estructura del Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria (SPAPM)



Fuente: Elaboración propia. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos.

En ese contexto, el diseño y el manejo de la política macroeconómica se han beneficiado del aumento en la cantidad y la calidad de la información disponible, con lo cual es posible fortalecer el SPAPM, por lo que resulta importante mejorar dicho sistema sobre la base de las mejores prácticas internacionales y la experiencia de otros bancos centrales, lo cual permitiría mostrar la riqueza y uso potencial de los métodos de la macroeconomía moderna aplicada a la política monetaria. En su conjunto, este fortalecimiento también contribuiría a que el Banco de Guatemala continúe concentrando sus esfuerzos en la consecución de su objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios; continuar con los procesos de transparencia y rendición de cuentas que los bancos centrales implementan para aumentar la eficiencia de su política monetaria; y favorecer la discusión académica y las formas en que la política monetaria afecta el desempeño económico.

En consecuencia, conforme a la Ley Orgánica del Banco de Guatemala (artículo 40), se ha designado al Comité de Ejecución para implementar las atribuciones que determine la Junta Monetaria para ejecutar la política monetaria, cambiaria y crediticia; y, con el objeto de ir perfeccionando los pronósticos que elabora el Banco Central, de manera que contribuyan a una mejor toma de decisiones en el manejo de la política monetaria, se recomienda que el Comité de Ejecución evalúe la conveniencia de incluir formalmente el Equipo de Pronóstico (EP) en el Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria. La aplicación operativa de la recomendación anterior, tendrá como punto de partida las sugerencias que resulten de la asistencia técnica por parte del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del Fondo Monetario Internacional, solicitada para 2020; particularmente, las relacionadas con la evaluación del sistema de modelaje macroeconómico que actualmente utiliza el Banco de Guatemala (modelos macroeconómicos, estructural y semi-estructural).

## RECUADRO 10

### LA INCLUSIÓN FINANCIERA Y LA MEJORA EN LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inclusión financiera es un concepto multidimensional, por lo que es posible definirla desde diversas perspectivas. Según la Alianza Global para la Inclusión Financiera (2010), este concepto puede referirse a la capacidad de utilizar los productos y servicios que ofrecen las instituciones financieras formales (acceso); a la relevancia de las características de dichos productos y servicios para satisfacer las necesidades de los usuarios (calidad); a la frecuencia y la duración de uso de tales productos y servicios; o al impacto que estos tienen sobre la vida de los usuarios (bienestar). Los indicadores para medir la inclusión financiera dependen de los criterios utilizados para definirla; sin embargo, los más comunes suelen ser los basados en el acceso y uso de los productos y servicios financieros.

Diversas mediciones relacionadas con los criterios mencionados indican que la inclusión financiera aumentó a nivel mundial desde 2011. Según la base de datos de inclusión financiera del Banco Mundial (*Global Findex*), más personas poseían una cuenta en una institución financiera formal en 2017 que en 2014 y en 2011. Las personas que poseen una cuenta pueden almacenar su dinero de manera más segura y ahorrar para el futuro, además de que pueden realizar pagos, acceder a créditos, realizar compras o recibir remesas más fácilmente. Este comportamiento ha sido favorecido, en parte, por las tecnologías financieras, debido a que éstas han proporcionado canales más eficientes y accesibles para los productos y servicios financieros (Pereira da Silva, 2018). En consecuencia, la proporción de usuarios que utilizaron dichas cuentas para recibir o realizar pagos digitales durante los últimos 12 meses se incrementó en 2017, en comparación con 2014.

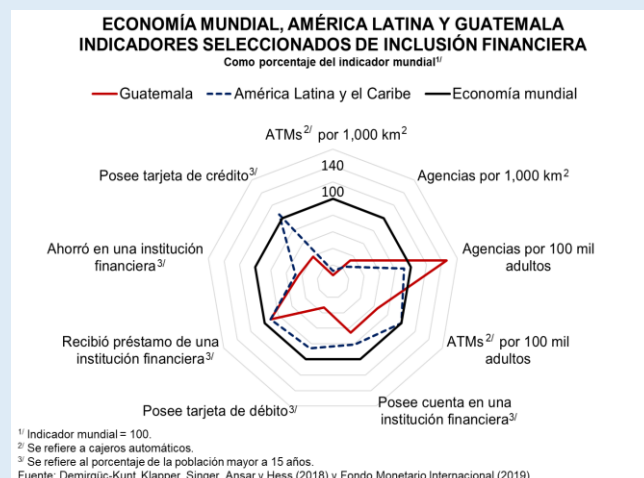
No obstante lo anterior, sigue habiendo espacio para incrementarla. Entre los poseedores de cuentas, la proporción de usuarios reportaron que no hicieron retiros o depósitos durante los últimos 12 meses fue mayor en 2017 que en 2014. Por otra parte, persisten las barreras para obtener cuentas, algunas de las cuales son el elevado costo, la distancia hasta una institución financiera y la documentación requerida (Demirgüç-Kunt, *et al.*, 2018).

Cabe indicar que diversos estudios han encontrado que los usuarios de servicios financieros mejoran su potencial para generar ingresos, gestionan los riesgos financieros de mejor manera, estabilizan su consumo cuando sus ingresos están sujetos a variaciones inesperadas, e incrementan sus ahorros y sus inversiones en capital humano y físico, entre otros (Demirgüç-Kunt, *et al.*, 2018). Por otra parte, existe evidencia empírica de que la inclusión financiera contribuye al crecimiento económico; de hecho, un estudio elaborado por personal del Fondo Monetario Internacional (Sahay, *et al.*, 2015) concluye que un factor determinante es el grado de desarrollo financiero de la economía. Según los mismos autores, estos beneficios son mayores en las economías con un menor grado de desarrollo financiero e indicadores de inclusión financiera más bajos.

Lo anterior y que amplios segmentos de la población permanezcan financieramente excluidos, ha motivado que los gobiernos y los bancos centrales de algunos países, así como organismos internacionales implementen acciones para medir y promover la inclusión financiera.

En Guatemala, los indicadores de inclusión financiera son más bajos que en otros países de la región y que el resto del mundo. El Boletín Trimestral de Indicadores de Inclusión Financiera de la Superintendencia de Bancos reporta que, al 30 de septiembre de 2019, el 100.0% de los municipios cuenta con al menos un punto de acceso (agencias bancarias, establecimientos de agentes bancarios y cajeros automáticos); que existen 15.1 puntos de acceso por cada 10 mil adultos a nivel nacional; que hay 1.3 cuentas de depósitos por cada adulto; y que 12.9% de los adultos tiene al menos un préstamo bancario.

Cabe indicar que, desde hace algunos años, el Banco de Guatemala, el Ministerio de Economía y la Superintendencia de Bancos han trabajado de manera individual e interinstitucional para impulsar la inclusión financiera en el país. Estos esfuerzos condujeron al diseño y la implementación de diversos instrumentos regulatorios orientados a incrementar la inclusión financiera. En 2019, dichas instituciones, de manera conjunta, implementaron la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) para el periodo 2019-2023, la cual establece los lineamientos para coordinar los esfuerzos para ampliar y mejorar el acceso y el uso de los productos y servicios financieros a los distintos segmentos de la población guatemalteca de acuerdo con sus necesidades, especialmente de aquellos que no están integrados al sistema financiero, así como acciones específicas para alcanzar dichos objetivos, en cuatro áreas temáticas: pagos, financiamiento, ahorro y seguros<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Para más información sobre el contenido de la ENIF, ver Anexo 2.

(Continúa en la página siguiente)

**RECUADRO 10** *(Continuación)*

En este contexto, es posible analizar la relación de la inclusión financiera con la política monetaria. Teóricamente, la política monetaria óptima podría ser diferente dependiendo del nivel de inclusión financiera. Por una parte, tendría implicaciones sobre los objetivos del banco central. Si bien tanto la volatilidad de la inflación como la volatilidad de la producción reducen el bienestar, esta última es más importante en presencia de hogares sin acceso a financiamiento (financieramente excluidos), debido a que ellos no pueden distribuir su consumo en el tiempo, dado que éste depende, en mayor medida, de su ingreso corriente. Por tanto, para maximizar el bienestar, el banco central tendría que asignar una mayor ponderación a la volatilidad del producto respecto de la volatilidad de la inflación; mientras que, si el acceso a financiamiento es mayor, la ponderación de la volatilidad de la inflación sería mayor. En consecuencia, en las economías con mayor inclusión financiera, los bancos centrales podrían enfocarse en estabilizar la inflación (Mehrotra y Yetman, 2014).

Por otra parte, tiene implicaciones para la manera en que la política monetaria incide en la economía. Por ejemplo, Galí, López-Salido y Vallés (2004) encontraron que la presencia de consumidores financieramente excluidos implica que la respuesta de política monetaria requerida para estabilizar el producto y la inflación, luego de un choque, es mayor que la requerida en presencia de consumidores financieramente incluidos únicamente.

Adicionalmente, la “potencia” de la tasa de interés como instrumento de política monetaria sería mayor cuando la inclusión financiera es más alta, porque una mayor parte de la economía estaría sujeta a su influencia. Esto sería posible, en la medida en que la inclusión financiera contribuya a modificar la composición de los agregados monetarios, de manera que una mayor parte de la oferta monetaria esté constituida en depósitos que generan intereses, en lugar de efectivo.

Fuente: Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos, con base en Alliance for Financial Inclusion (2010). “La medición de la inclusión financiera para entes reguladores: Diseño e implementación de encuestas”. Febrero. Banco de Guatemala, Ministerio de Economía y Superintendencia de Bancos (2019). “Estrategia Nacional de Inclusión Financiera para Guatemala, ENIF 2019-2023”. Agosto. Demirgüç-Kunt, Asli; Klapper, Leora; Singer, Dorothe; Ansar, Saniya y Hess, Jake Richard (2018). “The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution”. World Bank. Abril. Fondo Monetario Internacional (2019). “Financial Access Survey (FAS)”. Septiembre. Galí, Jordi; López-Salido, David y Vallés, Javier (2004). “Rule-of-Thumb Consumers and the Design of Interest Rate Rules”. Agosto. Pereira da Silva, Luiz Awazu (2018). “Financial inclusion in the age of fintech: a paradigm shift”. Bank for International Settlements. Octubre. Sahay, Ratna; Cihak, Martin; N’Diaye, Papa; Barajas, Adolfo; Mitra, Srobona; Kyobe, Annette; Mooi, Yen Nian y Yousefi, Seyed Reza (2015). “Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?”. IMF Staff Discussion Note. September. The Economist Intelligence Unit (2019). “El Microscopio Global de 2019. El entorno propicio para la inclusión financiera”. Octubre.



## 2. El papel de las expectativas de inflación

Desde hace varias décadas, los avances en la teoría económica y los retos enfrentados en la implementación de la política monetaria mejoraron la comprensión acerca de la importancia de la credibilidad del banco central. En efecto, en la literatura se señala que, si los compromisos anunciados por la autoridad monetaria son creíbles, los costos de reducir la inflación son menores, debido a que el sector privado reduce sus expectativas inflacionarias. Además, se reconoce que cuando la política monetaria se conduce con discrecionalidad, la toma de decisiones está sujeta a la disyuntiva entre honrar o eludir los compromisos previamente anunciados, por lo que dichas decisiones podrían ser inconsistentes en el tiempo, lo cual afectaría la credibilidad del banco central y generaría un sesgo inflacionario.

Dicha relevancia también resulta evidente en la práctica, debido a que algunos bancos centrales, incluyendo el Banco de Guatemala, conducen la política monetaria con base en el EMEI. Esta estrategia se basa, fundamentalmente, en el compromiso de la autoridad monetaria de cumplir con una meta para la inflación, en uno o varios horizontes temporales, por lo que, la eficiencia de este esquema depende, en buena medida, de la credibilidad del banco central para alcanzar la meta anunciada.

La credibilidad del banco central se ve reflejada en las expectativas de inflación del sector privado, debido a que, si éstas se encuentran firmemente ancladas a la meta de inflación, los agentes económicos están convencidos de que el banco central implementará, de manera oportuna, las acciones de política monetaria necesarias para mantener la inflación en torno a la meta. En consecuencia, los choques temporales a la inflación no provocarían futuros ajustes de precios, debido a que las expectativas de mediano y largo plazos no se verían afectadas ante dichos choques.

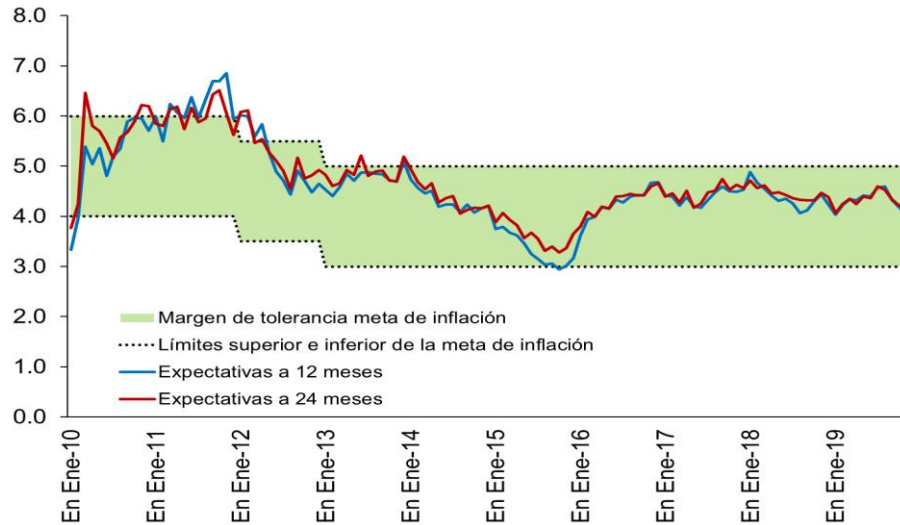
En el caso de Guatemala, el comportamiento de la inflación en torno a la meta y la reducción de la volatilidad también está asociado a la consolidación de la credibilidad del Banco de Guatemala, en el sentido de que las desviaciones respecto de la meta de inflación no han contaminado las expectativas de los agentes económicos respecto de la evolución futura de los precios, o lo han hecho en menor medida que en el pasado, lo que ha contribuido a moderar las variaciones de la inflación observada<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Las expectativas de inflación inciden en la inflación observada directamente mediante los ajustes de precios que realizan las empresas e indirectamente por las presiones sobre los salarios y por las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y las empresas, entre otros (Erlandsen y Urdeval, 2017).

**Gráfica 59**

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

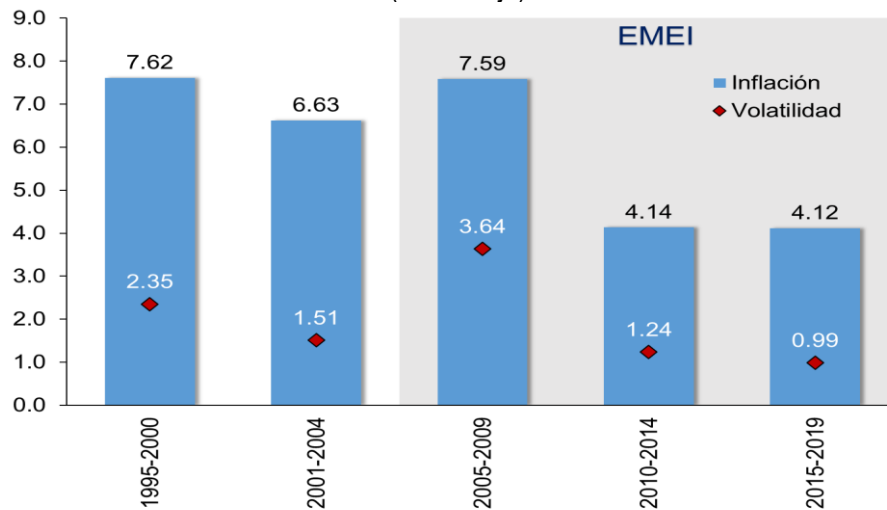


(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de noviembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Adicionalmente, la volatilidad de la inflación se ha reducido gracias al anclaje de las expectativas de inflación, lo que sugiere que el efecto de choques de oferta, tanto externos como internos, ha tendido a ser cada vez menos persistente. Asimismo, el hecho de que continúe habiendo cierta volatilidad en la inflación, valida la pertinencia de contar con una meta puntual con un margen de tolerancia.

**Gráfica 60**

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



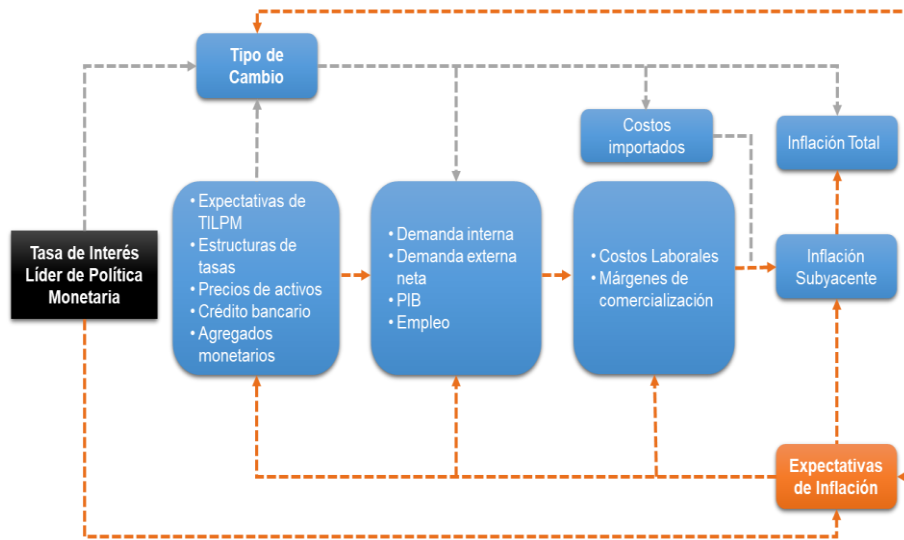
(1) Inflación se refiere a la mediana de la variación interanual del IPC, con frecuencia mensual, para cada rango de fechas; y volatilidad se refiere a la desviación estándar de la variación interanual del IPC, con frecuencia mensual, para cada rango de fechas. Información a octubre de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala.

Desde la perspectiva del mecanismo de transmisión, cabe señalar que los cambios en la tasa de interés líder de política monetaria tienen incidencia directa sobre una serie de variables macroeconómicas importantes, entre ellas, las expectativas de inflación, las cuales inciden de manera directa en la formulación de salarios y en la fijación de precios, los que a su vez determinan la evolución futura de la inflación. En este contexto, ajustes en la tasa de interés líder de política monetaria, pueden modificar las expectativas de los agentes económicos respecto de la evolución futura de los precios.

**Gráfica 61**

Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria:  
Canal de Expectativas de Inflación



Fuente: Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos.

En ese contexto, el Banco de Guatemala realiza mensualmente la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE), con el objetivo de obtener la opinión de un grupo de expertos sobre el comportamiento previsto de algunas variables macroeconómicas del país. Esta encuesta resulta de suma utilidad, dada la importancia que tienen las expectativas de los agentes económicos en la economía de un país; resultan particularmente importantes las expectativas de inflación, debido a que éstas, como se indicó, tienen un importante efecto como canal de transmisión de la política monetaria. En ese sentido, se tiene contemplado una asistencia técnica por parte del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del Fondo Monetario Internacional, la cual tendría, entre otros, el objetivo evaluar la conveniencia de ampliar la gama de indicadores de expectativas de inflación, lo que implicaría analizar la factibilidad de efectuar otras encuestas de expectativas inflacionarias que podrían incluir a empresas (tomando en cuenta entidades financieras) y al público en general, así como la creación de un indicador de expectativas implícitas de inflación. Lo anterior, con el propósito de continuar profundizando el anclaje de las expectativas de inflación.

### 3. 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 en cuanto a producción, consumo, inversión y empleo de los



agentes económicos públicos y privados, así como de facilitar la comparación internacional, el Banco de Guatemala, durante los últimos años, viene impulsando un proceso amplio de mejoramiento estadístico que abarca 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 más recientes y guías que presentan los marcos estadísticos de acuerdo con las mejores prácticas internacionales sobre la materia.

La actualización del Sistema de Cuentas Nacionales de Guatemala implementado en 2019 incorpora los estándares internacionales más recientes y sitúa al país en una posición favorable en la región latinoamericana, con uno de los años de referencia más recientes. Asimismo, la adopción de nuevos clasificadores de actividades económicas y de productos permite disponer de una clasificación más detallada y facilita la comparabilidad internacional. En este sentido, los resultados del Proyecto “Cambio de Año de Referencia del Sistema de Cuentas Nacionales y Adopción del Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008)”, las innovaciones y mejoras realizadas, así como el avance logrado por Guatemala respecto de la región de América Latina y el Caribe se estarán presentando este año (ver Anexo 1).

Adicionalmente, con el propósito de complementar los esfuerzos en el mejoramiento estadístico nacional, se insta al Instituto Nacional de Estadística (INE) a cumplir con el programa de trabajo propuesto para 2020, que incluye, entre otros aspectos, la realización de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares (ENIGFAM), la cual servirá de base para la nueva canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

#### **4. Importancia de la autonomía del Banco Central**

Desde hace varias décadas, los avances en la teoría económica, así como la experiencia que han dejado los retos enfrentados en la implementación de la política monetaria, mejoraron la comprensión acerca de la importancia de la autonomía del banco central. Desde una perspectiva teórica se identificó que, ante la existencia de una relación inversa entre el desempleo y la inflación, los gobiernos tienen incentivos para realizar expansiones monetarias no anticipadas por el sector privado. En este contexto, cuando la política monetaria se conduce con discrecionalidad, la toma de decisiones en la materia está sujeta a una disyuntiva entre cumplir o evadir los compromisos previamente anunciados. Si la autoridad monetaria decide evadirlos, vulneraría su credibilidad ante los agentes económicos y se enfrentaría a dificultades para convencer al público del cumplimiento de sus objetivos en el futuro. Esta pérdida de credibilidad implicaría que el sector privado se orientara hacia expectativas de mayor inflación, lo cual repercute en el desanclaje de las expectativas inflacionarias. Ante este escenario, se ha identificado que dichos efectos son menores cuando la toma de decisiones de política monetaria está delegada y dirigida por un banco central autónomo e independiente que tiene como misión promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Por su parte, desde una perspectiva empírica, se han utilizado diversos indicadores para cuantificar el grado de autonomía de los bancos centrales. Al respecto, la literatura relacionada, usualmente, distingue entre la autonomía política y la económica: la primera se refiere a la capacidad de la institución de establecer sus objetivos de política, lo cual incluye el procedimiento para nombrar a los miembros del directorio, la relación del mismo con el gobierno y las responsabilidades formales del banco central; mientras que la segunda está asociada a la capacidad del banco central de emplear los instrumentos con los que cuenta de manera independiente amparados en la ley, lo que incluye el grado de influencia del gobierno para recibir préstamos del banco central y la naturaleza de los instrumentos bajo el control de la institución, entre otros. Además, la literatura hace referencia a la autonomía financiera del banco central, que se alcanza con un presupuesto propio y la preservación de su patrimonio. A partir de ello, algunos autores también distinguen entre la autonomía formal de los bancos centrales, basada en los factores indicados y la



autonomía efectiva, debido a que los marcos institucionales son débiles en algunos países y los requisitos legales podrían no cumplirse (Grilli, Masciandaro y Tabellini, 1991; Jácome y Vázquez, 2008).

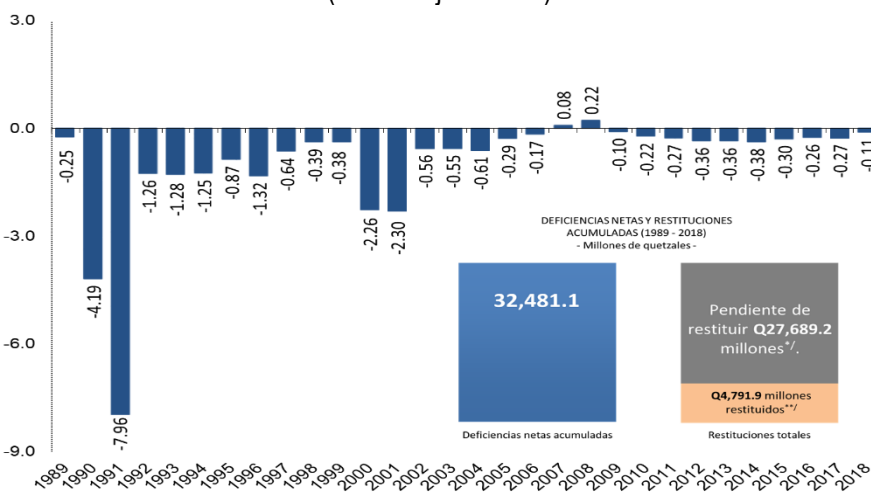
En este contexto, en el EMEI, la autonomía del Banco Central juega un papel fundamental para formular la política monetaria y en la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Además, la asignación de autonomía operativa o instrumental le permite al Banco Central controlar los instrumentos de política requeridos para mantener una inflación baja y estable. Asimismo, la transparencia es importante en el contexto de rendición de cuentas en cuanto al cumplimiento de su objetivo fundamental, lo cual es un significativo componente al adoptar un esquema de metas explícitas de inflación. Estos elementos son relevantes, debido a que la eficacia del EMEI se basa, en gran medida, en la credibilidad del banco central, la cual le permite orientar y anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos a la meta determinada por la autoridad monetaria.

Cabe indicar que, entre los componentes del balance general del Banco Central se encuentra su patrimonio, cuya función primordial es la de contribuir a la absorción de pérdidas, las cuales se generan por las operaciones monetarias y cambiarias que realizan este tipo de entidades para cumplir con su objetivo de política. La acumulación de dichas pérdidas a lo largo del tiempo puede erosionar el patrimonio del banco central, el cual, aunque no está sujeto a regulación que establezca un requerimiento patrimonial mínimo, como sí lo están los bancos comerciales, le permite a la autoridad monetaria enfrentar menos restricciones para la conducción de su política monetaria.

El Banco de Guatemala ha reportado un costo acumulado de la política monetaria, cambiaria y crediticia pendiente de restituir por parte del Estado correspondiente al periodo 1989-2001 y las deficiencias netas de 2002, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 (se realizó una restitución parcial), 2016, 2017 y 2018, lo cual ha propiciado que el patrimonio del Banco de Guatemala se haya venido debilitando.

Gráfica 62

Banco de Guatemala  
Deficiencia neta (1)  
(Porcentaje del PIB)



(1) Al 31 de diciembre de 2018.  
Nota: signo (-) igual a deficiencia neta.  
\*/ Incluye Q644.4 millones correspondientes a la deficiencia neta de 2018.  
\*\*/ Incluye Reserva General.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Por lo anterior, es importante resaltar que, en la medida en que el gobierno central mantenga una política fiscal disciplinada y sostenible en el largo plazo, que es la base para que el Banco de Guatemala reduzca sosteniblemente sus operaciones de estabilización monetaria y, por ende, sus deficiencias netas futuras, en esa medida el monto a pagar por el gobierno por dicho concepto sería menor y, de igual manera, se reduciría el periodo en que deba hacerlo; consecuentemente, el gobierno empezaría a percibir los excedentes netos generados por el Banco Central. La absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuvaría a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por tanto, contribuiría al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Esto se debe a que dicha medida fortalecería el patrimonio del Banco Central, lo que implicaría un mayor margen de maniobra en el uso de sus instrumentos monetarios para cumplir con su objetivo fundamental.

## 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 cambiar en el tiempo, se procedió a incorporar la última información disponible para evaluar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustados en el seguimiento del próximo año. Derivado de lo anterior, como se muestra en el cuadro 9, la evaluación de los coeficientes de correlación sugiere que los pesos relativos de las variables indicativas se podrían ajustar, aunque de manera moderada, a fin de que el Índice Sintético mejore su poder informativo, en beneficio del balance de riesgos de inflación.

**Cuadro 9**

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

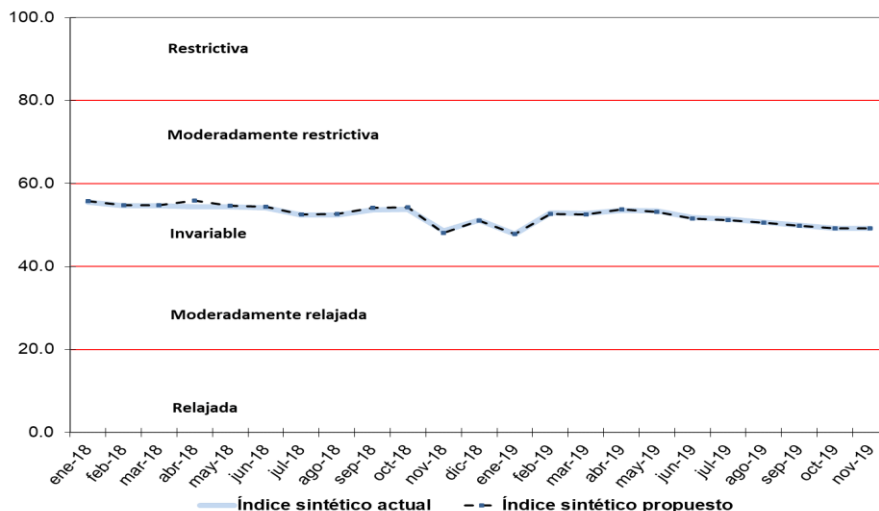
VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable en el Índice Sintético		
	Vigente	Propuesto	Diferencia
Ritmo inflacionario subyacente proyectado	25	25	0
Ritmo inflacionario total proyectado	24	25	1
Expectativas de inflación del panel de analistas privados	23	24	1
Tasa de interés promedio de los Modelos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

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 2018-2019 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 63).

**Gráfica 63**

Índice Sintético Actual y Propuesto  
2018-2019  
(Porcentaje)



Fuente: Banco de Guatemala.

## D. POLÍTICA CAMBIARIA<sup>36</sup>

### 1. Modificaciones a la regla de participación

En un esquema de metas explícitas de inflación, como se indicó, se considera importante la flexibilidad del tipo de cambio nominal, con el propósito de que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria tiene un solo objetivo como ancla nominal (la inflación). Ello implica que el tipo de cambio nominal debe ser determinado por la interacción entre oferentes y demandantes en el mercado cambiario. Las principales ventajas de mantener un régimen de tipo de cambio flexible son: a) facilitar el ajuste de la economía ante choques reales; b) prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas); c) evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto; y d) desincentivar movimientos de capitales especulativos. En ese orden de ideas, el desarrollo del sistema financiero y la credibilidad de la política monetaria en el 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. El hecho de que exista credibilidad en el control de la inflación contribuye a impedir que depreciaciones significativas en el tipo de cambio nominal generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de relativa estabilidad de precios internos, que constituye el objetivo fundamental del banco central.

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

<sup>36</sup> 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.

imperfecciones de mercado, en virtud de su bajo desarrollo financiero, lo que hace que se observen expectativas exacerbadas que terminan provocando conductas de manada<sup>37</sup>, en parte, explicadas por la asimetría en la información. Por lo tanto, dichas imperfecciones pueden requerir el uso de opciones de política cambiaria para suavizar fluctuaciones cambiarias, lo que, entre otras formas, puede lograrse mediante el uso de reglas de participación del banco central en el mercado. Sin embargo, dicha participación debe ser vista como un proceso de transición hacia una mayor flexibilidad que contribuya a minimizar los efectos de choques externos, en tanto se va avanzando en la profundización o mayor integración a los mercados financieros; es decir que, sin eliminarse la posibilidad de que el tipo de cambio actúe como un estabilizador automático frente a los impactos de dichos choques, los agentes económicos puedan ir familiarizándose con mayores niveles de volatilidad. Por ello, la participación debe tener como único propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En adición, la flexibilidad cambiaria significa que la autoridad monetaria no debe estimular tendencias del tipo de cambio nominal que favorezcan a determinado sector económico. Por ese motivo, la participación en el mercado cambiario mediante una regla debe ser simétrica, transparente y comprensible a los mercados, características que definen a la actual regla cambiaria utilizada por el Banco de Guatemala.

En ese contexto, 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 del mercado. Para el efecto, se propone hacer ajustes al monto máximo de operaciones diarias, mediante un incremento en el monto de cada una de ellas, con el propósito de mejorar la eficacia de la participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas.

Al respecto, en 2017, el monto máximo diario de participación se incrementó a US\$40.0 millones, equivalente 0.11% de total negociado en 2016. No obstante, entre 2017 y 2019, el monto de las operaciones totales negociadas en el Mercado Institucional de Divisas (MID) aumentó aproximadamente 15.1%, pasando de US\$43,866.0 millones a US\$50,482.4 millones, por lo que el monto máximo diario de participación (cinco subastas al día por un monto de US\$8.0 millones cada una) equivalió a finales de 2019 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\$40.0 millones a US\$50.0 millones diarios. 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\$8.0 millones cada una a US\$10.0 millones cada una). 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 monto de subastas, tanto para la venta de divisas 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”.

En resumen, se considera que la regla de participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, ha sido un instrumento eficiente para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. El Banco de Guatemala ha tenido una participación en el referido mercado utilizando principios transparentes y consistentes con el régimen de metas explícitas de inflación. No obstante, con el propósito de ir

---

<sup>37</sup> Por ejemplo, las expectativas de depreciación se pueden exacerbar, si los agentes económicos consideran que el tipo de cambio seguirá depreciándose, en cuyo caso, tratarían de comprar la mayor cantidad de divisas posible ante la posibilidad de una depreciación mayor; en contraste, si las expectativas fueran de apreciación, éstos tratarían de vender más rápidamente sus divisas, provocando una mayor oferta en el mercado, acelerando la apreciación cambiaria.



perfeccionando cada vez más la regla y, a la vez, que la misma se ajuste a la forma que evoluciona el mercado cambiario, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala proponen elevar el monto máximo diario de participación de US\$40.0 millones a US\$50.0 millones, mediante el incremento en el monto máximo de las subastas diarias de US\$8.0 millones cada una a US\$10.0 millones<sup>38</sup>.

## 2. Mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales

La conveniencia de acumular Reservas Monetarias Internacionales (RMI), se sustenta en el hecho que éstas 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 varios beneficios de acumular reservas, entre los 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 créditos 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 la acumulación adicional de reservas monetarias internacionales, dado, principalmente, el contexto de restricción actual de la liquidez en el mercado financiero internacional, que ha propiciado que los bancos centrales del mundo estén aumentando sus reservas internacionales netas, ante posibles choques externos adversos, en un ambiente de creciente volatilidad e incertidumbre a nivel global, permitiría enfrentar de mejor manera los retos que provienen de una coyuntura internacional cada vez más cambiante que, como se mencionó, podría requerir que el Banco Central, en el futuro, tenga que utilizar sus reservas internacionales para moderar la volatilidad que generarían presiones significativas a la depreciación. Es importante señalar que dicha acumulación debe efectuarse de una manera programada y gradual para que no se generen 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 actual durante 2020 podría hacerse 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\$500.0 millones, tomando en consideración el excedente de divisas que aún prevalece en el mercado cambiario y los excedentes que podrían registrarse en los primeros seis meses del próximo año.

La combinación del incremento en el monto máximo diario de cada una de las subastas de la regla de participación en el mercado cambiario y la implementación del mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, permitirían al Banco Central enfrentar de mejor forma los choques en el mercado cambiario, dado que, por una parte, la regla de participación se enfocaría en atender los flujos de alta frecuencia que, en un marco de flexibilidad cambiaria, moderarían la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia y, por la otra, la acumulación

<sup>38</sup> Adicionalmente, para apoyar una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, evaluará la conveniencia de realizar ajustes operativos en la implementación de la regla de participación en el mercado cambiario, cuyos resultados se informarán a la Junta Monetaria en su oportunidad.

de reservas monetarias internacionales se centraría en atender el excedente de divisas en el mercado cambiario, con el beneficio de que la referida acumulación le permitiría al Banco Central fortalecer la posición externa del país, en particular para enfrentar retos provenientes de la cambiante coyuntura internacional que requerirán, eventualmente, que el Banco Central tenga que utilizar sus reservas internacionales para moderar la volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladen directamente al sector real.

#### **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. En ese sentido, tomando en consideración las mejores prácticas internacionales en la materia y a efecto de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, el Banco de Guatemala, en un esquema de metas explícitas de inflación, anuncia periódicamente el calendario anual de las reuniones en las que la autoridad monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. Dicho calendario considera, por una parte, la disponibilidad de la información relevante para la toma de decisión respecto de la tasa de interés líder y, por la otra, la adecuación del 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. Para 2020 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 2020**

FECHA
19 DE FEBRERO
25 DE MARZO
29 DE ABRIL
27 DE MAYO
24 DE JUNIO
26 DE AGOSTO
30 DE SEPTIEMBRE
25 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 2019.
- B. Autorizar las modificaciones propuestas a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente.



## **ANEXOS**



## ANEXO 1

# PRINCIPALES RESULTADOS DEL PROYECTO “CAMBIO DE AÑO DE REFERENCIA Y ADOPCIÓN DEL SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES 2008 (SCN 2008)”<sup>39</sup>

### 1. Introducción

De acuerdo con lo instruido por la Junta Monetaria mediante resolución JM-67-2018, del 5 de septiembre de 2018, la oficialización de los resultados del proceso de implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008) con año de referencia 2013, debía realizarse en el transcurso del segundo semestre de 2019. En ese sentido, en el anexo III del Informe de Política Monetaria a junio de 2019 se describieron los aspectos generales sobre el año de referencia de las cuentas nacionales, el proceso de implementación del proyecto, la actualización de estadística básica y los estudios especiales realizados, así como las innovaciones y mejoras incorporadas al sistema de cuentas nacionales de Guatemala para cumplir con las metodologías, clasificaciones y estándares más recientes contenidos en el SCN 2008 y demás manuales relacionados.

De manera complementaria, en el presente anexo se describen los principales resultados obtenidos en el nuevo año de referencia de las cuentas nacionales (2013), incluyendo información reciente de países de la región latinoamericana que han actualizado sus respectivos sistemas de cuentas nacionales, la revisión de los principales indicadores macroeconómicos relacionados con el Producto Interno Bruto (PIB), la medición del PIB por los tres enfoques (producción, gasto e ingreso), así como el análisis del valor agregado por sector institucional con énfasis en el sector informal<sup>40</sup>.

### 2. Cambio en el nivel del Producto Interno Bruto (PIB)

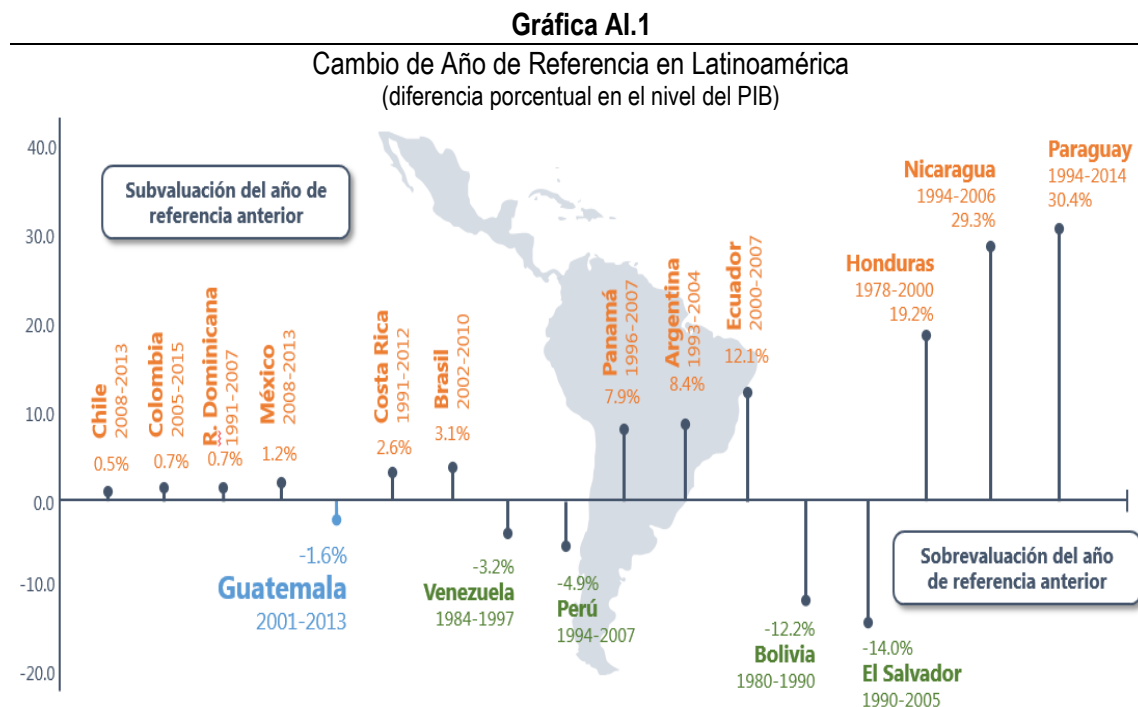
La evidencia internacional sugiere que la actualización del año de referencia de las cuentas nacionales y la implementación de nuevos estándares metodológicos para la medición de la economía, genera resultados distintos a los reportados en las cuentas nacionales oficiales con metodologías y fuentes de información previas, tanto en los niveles como en la composición de los distintos agregados. Al revisar la experiencia de los países latinoamericanos en sus últimas actualizaciones del año de referencia de las cuentas nacionales, la gráfica AI.1 muestra, en el cuadrante superior, aquellos casos en los que el valor del PIB del nuevo año de referencia fue mayor al registrado en el PIB oficial; es decir, que este último tenía una subvaluación, donde resaltan los resultados de Paraguay, Nicaragua y Honduras, cuyo PIB oficial registró una subvaluación del orden de 30.4%, 29.3% y 19.2%, en su orden.

Por su parte, en el cuadrante inferior de dicha gráfica se encuentran los países cuyo valor del PIB del nuevo año de referencia fue menor al registrado en el PIB oficial; es decir, que este último tenía una sobrevaluación. Destacan los resultados de El Salvador y de Bolivia, con una sobrevaluación del PIB oficial del orden del 14.0% y 12.2%, en su orden. En el caso de Guatemala, la actualización del año de referencia de 2001 a 2013 dio como resultado una de las diferencias más bajas en los países de América Latina y El Caribe, dado que el valor del PIB publicado para 2013

<sup>39</sup> Elaborado por el Departamento de Estadísticas Macroeconómicas del Banco de Guatemala.

<sup>40</sup> Para mayor detalle sobre los aspectos generales y principales resultados de la actualización del sistema de cuentas nacionales de Guatemala, consultar el sitio de Internet del Banco de Guatemala, en el apartado de Estadísticas Macroeconómicas.

muestra una leve sobrevaluación de 1.6%, al pasar de Q423,098 millones a Q416,383 millones en el nuevo año de referencia.



Fuente: Elaboración propia con información de los bancos centrales e institutos nacionales de estadísticas.

Al utilizar el nuevo nivel del PIB obtenido en 2013 para comparar algunos indicadores macroeconómicos relevantes tales como la carga tributaria, el déficit fiscal y la deuda pública respecto del PIB, se observa que no existen cambios significativos derivados de la actualización del año de referencia de las cuentas nacionales de Guatemala, según se muestra en el Cuadro AI.1.

**Cuadro AI.1**  
Indicadores Macroeconómicos Año 2013

Indicador	Referencia 2001	Referencia 2013
Carga tributaria (%)	11.0	11.1
Déficit fiscal / PIB (%)	2.1	2.2
Deuda pública total / PIB (%)	24.8	25.2

Fuente: Elaboración propia con información del Ministerio de Finanzas Públicas.



### 3. Aporte al PIB por el origen de la producción

#### a) Comparación histórica en Guatemala

De manera general, el análisis del PIB por el origen de la producción, inicia con una agrupación muy simplificada entre sector primario, secundario y terciario<sup>41</sup>, por medio del cual se observa que Guatemala no ha estado exenta del fenómeno de la terciarización de la economía, dado que en esta actualización del año de referencia de las cuentas nacionales se presenta un incremento en el aporte del sector terciario al PIB, el cual pasó de 53.9% en 2001 a 60.8% en 2013; a diferencia de los sectores primario y secundario que disminuyeron su participación de 14.7% a 11.8% y 26.2% a 21.6%, respectivamente.

#### b) Comparación con países de la región centroamericana y otros países

En el contexto de la región centroamericana, México y la República Dominicana, se observa que el sector terciario es el que tiene mayor aporte al PIB en todos los países (en promedio 60.7%), destacando en los extremos Panamá con 70% y Nicaragua con 48%. Por su parte, el sector primario es el que menos participación tiene en el PIB, en promedio 10.2%; mientras que el sector secundario registra un aporte promedio de 22.5%. De tal manera que la nueva participación de los tres sectores de la economía guatemalteca es congruente con el comportamiento observado en la economía de los países de la región.

#### c) Nueva estructura de la actividad productiva

De acuerdo con los cambios derivados de la adopción de la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU) revisión 4, en la gráfica AI.2 se muestra la nueva estructura de la actividad productiva nacional, clasificada en 17 grupos de actividades económicas. Cabe mencionar, que el uso de la CIIU como clasificador universal de referencia de las actividades productivas y la agregación que se seleccione, permite que las cuentas nacionales de un país sean plenamente comparables a nivel internacional.

En esta agregación, las cuatro actividades económicas con mayor participación son: comercio y reparación de vehículos; industrias manufactureras; agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; y actividades inmobiliarias; que aportan, en conjunto, más del 50% del PIB de 2013. También destacan las actividades de información y comunicaciones (4.6%), la construcción (4.3%), la enseñanza (4.3%) y la administración pública y defensa (4.0%).

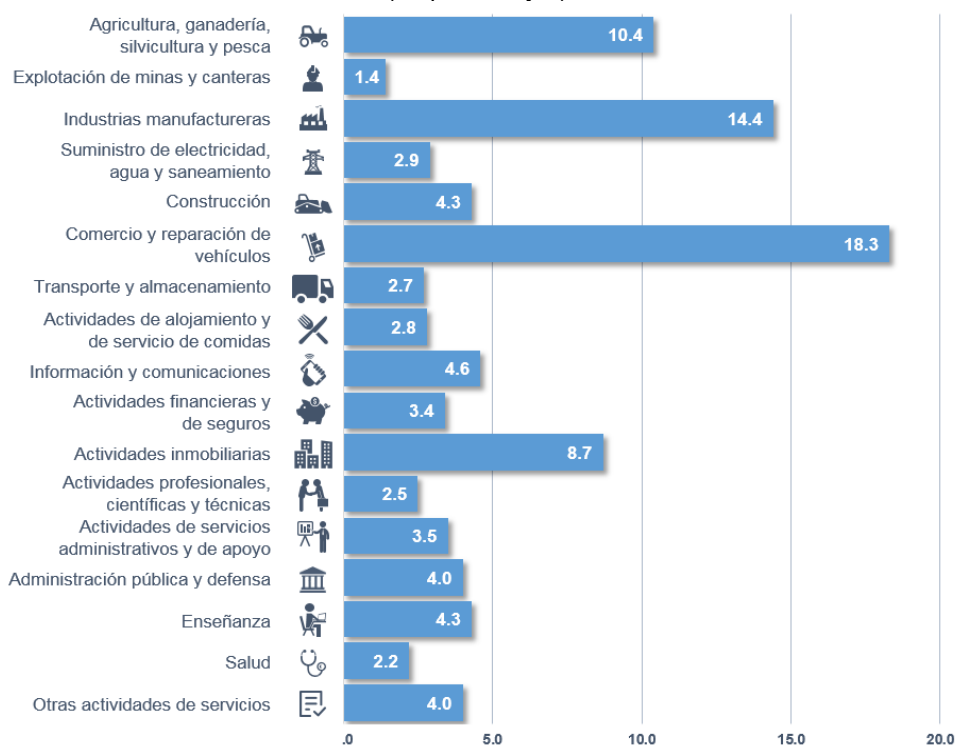
En cuanto al resto de actividades económicas, del valor agregado generado por el alojamiento y servicio de comidas, el 91% corresponde a los servicios de comidas y bebidas y el 9% a los servicios de alojamiento. En el caso de las actividades profesionales, científicas y técnicas, destacan los servicios de gestión empresarial (servicios de consultorías) que representan un 37% de su valor agregado, los servicios jurídicos y de contabilidad un 29%, y los servicios de publicidad y estudios de mercado un 15%.

Respecto al grupo de actividades de servicios administrativos y de apoyo, la dotación de personal representa un 38% de su valor agregado, resultado de la tercerización de este tipo de servicios que antes era contratado directamente por las distintas actividades productivas, los servicios de seguridad representan un 19%, los servicios de arrendamiento un 17%, en tanto que los servicios de centros de llamadas (*call centers*) aportan un 11%.

<sup>41</sup> El **sector primario** incluye las actividades de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; y de explotación de minas y canteras. El **sector secundario** se refiere a las industrias manufactureras, el suministro de electricidad, agua y saneamiento; y la construcción. El **sector terciario** incluye el comercio y reparación de vehículos; transporte y almacenamiento; actividades de alojamiento y de servicio de comidas; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa; enseñanza; salud y otras actividades de servicios.

Gráfica AI.2

Nueva Estructura de la Actividad Productiva de Guatemala, CIIU Revisión 4  
(en porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

#### 4. Valor agregado por sector institucional

Desde el ámbito de los sectores institucionales, en la gráfica AI.3 se observa que el 51% del valor agregado de la economía es generado por las sociedades no financieras (color celeste); el 37% por el sector hogares (color rojo), el 8% por el gobierno general (color verde), el 3% por las sociedades financieras (color morado) y el restante 1% por las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares (ISFLSH), en color azul oscuro.

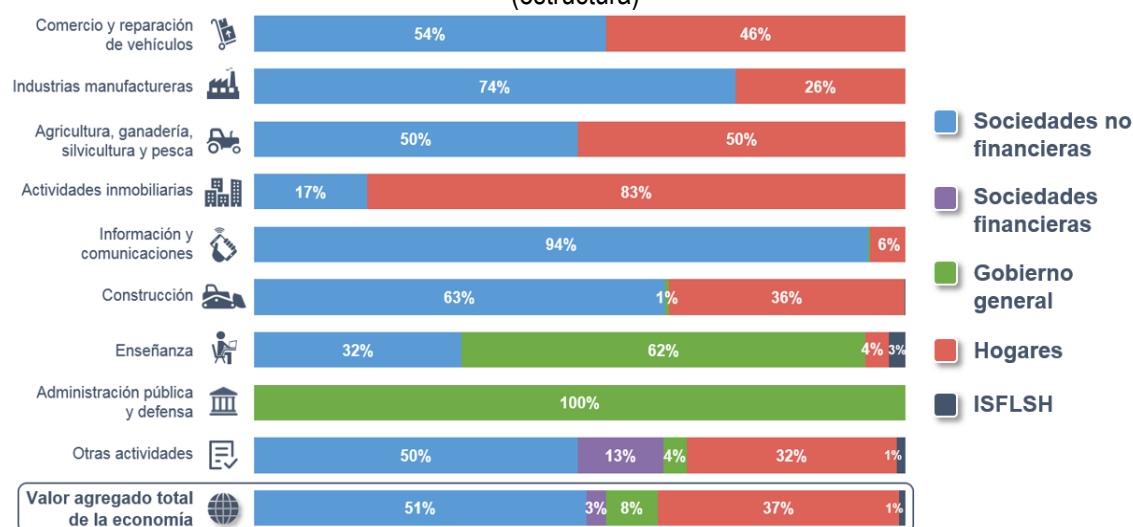
Desde esta perspectiva, también se puede analizar el valor agregado por la actividad económica y el sector institucional que lo genera. En ese sentido, la gráfica AI.3 también presenta el valor agregado para las ocho actividades económicas con mayor aporte al PIB (en su orden) y para el grupo de otras actividades, identificando dentro de cada una de ellas la proporción que representa cada uno de los sectores institucionales.

Al respecto, las sociedades no financieras aportan a la actividad de información y comunicaciones un 94% de su valor agregado, mientras que a las industrias manufactureras aportan un 74% y a la construcción 63%. Por su parte, el gobierno general aporta el 100% del valor agregado de la administración pública y defensa y el 62% de la enseñanza.

Asimismo, es importante el aporte del sector hogares en la generación de valor agregado de algunas actividades económicas, entre las cuales destaca un 83% en las actividades inmobiliarias, un 50% en la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, y un 46% en el comercio y reparación de vehículos. Por su parte, las sociedades financieras participan con un 13% en la generación de valor agregado del grupo de otras actividades, lo cual está relacionado con su alto aporte en las actividades financieras y de seguros. Finalmente, las ISFLSH aportan un 3% y un 1% en la generación del valor agregado de la enseñanza y las otras actividades, respectivamente.

**Gráfica AI.3**

Valor Agregado por Actividad Económica y Sector Institucional  
(estructura)



Fuente: Banco de Guatemala.

## 5. Valor agregado del sector informal

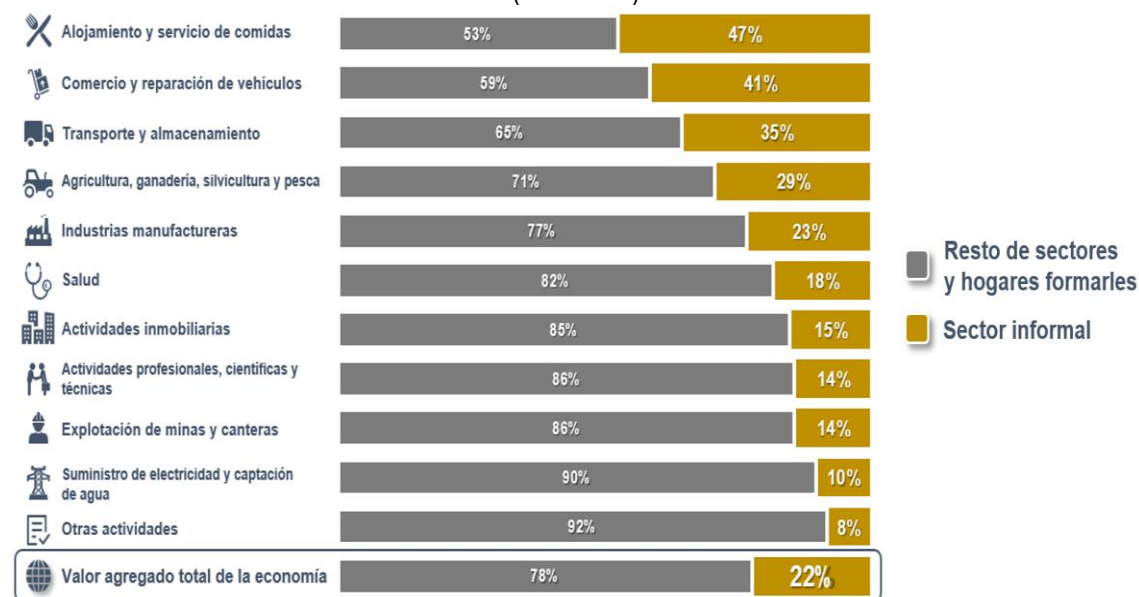
De acuerdo con lo recomendado por el SCN 2008, en el nuevo año de referencia de las cuentas nacionales se realiza una medición explícita del valor agregado del sector informal, como parte del sector de los hogares productores. Como se indicó en el apartado previo, el 37% del valor agregado total de la economía es generado por el sector institucional de los hogares, dentro de los cuales existen hogares con características de informalidad<sup>42</sup> a partir de las cuales se determinó que el 40% de dicho valor agregado es generado por los hogares formales y el 60% restante es generado por los hogares informales, el cual representa un 22% del valor agregado total de la economía guatemalteca.

En la gráfica AI.4 se muestra la participación del sector informal en la generación de valor agregado de cada una de las actividades económicas y de la economía total. Al respecto, destaca el aporte de los hogares informales en el valor agregado de las actividades de alojamiento y de servicio de comidas (47%); comercio y reparación de vehículos (41%); transporte y almacenamiento (35%); agricultura, ganadería, silvicultura y pesca (29%); industrias manufactureras (23%), entre otras.

<sup>42</sup> De acuerdo con las recomendaciones internacionales y el marco de referencia del SCN 2008, la definición estadística del sector informal toma en cuenta las siguientes variables: el tamaño de las unidades informales, la categoría ocupacional, la clasificación de ocupación, el marco jurídico y/o administrativo, la afiliación a la seguridad social y el tipo de actividad económica.

**Gráfica AI.4**

**Valor Agregado Generado por los Hogares Informales (estructura)**



Fuente: Banco de Guatemala.

## 6. PIB por el destino del gasto

Desde el punto de vista de la demanda, destaca el consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares que continúa siendo el componente con mayor participación en el PIB, el cual pasó de representar 83.4% en el año de referencia 2001 a 85.6% en el año de referencia 2013, como consecuencia de la actualización de la estructura de la canasta de consumo de los hogares obtenida de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares (ENIGFAM) 2009-2010.

En el caso del consumo final del gobierno general, su participación incrementó a 11.3% como resultado de la disponibilidad de mayor detalle de información relacionada con el gasto de consumo final de los gobiernos locales. Por su parte, la formación bruta de capital pasó de representar 19.7% en el año de referencia 2001 a 15.8% en el año de referencia 2013, resultado de la aplicación de nuevos criterios de clasificación en la importación de bienes de capital asociados al consumo final de los hogares y al consumo intermedio de las actividades económicas.

Las exportaciones netas de bienes y servicios continúan siendo negativas, derivado del mayor monto de importación en relación al monto de exportación, con una participación de -12.7% en el PIB. Sobresale, como principal cambio, la medición de los servicios de manufactura sobre insumos físicos propiedad de terceros (maquila), en sustitución de la medición anterior que registraba tanto el valor de los bienes importados como insumos (aunque estos no cambiaran de propiedad entre residentes y no residentes) como el valor de la exportación de dichos insumos que incluían el servicio de transformación. Al respecto, en el año de referencia 2013, tal como lo recomiendan el SCN 2008 y el Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6), se dejó de registrar la importación y la exportación de los referidos bienes y, en su lugar, únicamente se registra el valor de la exportación correspondiente al servicio de transformación de los insumos que son propiedad de terceros (no residentes).



## 7. PIB por la distribución del ingreso

Al comparar el PIB por el enfoque del ingreso entre ambos años de referencia, se observa que, con la nueva medición, el componente de remuneración de los asalariados aumentó su participación en el PIB de 33.4% a 36.7%, mientras que los impuestos netos sobre la producción y las importaciones pasaron de representar un 8.1% a 6.5%. Por su parte, el excedente de explotación bruto y el ingreso mixto bruto mantienen participaciones similares (38.0% y 18.8%, respectivamente).

Los resultados de este enfoque de medición del PIB se fortalecieron con la elaboración de la Matriz de Empleo e Ingresos (MEI), uno de los nuevos productos del cambio de año de referencia 2013 que constituye un método para integrar en un solo marco analítico, las estadísticas económicas y los datos relacionados con el mercado de trabajo, asegurando la coherencia entre el marco central del sistema de cuentas nacionales y el nivel de empleo. Esta matriz cumple con diversos objetivos, entre ellos, armonizar los niveles de producción y utilización de la mano de obra, proporcionar herramientas para el análisis de productividad sectorial, estimar la producción no registrada en las encuestas de establecimientos e imputar el valor agregado a los hogares, entre ellos al sector informal, con lo que se logra una mayor precisión en la estimación de la remuneración a los asalariados y del ingreso mixto.



## ANEXO 2

### ESTRATEGIA NACIONAL DE INCLUSIÓN FINANCIERA PARA GUATEMALA<sup>43</sup> ENIF 2019-2023

#### 1. Introducción

La inclusión financiera tiene un rol relevante en el crecimiento y el desarrollo económico, lo cual ha motivado a diversos países a adoptar estrategias que propicien una mayor inclusión financiera. Estas estrategias son instrumentos que permiten establecer una orientación clara para los esfuerzos dirigidos a incrementar la inclusión financiera, a partir de la definición de objetivos y el planteamiento de acciones prioritarias a implementar de manera coordinada entre los sectores público y privado. Durante la última década, la adopción de estas estrategias avanzó significativamente en el mundo; en efecto, a mediados de 2018, más de 35 países habían publicado una Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF), incluyendo a Brasil, Perú, Colombia y México, además de que al menos 25 países estaban en el proceso de desarrollo de sus respectivas estrategias (Banco Mundial, 2018).

En Guatemala, el lanzamiento de la ENIF fue el 31 de octubre del presente año, en un evento en el que participaron el Vicepresidente de la República, el Ministro de Economía, el Presidente del Banco de Guatemala y el Superintendente de Bancos; así como representantes del sector empresarial y productivo del país, organismos internacionales, cuerpo diplomático, sector académico y centros de investigación; además, invitados especiales que compartieron su amplia experiencia en temas relacionados con la colaboración público-privada para impulsar la inclusión financiera de forma sostenible, los retos y oportunidades de la inclusión financiera y los servicios financieros digitales que facilitan la inclusión financiera, entre otros. Dicha estrategia fue diseñada por un grupo de trabajo interinstitucional con representantes de la Superintendencia de Bancos (SIB), del Banco de Guatemala y del Ministerio de Economía, con base en la experiencia internacional y las mejores prácticas en materia de promoción de la inclusión financiera<sup>44</sup>. A continuación, se describen brevemente los principales objetivos y elementos estratégicos de la ENIF para Guatemala<sup>45</sup>.

#### 2. Estrategia Nacional de Inclusión Financiera para Guatemala 2019-2023

La ENIF constituye un instrumento para coordinar los esfuerzos a nivel nacional, tanto del sector público como del sector privado, para incrementar la inclusión financiera. En dicha estrategia, la inclusión financiera está definida como el acceso y uso de productos y servicios financieros confiables, eficientes y adecuados de parte de todos los agentes económicos. En consecuencia, el objetivo de la ENIF es ampliar y mejorar el acceso y uso de los productos y servicios financieros a los distintos segmentos de la población de acuerdo con sus necesidades, especialmente de aquellos que actualmente no están integrados al sistema financiero. En ese sentido, con la estrategia se busca potenciar la actividad económica y financiera de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME), así como mejorar las condiciones de vida de los guatemaltecos.

---

<sup>43</sup> Elaborado por el Departamento de Análisis de Estabilidad Financiera del Banco de Guatemala.

<sup>44</sup> En la etapa de formulación de la propuesta de la ENIF, dicho grupo de trabajo contó con el apoyo de la Oficina de Asistencia Técnica del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América (OTA, por sus siglas en inglés).

<sup>45</sup> La Estrategia Nacional de Inclusión Financiera para Guatemala (ENIF 2019-2023), puede consultarse en el portal electrónico de las instituciones que la impulsan.



Específicamente, las acciones de la estrategia promoverán la inclusión financiera por medio de la creación de opciones de ahorro y crédito, alternativas para realizar pagos y herramientas de mitigación de riesgos, por lo que estarán enmarcadas en cuatro **áreas temáticas: pagos, financiamiento, ahorro y seguros**. Los objetivos en cada una de estas áreas son: i) fortalecer la utilización de medios de pago inclusivos que sean modernos, seguros y confiables; ii) ampliar el acceso a productos de crédito y otros mecanismos de financiamiento que permitan garantías no convencionales y que puedan estar basados en sistemas de información crediticia integrales; iii) desarrollar productos y servicios de ahorro confiables, accesibles y adecuados a las necesidades de los diferentes segmentos de la población; y iv) ampliar el alcance, la cobertura, los canales de distribución y la diversificación de los seguros, así como a desarrollar nuevos productos de seguros.

Dichas acciones estarán complementadas por otras que permitan que los usuarios de los productos y servicios financieros tomen decisiones financieras informadas y cuenten con la protección adecuada, entre otros, en todas las áreas consideradas, por lo que la estrategia cuenta, además, con cuatro **ejes transversales: educación financiera; protección al usuario de productos y servicios financieros; comunicación y adhesión a la estrategia; y emprendimiento y desarrollo de las MIPYME**. El propósito de cada uno de estos ejes es: i) implementar programas integrales que faciliten la comprensión de los beneficios, conceptos, productos y riesgos financieros, así como incorporar componentes de esta formación en el Currículo Nacional Base; ii) fortalecer el marco legal, regulatorio e institucional para proteger adecuadamente al usuario; iii) dar a conocer la ENIF a la población y a las entidades públicas y privadas relevantes, incorporándolas a la estrategia; y iv) facilitar el acceso a financiamiento y servicios de desarrollo empresarial para aumentar la productividad y competitividad de las MIPYME, lo que potencialmente coadyuvaría a la creación de empresas, la generación de empleos y la reducción de la pobreza.

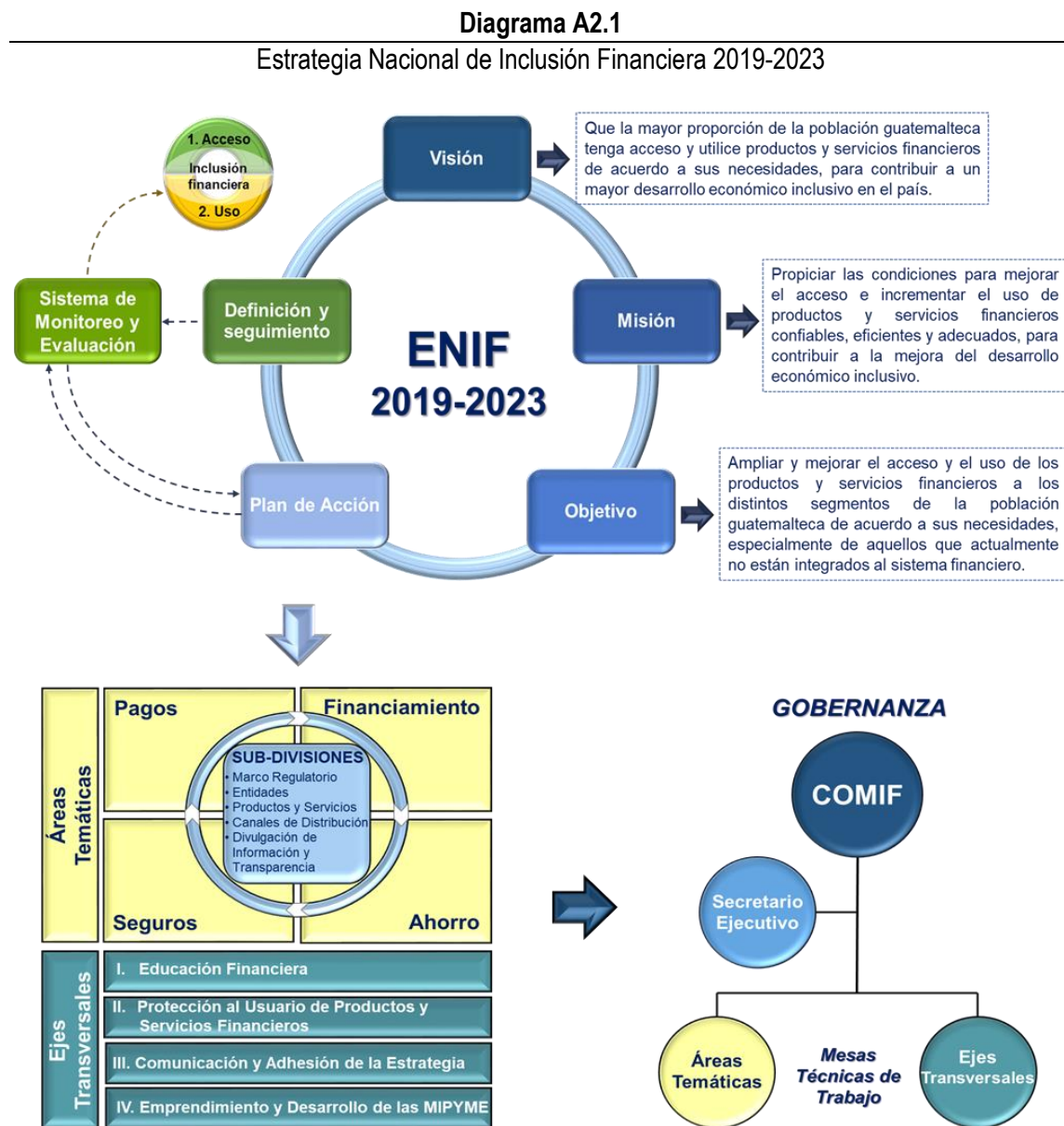
Las iniciativas en materia de inclusión financiera correspondientes a cada una de las áreas temáticas y de los ejes transversales indicados serán canalizadas por medio de mesas de trabajo y deberán ser desarrolladas, en principio, sobre la base del plan de acción que incluye la estrategia. En el caso de las áreas temáticas, estas propuestas y recomendaciones se enmarcarán en al menos cinco **subdivisiones**, referentes a las reformas al *marco regulatorio*, incluyendo nuevas iniciativas de ley, que sean necesarias para propiciar una mayor inclusión financiera en Guatemala; a la identificación de *entidades* del sector público y privado que deben estar involucrados; a la identificación, concepción, diseño y desarrollo de los *productos y servicios* esperados que sean capaces de atender las necesidades de todos los segmentos de la población; a la identificación, desarrollo e impulso de *canales de distribución* de productos y servicios financieros; y al impulso de las prácticas que coadyuven a la *divulgación de información y transparencia*.

En cuanto a la gobernanza de la ENIF, de acuerdo con las mejores prácticas internacionales, se consideró necesario contar con un esquema estructurado cuya representación sea un órgano colegiado. Por lo anterior, mediante la Resolución JM-36-2019 del 10 de abril de 2019, la Junta Monetaria aprobó la creación de la Comisión de Inclusión Financiera (COMIF), la cual está conformada por el Presidente de la Junta Monetaria y del Banco de Guatemala (quien la coordina), el Ministro de Economía y el Superintendente de Bancos. El objeto de la COMIF es determinar la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera a seguir, coordinar los esfuerzos y la cooperación interinstitucional, así como dar seguimiento a su implementación.

Para dicho seguimiento, de acuerdo con las mejores prácticas en la materia, la estrategia plantea la creación de un **sistema de monitoreo y evaluación** basado en indicadores cuantitativos sobre el acceso y uso de productos y servicios financieros, en congruencia con su definición de inclusión financiera, que permitirán medir los avances de la

estrategia. Si bien actualmente la SIB publica el Boletín Trimestral de Inclusión Financiera, también se recabará información de fuentes adicionales de información para tener indicadores del sistema financiero no regulado por dicha entidad, en particular, de las Cooperativas de Ahorro y Crédito, las entidades de microfinanzas y las empresas de telecomunicaciones, entre otros.

En el diagrama siguiente se muestra cómo se relacionan los componentes descritos de la ENIF 2019-2023.



Fuente: Estrategia Nacional de Inclusión Financiera, ENIF 2019-2023.

### 3. Consideraciones finales

La ENIF puede contribuir a alcanzar una Guatemala más próspera e incluyente y, consecuentemente, a mejorar la calidad de vida de todos los guatemaltecos. En este sentido, el diseño y lanzamiento de la estrategia constituyen avances importantes, pero a la vez, representan los pasos iniciales por lo que es necesario continuar con los esfuerzos, tanto públicos como privados, para una implementación exitosa de la estrategia.



En este sentido, para la fase de implementación, es relevante continuar con la divulgación y la adhesión de la estrategia, de manera permanente, para lo cual se creó la mesa técnica correspondiente al eje de comunicación y adhesión de la estrategia; conformar las mesas técnicas para el resto de ejes transversales y las correspondientes a las áreas temáticas; e incorporar preguntas relacionadas con la inclusión financiera en la próxima Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares (ENIGFAM), para crear una línea de base de medición de los avances en la estrategia. Cabe destacar que la fase de implementación de la estrategia será apoyada por la Oficina de Asistencia Técnica del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América, el Banco Mundial y el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, además de que se buscará realizar alianzas estratégicas con el sector privado para asegurar el éxito en dicha fase.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alliance for Financial Inclusion (2010). “La medición de la inclusión financiera para entes reguladores: Diseño e implementación de encuestas”. Febrero.
- Banco Central Europeo (2019). “Monetary policy decisions”. Comunicado de prensa. Octubre.
- Banco de Guatemala, Ministerio de Economía y Superintendencia de Bancos (2019). “Estrategia Nacional de Inclusión Financiera para Guatemala, ENIF 2019-2023”. Agosto.
- Banco de Inglaterra (2019). “Monetary Policy Report”. Noviembre.
- Banco de Japón (2019). “Outlook for Economic Activity and Prices”. Octubre.
- Banco de México (2018). “Régimen de Objetivos de Inflación con base en Pronósticos”. Agosto.
- Banco de Rusia (2019). “Monetary Policy Guidelines for 2020 – 2022”. Octubre.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2019). “Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019: Construir oportunidades para crecer en un mundo desafiante”. Abril.
- Banco Mundial (2018). “Developing and Operationalizing a National Financial Inclusion Strategy: Toolkit”. Junio.
- Comisión Europea (2019). “European Economic Forecast, Autumn 2019”. Institutional Papers 115. Noviembre.
- Comisión Económica para América Latina (2019). “Perspectivas Económicas de América Latina 2019: desarrollo en transición”. Octubre.
- Demirgüç-Kunt, Asli; Klapper, Leora; Singer, Dorothe; Ansar, Saniya y Hess, Jake Richard (2018). “The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution”. World Bank. Abril.
- Eurostat (2019). “GDP and employment flash estimates for the third quarter of 2019”. Comunicado de prensa. Noviembre.
- Fitch Ratings (2019). “Análisis de Riesgo Soberano de la República de Guatemala”. Comunicado de prensa. Abril.
- Fondo Monetario Internacional (2019). “Desaceleración mundial de la actividad manufacturera, crecientes barreras comerciales”. World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2019). “Financial Access Survey (FAS)”. Septiembre.
- Fondo Monetario Internacional (2019). “Perspectivas económicas de las Américas: frustradas por la incertidumbre”. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2019). “Perspectivas económicas regionales de Medio Oriente y Asia Central”. Regional Economic Outlook. Octubre.



- Fondo Monetario Internacional (2019). "Regional Economic Outlook Western Hemisphere: Stunted by Uncertainty". Octubre.
- Galí, Jordi; López-Salido, David y Vallés, Javier (2004). "Rule-of-Thumb Consumers and the Design of Interest Rate Rules". Agosto.
- Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (2019). Comunicado de prensa. Octubre.
- International Monetary Fund (2015). "Inflation Forecast Targeting: Applying the Principle of Transparency". Working Paper/15/132. Junio.
- Ketterer, Juan y Powell, Andrew (2018). "Financing infrastructure: On the Quest for an Asset Class". Discussion Paper No. IDB-DP-622. Septiembre.
- Moody's Investors Service (2019). "Annual credit analysis of Guatemala". Comunicado de prensa. Julio.
- Oficina de Análisis Económico (2019). "Gross Domestic Product, Third Quarter 2019 (Advance Estimate)". Comunicado de prensa. Octubre.
- Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón (2019). "Quarterly Estimates of GDP: July – September 2019 (The First Preliminary)". Noviembre.
- Oficina de Presupuesto del Congreso (2019). "The 2019 Long-Term Budget Outlook". Junio.
- Oficina Nacional de Estadísticas (2019). "GDP first quarterly estimate, UK: July to September 2019". Boletín estadístico. Noviembre.
- Parliament of the United Kingdom (2019) "The October 2019 EU-UK Withdrawal Agreement". Briefing paper Number CBP 8713. Octubre.
- Pereira da Silva, Luiz Awazu (2018). "Financial inclusion in the age of fintech: a paradigm shift". Bank for International Settlements. Octubre.
- Prats, Joan y Ketterer, Juan (2019). "El rol de la banca pública de desarrollo en el financiamiento de infraestructuras". Nota técnica número IDB-TN-1763. Banco Interamericano de Desarrollo. Octubre.
- Reserva Federal (2019). "Federal Reserve issues FOMC statement". Comunicado de prensa. Octubre.
- Reserva Federal (2019). "Economic Projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy". Septiembre.
- Sahay, Ratna; Cihak, Martin; N'Diaye, Papa; Barajas, Adolfo; Mitra, Srobona; Kyobe, Annette; Mooi, Yen Nian y Yousefi, Seyed Reza (2015). "Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?". IMF Staff Discussion Note. September.

Standard & Poor's Global Ratings (2019). "Comunicado de la calificación soberana en moneda extranjera para Guatemala". Comunicado de prensa. Diciembre.

Svensson, Lars (1998). "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule". National Bureau of Economic Research. Noviembre.

The Economist Intelligence Unit (2019). "El Microscopio Global de 2019. El entorno propicio para la inclusión financiera". Octubre.

The UK in a changing Europe (2019). "The economic impact of Boris Johnson's Brexit proposals". Octubre.

United Nations Conference on Trade and Development (2019). "Trade and trade diversion effects of United States tariffs on China". Noviembre.