

**INFORME DE
POLÍTICA MONETARIA
A JUNIO DE 2019**



CONTENIDO¹

I.	INTRODUCCIÓN	1
A.	EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
B.	DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	3
II.	RESUMEN EJECUTIVO	4
III.	ESCENARIO INTERNACIONAL	9
A.	PANORAMA GENERAL	9
B.	CRECIMIENTO ECONÓMICO	10
C.	MERCADOS FINANCIEROS	19
D.	PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS	22
1.	Petróleo	22
2.	Maíz amarillo y trigo	28
E.	INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA	29
IV.	ESCENARIO INTERNO	35
A.	ACTIVIDAD ECONÓMICA	35
1.	Producto interno bruto	35
2.	Otros indicadores de actividad económica	39
B.	ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA	42
1.	Evolución reciente de la inflación	42
2.	Proyecciones y expectativas de inflación	49
3.	Postura de la política monetaria y balance de riesgos de inflación	54
4.	Otras variables informativas de política	57
V.	SÍNTESIS	74
ANEXOS		
I.	SECTOR EXTERNO	76
II.	FINANZAS PÚBLICAS	81
III.	IMPLEMENTACIÓN DEL PROYECTO “CAMBIO DE AÑO DE REFERENCIA Y ADOPCIÓN DEL SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES 2008 (SCN 2008)”	85
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS		90

¹ El Informe fue elaborado con información disponible al 23 de julio de 2019.

I. INTRODUCCIÓN

A. EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

Desde 2005, la conducción de la política monetaria, cambiaria y crediticia en Guatemala se fundamenta en 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 de mediano plazo 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. Mismo esquema monetario siguen desde finales de los años noventa los bancos centrales de países 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.

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 interno, 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 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.

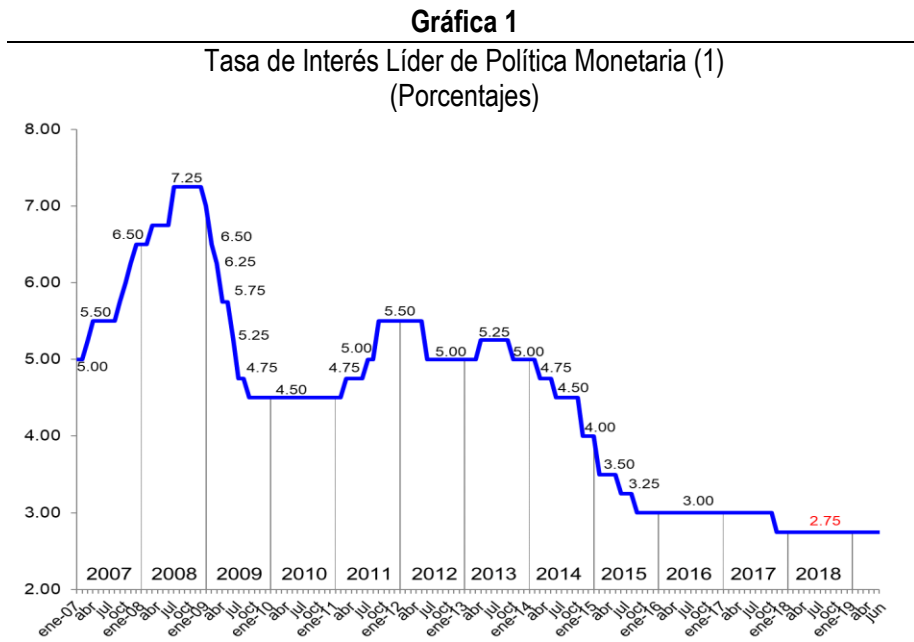
En ese contexto, como resultado del proceso de consolidación del EMEI, la Junta Monetaria determinó, a partir de 2013, una meta de inflación de mediano plazo (de cumplimiento continuo) de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual ha permitido un anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos a dicha meta.

B. DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

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

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener dicha tasa en 2.75%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura tanto externa como interna, expresado en un balance de riesgos de inflación. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial siguen siendo favorables tanto para 2019 como para 2020, aunque en un entorno en el que los riesgos a la baja y la incertidumbre se han intensificado. Asimismo, tomó en cuenta que los pronósticos del precio medio del petróleo, para este año y para el próximo, muestran una tendencia moderadamente creciente. En el ámbito interno, destacó que el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo de la actividad económica (el Índice Mensual de la Actividad Económica, las remesas familiares, el crédito bancario al sector privado, la ejecución del gasto público y las importaciones) muestran un dinamismo congruente con el crecimiento económico anual previsto (entre 3.0% y 3.8%). Adicionalmente, reiteró que los pronósticos y las expectativas de inflación permiten prever que ésta se ubicaría dentro de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual) en 2019 y en 2020.

Cabe agregar que una combinación 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.



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



II. RESUMEN EJECUTIVO

Entorno externo. Durante el primer semestre del presente año, la economía mundial continuó expandiéndose, aunque a un ritmo menor al observado el año anterior, debido a la moderación observada en algunas de las principales economías desde el segundo semestre de 2018, asociada, entre otros factores, al incremento de la incertidumbre y a la desaceleración de la demanda externa. En efecto, como consecuencia de la reciente intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y algunos de sus principales socios comerciales (principalmente la República Popular China) y de las tensiones políticas relacionadas con el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*), se anticipa una moderación en el ritmo de crecimiento económico mundial en lo que resta del presente año; no obstante, se prevé que la política monetaria de las principales economías avanzadas siga siendo acomodaticia en lo que resta del año, lo cual continuaría apoyando el crecimiento económico. En ese contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía mundial registraría un crecimiento de 3.2% en 2019 y de 3.5% en 2020.

En las economías avanzadas, las perspectivas para 2019 (1.9%) y para 2020 (1.7%) son positivas, aunque reflejan una moderación con respecto a lo observado en los años previos. En los Estados Unidos de América continuó observándose un desempeño sólido, pero se prevé una desaceleración en su ritmo de crecimiento, al pasar de 2.4% en 2019 a 1.8% en 2020, debido al inicio de la fase descendente del ciclo económico, cuya última expansión habría sido una de las más prolongadas en la historia económica de ese país, así como al desvanecimiento gradual de los efectos de la reforma fiscal implementada a inicios de 2018 y al efecto de las tensiones comerciales con algunos de sus principales socios comerciales, las cuales, como se indicó, se han intensificado recientemente y han incrementado la incertidumbre a nivel mundial.

En la Zona del Euro, el crecimiento de la actividad económica continúa siendo moderado, influenciado por un entorno externo menos favorable, el cual podría continuar desacelerándose si se intensifican las tensiones comerciales a nivel mundial. En ese contexto, se prevé un crecimiento económico de 1.2% en 2019 y 1.4% en 2020, respaldado, principalmente, por el desempeño de la demanda interna; sin embargo, prevalecen riesgos importantes que podrían afectar de manera relevante el desempeño económico de la región, en particular, la incertidumbre política que continúa generando el *Brexit*, cuyo proceso de negociaciones se extendería hasta el tercer trimestre del presente año.

Por su parte, el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo sigue estando respaldado, fundamentalmente, por el consumo privado, en un entorno de mayor incertidumbre externa y tensiones de orden político y geopolítico. En ese contexto, se estima una moderación del crecimiento durante 2019 (4.1%) y un repunte hacia 2020 (4.7%), aunque con una significativa heterogeneidad a nivel de países y regiones. Adicionalmente, los riesgos para el crecimiento de este grupo de economías continúan sesgados a la baja y están asociados, principalmente, a la implementación de medidas comerciales proteccionistas a nivel mundial y al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

En el conjunto de países de Centroamérica, el crecimiento de la actividad económica permanece relativamente favorable y se prevé que se ubique en 2.4% en 2019 y en 2.8% en 2020, resultado de la mayor demanda interna, especialmente del consumo privado, así como del crecimiento de la demanda externa, dado el desempeño previsto para la economía estadounidense durante el presente año. No obstante, estas perspectivas de crecimiento son menores al observado en años previos, debido a que se anticipa que Nicaragua continuaría en recesión. Además, la

región está expuesta a riesgos asociados a la coyuntura internacional, principalmente a las restricciones a la migración y al comercio, además que, algunos países enfrentan retos importantes de naturaleza extraeconómica y fiscal.

Los mercados financieros internacionales mostraron variaciones significativas durante el primer semestre de 2019, influenciadas, principalmente, por las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, las cuales permanecieron moderadas entre enero y abril, debido al proceso de negociación entre ambos países iniciado a finales del año anterior, así como a la expectativa de que la Reserva Federal (FED) no realizaría nuevos incrementos a la tasa de interés objetivo de fondos federales durante el presente año; no obstante, dichas tensiones se intensificaron nuevamente en mayo, derivado del anuncio efectuado por el gobierno estadounidense de incrementar los aranceles a un conjunto de importaciones chinas, lo cual provocó un aumento de la volatilidad y un cambio en la tendencia al alza observada en los mercados accionarios durante los primeros cuatro meses del año. Posteriormente, a partir de junio, la expectativa de que se reanudarían las negociaciones comerciales entre ambos países, luego de la reunión de líderes del G-20, generó una nueva tendencia creciente en el precio de los principales índices accionarios.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala registraron incrementos respecto del cierre de 2018. Durante los primeros meses del año, el precio del petróleo se recuperó de la caída observada en el último trimestre de 2018, debido a que las condiciones de oferta fueron más ajustadas, ante las acciones implementadas por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes productores; sin embargo, esta tendencia cambió a partir de la última semana de abril, como consecuencia de una menor expectativa para la demanda mundial de crudo, derivado de la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China; aunque, desde la segunda quincena de junio, el incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente propiciaron que el precio del petróleo aumentara nuevamente. Por su parte, los precios del maíz amarillo y del trigo registraron una tendencia a la baja durante los primeros meses del año, debido a las expectativas de una mayor oferta; sin embargo, durante el segundo trimestre, dichos precios empezaron a registrar alzas significativas, hasta situarse en niveles superiores a los del año previo, derivado de los daños causados por condiciones climáticas adversas en algunas de las principales regiones productoras de los Estados Unidos de América. A pesar de lo anterior, en el escenario base, los pronósticos para 2019 y 2020 sugieren que los precios promedio del petróleo y del maíz amarillo registrarían incrementos moderados, en tanto que el precio medio del trigo mostraría una ligera tendencia decreciente, lo que sugiere que las restricciones en la oferta podrían ser temporales.

A nivel internacional, la inflación comenzó a aumentar durante el segundo trimestre del año, debido, principalmente, al incremento registrado en los precios del petróleo durante los primeros cuatro meses del año; no obstante, la inflación siguió estando contenida en las principales economías avanzadas, lo cual les ha permitido mantener una postura acomodaticia de sus políticas monetarias, particularmente, ante las perspectivas de que la actividad económica podría desacelerarse este año y el próximo. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la disminución del efecto traspaso del tipo de cambio, los menores precios de los alimentos y la desaceleración de la actividad económica, también contribuyeron a contener las presiones inflacionarias. En el caso particular de 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 los márgenes de tolerancia de las metas establecidas por los respectivos bancos centrales.



Dentro de los principales riesgos que enfrenta la economía mundial se encuentran la intensificación de las tensiones comerciales (principalmente entre los Estados Unidos de América y la República Popular China) y un *Brexit* sin acuerdo, que debilitarían la inversión e interrumpirían las cadenas de suministro mundial; un incremento en la aversión al riesgo, que afectaría los flujos de capital hacia algunos mercados emergentes y aumentaría algunas vulnerabilidades financieras; y un aumento de las tensiones geopolíticas, principalmente en el Medio Oriente.

Entorno interno. El Producto Interno Bruto (PIB) durante el primer trimestre de 2019, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.0%, superior a la observada en el primer trimestre del año previo (1.8%). Para 2019, se proyecta que la actividad económica crecería en un rango de entre 3.0% y 3.8%, como resultado, principalmente, del incremento esperado en la demanda interna, asociado al crecimiento previsto en el gasto de consumo, tanto privado como público, y en la formación bruta de capital fijo. A mayo del presente año, la variación interanual de la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) fue de 3.1%, la cual es congruente con el rango de crecimiento económico anual previsto para el presente año. En cuanto al comercio exterior, a mayo de 2019, se observó que el valor FOB de las exportaciones de bienes registró una disminución de 1.3%, respecto de similar periodo de 2018, explicado por la disminución en el volumen exportado (10.0%), compensado, en parte, por el aumento en el precio medio (9.7%). La disminución de las exportaciones fue resultado, principalmente, de las reducciones en los rubros de azúcar; grasas y aceites comestibles; frutas frescas, secas o congeladas; y café. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 1.9%, como resultado del alza en el volumen importado (12.0%), compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio (9.0%), la cual continúa influenciada, aunque cada vez en menor magnitud, por el comportamiento del precio internacional del petróleo, que mostró una tendencia creciente durante los primeros cuatro meses del año, permaneciendo en niveles inferiores al precio medio observado el año previo.

Al 30 de junio de 2019, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$4,926.9 millones, superior en US\$527.8 millones (12.0%) en comparación con similar periodo del año previo. Aunque su ritmo de crecimiento se ha moderado, el ingreso de divisas por remesas familiares continúa siendo un factor importante que apoya el consumo de las familias.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de junio de 2019, registró un monto de US\$14,279.8 millones, mayor en US\$1,524.2 millones al del 31 de diciembre de 2018, resultado, principalmente, de la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado internacional (US\$1,200.0 millones) y de las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$636.4 millones), los cuales fueron compensados, 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 8.0 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de junio, una depreciación interanual de 2.87% (apreciación acumulada de 0.37%), resultado asociado al comportamiento de sus factores fundamentales, en particular, el flujo de remesas familiares que creció a un menor ritmo respecto del año previo, en tanto que, el valor de las importaciones continuó mostrando dinamismo y el valor de las exportaciones disminuyó. En ese contexto, el Banco Central continuó participando en el mercado cambiario con el objetivo reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia.

El ritmo inflacionario a junio se situó en 4.80% y las expectativas de inflación para diciembre de 2019 y de 2020 se ubicaron en 4.53% y 4.52%, respectivamente, valores que se encuentran dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). Durante el primer semestre del año, la trayectoria de la inflación ha sido explicada, principalmente, por el alza de los precios de los bienes de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas y por el incremento que se registró en junio en la división de comunicaciones, dado que las diez divisiones de gasto restantes del Índice de Precios al Consumidor (IPC) han tenido variaciones interanuales por debajo del valor puntual de la meta de inflación, tres de las cuales registraron variaciones negativas. Cabe destacar que la evolución de precios de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas durante el primer semestre de 2019 refleja el incremento en los precios medios de los bienes del grupo de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, así como del grupo de pan y cereales, en ambos casos asociado a restricciones de oferta; en tanto que, el aumento observado en la división de gasto de comunicaciones se asocia al alza registrada en el servicio de telefonía móvil. Adicionalmente a los choques de oferta, la inflación ha respondido a condiciones de demanda agregada favorables, particularmente las relativas al consumo privado, que han reflejado la posición cíclica de la economía, la cual se estima que tendería a acelerarse durante 2019 y 2020.

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 relativamente estables, lo que evidencia los adecuados niveles de liquidez en la economía, en un contexto donde el crédito continuó recuperándose.

Los principales agregados monetarios y de crédito, al 30 de junio, evidenciaron un comportamiento congruente con lo esperado. El crecimiento interanual de la emisión monetaria se aceleró ligeramente ubicándose en 12.5% (11.0% a finales de 2018), comportamiento consistente con su estacionalidad y con el dinamismo que han registrado los flujos de remesas familiares; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 9.7%, en términos interanuales. Por su parte, el crédito bancario al sector privado continuó mostrando dinamismo (incremento de 7.2% en términos interanuales), como resultado del aumento del crédito al sector empresarial mayor y del crédito hipotecario para vivienda, así como por la recuperación del crédito destinado al consumo y al sector empresarial menor.

Las finanzas públicas iniciaron el ejercicio fiscal 2019 con un presupuesto equivalente a 13.8% del PIB (13.3% en 2018), previéndose que el déficit fiscal se situaría en 2.4% del PIB a finales del presente año (1.8% en 2018). Según cifras preliminares al 31 de mayo, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.8% en comparación con el mismo periodo del año anterior, influenciados por el moderado crecimiento de la recaudación tributaria (4.6%), la cual se encuentra por debajo de la meta establecida por la Superintendencia de Administración Tributaria. Por su parte, los gastos aumentaron en 17.6% respecto de similar periodo del año anterior, dinamismo asociado, entre otros aspectos, a una mayor ejecución presupuestaria a inicios del presente año, resultado de la transferencia extraordinaria de recursos al Tribunal Supremo Electoral para atender el proceso electoral, así como de los gastos relacionados con el inicio del ciclo escolar (refacción escolar y valija didáctica) y de los destinados a la inversión en infraestructura vial. En ese contexto, el Ministerio de Finanzas Públicas anunció la implementación de medidas de contención del gasto público, por lo que se anticipa que el estímulo fiscal sería menor que el previsto y que el déficit fiscal al cierre del año sería equivalente a 2.1% del PIB. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q87,425.4 millones, mayor en Q4,979.4 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\$9,263.2 millones, mayor en US\$1,038.6 millones respecto del registrado a finales de 2018 (US\$8,224.6 millones). Al 31 de mayo, el Ministerio de Finanzas Públicas había realizado



colocaciones de bonos del tesoro equivalentes a 91.4% del monto programado para el ejercicio fiscal 2019 (Q18,419.0 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la actividad económica mundial continuó expandiéndose, aunque a un ritmo menos dinámico que el año anterior y con niveles elevados de incertidumbre y riesgos a la baja. Las condiciones financieras internacionales siguen apoyando el crecimiento económico, ante la postura acomodaticia que aún mantienen los principales bancos centrales a nivel mundial; no obstante, el deterioro de las perspectivas económicas y las tensiones comerciales y geopolíticas, entre otros factores, condicionan el desempeño de los mercados financieros y de la actividad económica a nivel mundial. Los precios internacionales de las materias primas que pueden afectar la inflación en Guatemala finalizaron el semestre en niveles más altos que los observados al cierre del año previo, en tanto que los pronósticos de precios medios para este año y el próximo, particularmente del petróleo y del maíz amarillo, prevén incrementos moderados.

En el entorno interno, el PIB durante el primer trimestre del presente año creció 3.0%, superior al crecimiento del primer trimestre de 2018 (1.8%), y se prevé que el crecimiento anual se ubique en un rango entre 3.0% y 3.8%. En el transcurso del presente año, el desempeño de la actividad económica ha evolucionado conforme lo previsto, como lo evidencian los principales indicadores de corto plazo. Por su parte, 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 las principales agencias calificadoras de riesgo y por organismos internacionales, como el FMI, cuyo personal visitó Guatemala del 22 de abril al 6 de mayo de 2019, en el marco de la Consulta del Artículo IV con el país.

En el contexto descrito, durante el primer semestre del presente año, 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.

Cabe señalar que, si bien el país se encuentra dentro de un proceso electoral, a la fecha no se han observado efectos significativos sobre las principales variables económicas. Ello evidencia la resiliencia de la economía ante eventos de naturaleza extraeconómica.

III. ESCENARIO INTERNACIONAL

A. PANORAMA GENERAL

Durante el primer semestre de 2019, el ritmo de crecimiento de la actividad económica mostró un dinamismo menor al observado en 2018, lo cual podría continuar en lo que resta del presente año. En efecto, los principales indicadores de corto plazo permiten anticipar que el ritmo de crecimiento de la actividad económica, tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se desaceleraría durante 2019; sin embargo, las políticas macroeconómicas continuarían apoyando el crecimiento, en particular, mediante el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia en las principales economías avanzadas, lo que contribuiría a la mejora de las condiciones financieras internacionales y a recuperar el dinamismo en 2020, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ante este panorama, el FMI prevé un crecimiento económico mundial de 3.2% para 2019, ligeramente inferior a lo proyectado en abril de este año (3.3%), y de 3.5% para 2020, en el que las economías avanzadas se expandirían a un ritmo de 1.9% y de 1.7%, respectivamente, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.1% y 4.7%, en su orden.

Los mercados financieros internacionales tuvieron un comportamiento influenciado, principalmente, por las expectativas de que se moderaría el ritmo de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, los avances en las negociaciones comerciales y los resultados empresariales positivos. Estos factores contribuyeron a que los principales índices accionarios registraran alzas y los indicadores de volatilidad permanecieran contenidos entre enero y abril y en junio; sin embargo, la intensificación de las tensiones comerciales en mayo provocó que dichos precios se redujeran, aunque sin que registraran pérdidas respecto de los niveles de cierre de 2018 y sin que la volatilidad registrada en dicho mes superara la observada a finales del año previo. Estos factores también se reflejaron en el comportamiento de los rendimientos de los bonos soberanos de las economías avanzadas, los cuales permanecieron en niveles inferiores a los observados en 2018. En ese contexto, se anticipa que las condiciones financieras continuarían apoyando el crecimiento económico a nivel mundial en el corto plazo; no obstante, éstas seguirían expuestas a la materialización de diversos riesgos, principalmente, al 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 incrementos acumulados durante el primer semestre de 2019. El precio del petróleo se mantuvo en niveles superiores a los observados a finales del año previo, debido a que los recortes a la producción de los principales países productores, incluyendo a los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), y las sanciones impuestas por el gobierno estadounidense a Irán y Venezuela, contribuyeron a una reducción de la oferta del crudo y, por ende, a un incremento de los precios durante los primeros meses del año. No obstante, a partir de la última semana de abril, se observó un cambio en la tendencia al alza, asociada al impacto negativo sobre la demanda mundial derivado de la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, aunque el precio *spot* aún es superior al precio observado a finales de 2018. Asimismo, luego de mantener una leve tendencia decreciente durante los primeros meses del año, ante las expectativas de crecimiento de los inventarios y de una mayor oferta mundial, el precio del maíz amarillo comenzó a registrar una marcada tendencia creciente en mayo, en tanto que el del trigo comenzó a incrementarse en abril, hasta superar el precio observado al cierre de 2018, debido al efecto de condiciones climáticas adversas en algunas de las principales áreas de producción estadounidense, lo cual redujo las expectativas de producción para la presente cosecha. En este contexto, en el escenario base, los pronósticos para 2019 y 2020 sugieren que los precios promedio del petróleo y del



maíz amarillo registrarían incrementos moderados, en tanto que el precio medio del trigo mostraría una ligera tendencia decreciente.

En cuanto a la inflación a nivel internacional, a pesar del significativo incremento de los precios del petróleo registrado hasta abril, las presiones inflacionarias estuvieron contenidas, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, en las principales economías avanzadas, la inflación se ubicó, en general, por debajo de las metas de sus bancos centrales, lo que, en combinación con las preocupaciones sobre las perspectivas de crecimiento económico, favoreció el mantenimiento de una postura de política monetaria acomodaticia; mientras que en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, a pesar del incremento indicado, la inflación permaneció en torno a las metas de sus respectivos bancos centrales.

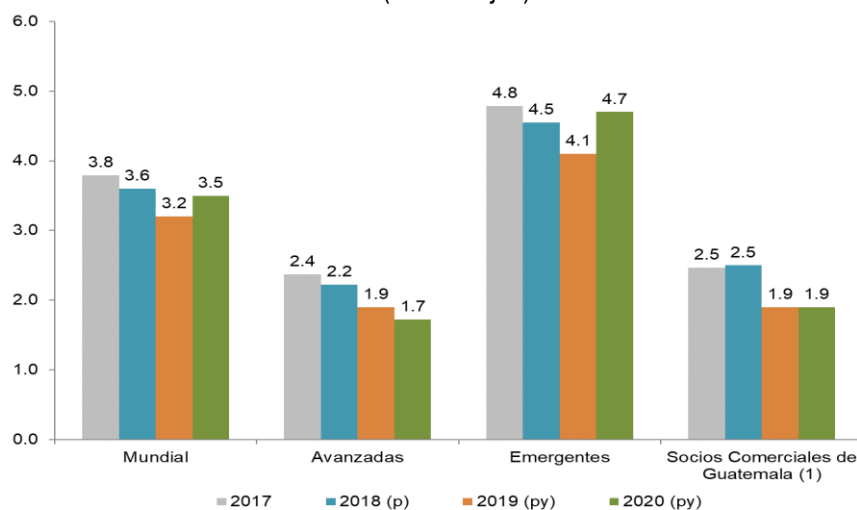
B. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el primer semestre de 2019, la actividad económica mundial continuó expandiéndose, aunque a un ritmo moderado, como consecuencia de que el crecimiento del comercio y de la inversión se ha desacelerado a nivel mundial, resultado del efecto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas desde 2018, así como de que la confianza empresarial se ha deteriorado por la incertidumbre en torno a las tensiones comerciales que los Estados Unidos de América mantiene con algunos de sus socios comerciales más importantes (particularmente, la República Popular China) y al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*). La materialización de algunos riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial durante el segundo trimestre del año, en particular la intensificación de dichas tensiones comerciales y el retraso en la materialización del *Brexit*, incrementaron las preocupaciones en torno al desempeño de la actividad económica a nivel mundial en lo que resta del presente año.

En este contexto, se prevén tasas de crecimiento para la economía mundial de 3.2% para 2019 y de 3.5% para 2020, las cuales están expuestas a diversos riesgos, que según el FMI no solo permanecen sesgados a la baja, sino que se han incrementado recientemente, en particular, una mayor intensificación de las tensiones comerciales y su expansión hacia otras economías, la materialización de un *Brexit* sin acuerdo, la persistencia de presiones desinflacionarias y la intensificación de los riesgos geopolíticos.

Gráfica 2

**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, durante el primer semestre de 2019, el crecimiento de la actividad económica continuó siendo positivo, aunque menos dinámico en comparación con el año anterior, en un entorno en el que, en general, los mercados laborales continuaron siendo robustos, la confianza de los consumidores permaneció en niveles elevados y la política monetaria continuó con una postura acomodaticia. En dicho contexto, se prevé que el crecimiento económico para este grupo de países se ubique en 1.9% en 2019 y en 1.7% en 2020, principalmente por el menor crecimiento previsto para los Estados Unidos de América y la Zona del Euro, que estaría asociado, entre otros factores, al impacto negativo de la incertidumbre sobre el crecimiento del comercio mundial y de la inversión.

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 primer trimestre de 2019 fue de 3.1%², lo cual evidencia una aceleración respecto del trimestre previo (2.2%), explicada por las contribuciones positivas de las exportaciones netas, del cambio en los inventarios y del gasto de los gobiernos estatales y locales. Dicho resultado fue moderado, en parte, por la desaceleración del consumo privado y de la inversión fija, así como por el estancamiento del gasto del gobierno federal; asociados, en buena medida, al desvanecimiento gradual del efecto del estímulo fiscal aprobado en diciembre de 2017 y al cierre parcial del gobierno federal entre diciembre de 2018 y enero de 2019. A pesar de la moderación del consumo y de la inversión, la actividad económica continuó apoyada por la fortaleza del mercado laboral, que se reflejó en una tasa de desempleo (3.7% en junio) que continúa siendo baja en comparación con su nivel de largo plazo (entre 3.6% y 4.5%, según estimaciones de la FED); por el mantenimiento de la confianza empresarial y de los consumidores; por las mejoras en el patrimonio de los hogares, derivadas del incremento de los precios de las viviendas y, en menor medida, de las acciones; y por el mantenimiento de condiciones financieras favorables.

² Se refiere a la tasa de variación trimestral anualizada.



Para 2019 y 2020 se prevé un crecimiento de la actividad económica estadounidense de 2.4% y 1.8%, respectivamente, asociado, fundamentalmente, al desempeño positivo de la demanda interna, que estaría respaldado por los factores indicados que inciden en el gasto del sector privado y por el apoyo proveniente de las políticas macroeconómicas, a pesar de que éste último se moderaría, dado que el impulso proveniente del estímulo fiscal sería inferior al del año previo. Según la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), el impacto negativo que el cierre parcial del gobierno estadounidense habría tenido sobre el crecimiento del primer trimestre sería compensado casi en su totalidad durante el resto del año. En consecuencia, la moderación prevista refleja, fundamentalmente, la finalización de la fase expansiva del ciclo económico, así como los efectos negativos de las medidas arancelarias implementadas en 2018 y en lo que va del presente año, en un contexto en el que las tensiones con la República Popular China se han incrementado³.

Con respecto al proceso de normalización de la política monetaria estadounidense, durante el primer semestre de 2019 el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo sin cambios la tasa de interés objetivo de fondos federales⁴, en un rango entre 2.25% y 2.50%, conforme lo había anticipado el mercado; sin embargo, en su comunicado de prensa más reciente, el FOMC dejó claro que, dado el incremento de la incertidumbre, actuará oportunamente para mantener el ritmo de expansión económica, a diferencia de lo indicado en comunicados anteriores, en donde señalaba que se mantendría “paciente” sobre los futuros ajustes al rango de la tasa de interés objetivo de fondos federales, lo cual ha sido interpretado por los mercados como un indicativo de que la FED podría iniciar un ciclo de disminuciones a dicha tasa de interés en los próximos meses. En efecto, las expectativas del mercado sugieren que la tasa de fondos federales registraría al menos una disminución en lo que resta del presente año. Adicionalmente, el FOMC aprobó la moderación del ritmo de reducción de la hoja de balance de la FED a partir de mayo, dejando de reinvertir hasta US\$15.0 millardos mensuales de los vencimientos de los títulos del tesoro, en lugar de hasta US\$30.0 millardos mensuales; asimismo, anunció que en septiembre del presente año concluiría la reducción de sus tenencias de valores en el Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA, por sus siglas en inglés).

Por otra parte, se prevé que la política fiscal continuaría con una orientación expansiva durante 2019, influenciada por la legislación aprobada a finales de 2017, en particular la reforma tributaria, aunque sus efectos serían menores a los que se observaron el año anterior, y la ampliación del límite de gasto público para el presente año fiscal (por US\$153.0 millardos). En consecuencia, la CBO anticipa que el déficit presupuestario para el año fiscal 2019 sería 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, según la CBO, el ritmo de crecimiento del gasto público podría estar condicionado a la disponibilidad de recursos financieros, debido a que el 1 de marzo de 2019 venció la suspensión al techo de la deuda aprobada por el congreso estadounidense en 2018, por lo que las finanzas públicas de ese país dependerían, fundamentalmente, de los ingresos tributarios, del refinanciamiento de la deuda existente a su vencimiento y de la implementación de medidas extraordinarias, lo cual le permitiría seguir cumpliendo sus obligaciones en lo que resta del presente año fiscal. Además, el proceso en torno a la ampliación del límite al techo de la deuda o una nueva suspensión para el mismo, así como la aprobación del presupuesto para el año fiscal 2020, podrían generar tensiones en el ámbito político interno.

³ En mayo, el gobierno de los Estados Unidos de América incrementó los aranceles a US\$200.0 millardos de importaciones provenientes de la República Popular China, de 10.0% a 25.0%. Adicionalmente, prohibió las relaciones comerciales asociadas a servicios y tecnologías de la comunicación e información con “adversarios externos” que presenten amenazas para la seguridad nacional e incorporó a una de las compañías de telecomunicaciones chinas más importantes en la lista de contrapartes que podrían representar amenazas a dicha seguridad. Por su parte, el gobierno de la República Popular China anunció que, a partir del 1 de junio, incrementaría los aranceles a US\$60.0 millardos de importaciones estadounidenses, de 5.0% a 25.0%. Además, amenazó con restringir las ventas de minerales de tierras raras a compañías estadounidenses, los cuales son utilizados como insumos para la fabricación de dispositivos electrónicos, automóviles y equipo militar.

⁴ El FOMC se reunió en enero, marzo, entre finales de abril y principios de mayo y en junio de este año.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, el crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre de 2019 fue de 1.2%, ligeramente inferior que el del trimestre previo (1.3%), debido a la contribución negativa del cambio en los inventarios. Desde el segundo semestre de 2018, el desempeño económico de la región se ha moderado, principalmente, como consecuencia del menor crecimiento de la demanda externa, ante la desaceleración del comercio mundial, lo cual se ha reflejado en una contracción de la producción manufacturera, particularmente en Alemania, Francia e Italia⁵, así como en la moderación de la inversión, la cual también ha estado influenciada negativamente por los efectos sobre la confianza empresarial de las tensiones comerciales con los Estados Unidos de América y del *Brexit*, además de la incidencia de factores idiosincráticos.

En este contexto, se prevé que el crecimiento económico en la Zona del Euro durante este y el próximo año seguiría siendo moderado, debido a que la demanda externa crecería a un menor ritmo, en congruencia con la desaceleración prevista para el comercio mundial; en contraste, los factores específicos a cada país que afectaron el crecimiento el año anterior seguirían moderándose, por lo que el crecimiento continuaría respaldado por la demanda interna, por la postura acomodaticia de la política monetaria⁶ y por la orientación moderadamente expansiva de la política fiscal en algunas economías de la región. En particular, se espera que el consumo privado siga estando apoyado por las condiciones favorables del mercado laboral y el fortalecimiento patrimonial de los hogares; mientras que la inversión empresarial estaría apoyada por los aún bajos costos de financiamiento, pero podría moderarse ante las perspectivas de ralentización de la demanda externa. El panorama descrito estaría condicionado por la incertidumbre relacionada con la materialización del *Brexit* y los riesgos asociados al aumento del proteccionismo comercial, junto con otros riesgos de naturaleza geopolítica. En el contexto descrito, se prevén tasas de crecimiento de la actividad económica de 1.2% para 2019 y de 1.4% para 2020.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del primer trimestre de 2019 se situó en 1.8%, superior al registrado en el trimestre anterior (1.4%), en un entorno que continúa influenciado por la creciente incertidumbre derivada de la falta de certeza en cuanto al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. La aceleración de la actividad económica obedeció, principalmente, a la contribución positiva del cambio en los inventarios, ante la expectativa de un *Brexit* sin acuerdo que prevaleció durante los primeros meses del año, lo cual se reflejó en una recuperación de la producción manufacturera; al mayor crecimiento del consumo privado, que continuó apoyándose en la mejora del ingreso real de los hogares, asociada al incremento de los salarios y al menor ritmo inflacionario; y al incremento del gasto de gobierno. No obstante, la inversión empresarial fija continuó contrayéndose, aunque a un ritmo menor, influenciada por la incertidumbre en torno al *Brexit*; además, las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa, en parte debido a las preocupaciones en torno a la materialización de dicho proceso de salida. En este contexto, el crecimiento de la actividad económica se mantendría moderado en 2019 (1.3%) y en 2020 (1.4%), en un entorno de condiciones financieras acomodaticias y de 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 asociada a las negociaciones en materia comercial y financiera con la Unión Europea.

En Japón, la actividad económica registró un crecimiento de 2.2% en el primer trimestre de 2019⁷, luego de haber crecido 1.8% en el cuarto trimestre de 2018. Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, este resultado

⁵ Retrasos en la producción automotriz en Alemania, incertidumbre política en Italia y protestas en Francia.

⁶ En junio de 2019, el Banco Central Europeo pospuso, hasta mediados de 2020, la fecha a partir de la cual comenzaría a considerar un incremento en la tasa de interés de política monetaria; asimismo, en marzo de 2019 informó acerca de la implementación de dos programas de refinanciamiento bancario de largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), a partir de septiembre de 2019 y marzo de 2021, con el objetivo de que las condiciones para la obtención de préstamos bancarios continúen siendo favorables.

⁷ Se refiere a la variación trimestral anualizada.



refleja las contribuciones positivas del incremento en los inventarios y en la inversión, aunque éstas fueron parcialmente moderadas por la contracción del consumo, tanto privado como público, y de las exportaciones, que en éste último caso estuvo asociada a la desaceleración en el crecimiento del comercio a nivel mundial. En este contexto, se proyecta que la actividad económica en 2019 y 2020 estaría impulsada, en el ámbito interno, por la evolución positiva prevista para el consumo y la inversión (incluyendo la relacionada con los Juegos Olímpicos de 2020), ante la mejora que se anticipa en los ingresos de los hogares y las ganancias corporativas, así como por la necesidad de ampliar la capacidad productiva de la economía, en un contexto en el que la política económica continuaría apoyando el crecimiento mediante el mantenimiento de una política monetaria ampliamente expansiva y medidas de estímulo fiscal que compensarían los efectos negativos del incremento del impuesto al consumo programado para octubre del presente año. En tanto que la demanda externa continuaría moderándose, debido a que la economía mundial se expandiría a un menor ritmo. Derivado de lo anterior, se anticipan tasas de crecimiento económico modestas (0.9% en 2019 y 0.4% en 2020), las cuales adicionalmente están expuestas a algunos riesgos asociados, principalmente, a la baja inflación, la transición demográfica y las tensiones comerciales a nivel mundial.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron expandiéndose, aunque con una marcada heterogeneidad entre países y regiones, y un menor ritmo, en un ámbito externo caracterizado por la moderación del volumen de comercio mundial, el incremento de la incertidumbre y de las tensiones de orden comercial, político y geopolítico, por lo que el crecimiento continuó siendo impulsado, fundamentalmente, por el consumo privado. La actividad económica de este grupo de economías registraría una leve desaceleración en 2019 (4.1%) respecto de 2018 (4.5%), reflejo del menor crecimiento en la República Popular China, Brasil y México, así como por la contracción en Argentina y en Turquía; sin embargo, recobraría el ritmo de crecimiento en 2020 (4.7%), en parte porque este grupo de países se beneficiaría de la moderación en el proceso de normalización de la política monetaria de las economías avanzadas. No obstante, su desempeño continúa condicionado por 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 geopolíticas.

En la República Popular China, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.4% durante el primer trimestre de 2019, igual a la observada en el trimestre previo, lo cual es congruente con el rango de crecimiento objetivo que la Asamblea Popular Nacional de China anunció en marzo del presente año (entre 6.0% y 6.5%). Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), el desempeño económico estuvo asociado a la aceleración de la inversión, por el estímulo proveniente de las políticas fiscal y monetaria y por la flexibilización de las condiciones crediticias, lo cual contribuyó a contrarrestar, parcialmente, el efecto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas por los Estados Unidos de América; así como al dinamismo del consumo privado, atribuido a la mejora en el ingreso disponible de los hogares, en un entorno de bajas presiones inflacionarias. En este contexto, se anticipa una leve desaceleración del ritmo de crecimiento de la actividad económica, hasta 6.2% en 2019 y 6.0% en 2020 (6.6% en 2018); debido, fundamentalmente, a la menor demanda externa, por el impacto negativo de la intensificación de las tensiones comerciales. Sin embargo, como se indicó, estas proyecciones están expuestas a los riesgos asociados a una mayor intensificación de las referidas tensiones comerciales, dado que, si bien las autoridades podrían implementar medidas de estímulo adicionales para evitar una fuerte desaceleración de la economía, las mismas podrían generar desequilibrios macroeconómicos y contrarrestar los esfuerzos realizados con anterioridad para reducir las vulnerabilidades financieras.

En Rusia, según el Servicio Federal de Estadísticas (*Rosstat*, por sus siglas en inglés), el crecimiento de la actividad económica perdió impulso durante el primer trimestre de 2019, al situarse en 0.5%, por debajo del registrado el

trimestre previo (2.7%). Dicho resultado refleja, por una parte, el debilitamiento de la demanda interna, particularmente del consumo de los hogares, asociado al aumento del impuesto al consumo a inicios del año y al deterioro en la confianza luego de la aprobación de la reforma del sistema de pensiones impulsada por el gobierno y, por la otra, el efecto negativo de las sanciones comerciales y financieras internacionales. Para 2019 y 2020 se prevé un menor ritmo de crecimiento económico (1.2% y 1.9%, respectivamente), debido, principalmente, a los recortes previstos en la producción de petróleo, a la incertidumbre relacionada con las sanciones internacionales, al impacto del incremento del impuesto al consumo y al endurecimiento de la política monetaria. No obstante, la actividad económica rusa estaría respaldada, principalmente, por el aumento de la inversión, favorecido por el mayor gasto público, el crecimiento de las exportaciones y el efecto positivo de las reformas estructurales impulsadas en los años previos.

En América Latina, la recuperación económica continuó, aunque a un ritmo menor al esperado previamente y con una clara heterogeneidad entre países. El desempeño económico de la región continuó siendo impulsado por la demanda interna, particularmente, por el incremento de la inversión pública y privada en infraestructura (en Colombia y Perú, principalmente), influenciado por la mejora de los indicadores de confianza y por el mantenimiento de una postura acomodaticia de la política monetaria en algunos países. Se prevé que el crecimiento económico de la región sería de 0.6% en 2019 y 2.3% en 2020; sin embargo, el desempeño continuaría siendo heterogéneo, en función del impacto que la actual coyuntura internacional tenga en cada economía y los distintos patrones de consumo e inversión, así como los desafíos en materia fiscal en algunos de estos países. Los riesgos para el crecimiento económico se mantienen sesgados a la baja. En el contexto internacional, destacan la desaceleración de la demanda externa, la creciente incertidumbre por las disputas comerciales a nivel mundial y los episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, así como la disminución de los precios de algunas materias primas importantes para la región; mientras que en el contexto interno, sobresalen los altos niveles de deuda pública (en Brasil y Argentina, especialmente) y la incertidumbre derivada de los procesos electorales de este año en algunos países.

En Brasil, la actividad económica se expandió 0.5% en el primer trimestre de 2019, por debajo de lo observado en el trimestre previo (1.1%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), dicho resultado obedeció al moderado crecimiento del consumo de los hogares y de la inversión, principalmente la pública, así como por la menor producción del sector agrícola, debido a condiciones climáticas desfavorables, particularmente, para la soya y por la disminución de las exportaciones de automóviles, reflejo de la recesión en Argentina. Se anticipa que el proceso de recuperación sería más lento de lo previsto, debido, principalmente, a la incertidumbre con respecto a las reformas que implementará el nuevo gobierno, por lo que la economía brasileña se expandiría a un ritmo de 0.8% en 2019 y de 2.4% en 2020. Adicionalmente, la debilidad de las finanzas públicas, el ambiente político y los problemas de corrupción siguen representando un desafío que requiere reformas estructurales y, por lo tanto, implican riesgos importantes para el crecimiento económico.

En México, la actividad económica registró un crecimiento de 1.2% en el primer trimestre del año, inferior al del trimestre previo (1.7%). Según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), dicha moderación fue consecuencia, en buena medida, de la debilidad de la demanda interna, particularmente del consumo privado y de la inversión pública y, en menor medida, de la desaceleración del crecimiento de la economía mundial, reflejado en un menor ritmo de las exportaciones manufactureras. En ese contexto, la actividad económica mantendría un ritmo de crecimiento moderado tanto en 2019 como en 2020 (1.1% y 1.8%, en su orden), asociado, principalmente, al mayor gasto de los hogares, que compensaría el complejo panorama para la inversión, en un ambiente condicionado por el menor dinamismo previsto para la economía mundial, el rezago del gasto público que caracteriza el inicio de una nueva administración de gobierno, la incertidumbre política por cambios imprevisibles en la dirección del gobierno y



los efectos inciertos de algunas medidas de política pública, los riesgos en torno al proceso de ratificación e implementación del nuevo tratado comercial de América del Norte (especialmente por la amenaza del presidente estadounidense de imponer tarifas arancelarias a México por motivos ajenos a los comerciales), así como la moderación prevista para el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos de América (su principal socio comercial).

En Centroamérica, la actividad económica, en promedio, continuó mostrando un desempeño positivo durante la primera parte del año. El desempeño económico sigue respaldado, fundamentalmente, por el aumento del consumo privado, asociado al 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, de la inversión, especialmente en construcción; así como, del aporte moderado de las exportaciones. Las perspectivas económicas son relativamente favorables, previéndose crecimientos de la actividad económica de 2.4% en 2019 y 2.8% en 2020; sustentados, fundamentalmente, en la mayor demanda interna, en un contexto en el que la contracción en Nicaragua se moderaría y la región continuaría beneficiándose del impulso, aunque cada vez más moderado, de las remesas familiares. No obstante, dichas previsiones no se encuentran exentas de los riesgos asociados a las tensiones comerciales a nivel mundial, los cuales, de profundizarse, podrían limitar el crecimiento económico de los países de la región.

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)

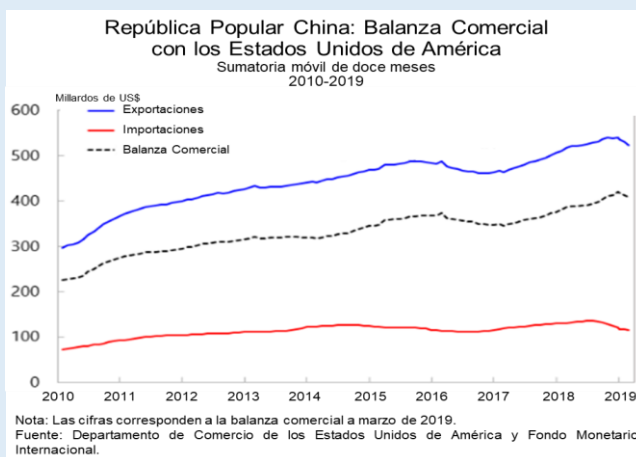
País	PIB (variación anual)			Inflación (fin de periodo)			Déficit fiscal (1) (como porcentaje del PIB)			Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (1) (como porcentaje del PIB)		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Costa Rica	2.7	2.9	2.8	2.0	3.2	3.0	6.0	5.8	5.1	3.2	3.2	3.3
El Salvador	2.5	2.5	2.3	0.4	1.4	1.2	2.5	3.2	3.4	4.8	4.4	4.5
Guatemala	3.1	3.4	3.5	2.3	4.3	4.0	1.8	2.1	2.4	-0.8	-0.6	-0.1
Honduras	3.7	3.4	3.4	4.2	4.7	4.5	-0.3	-0.6	0.1	4.2	3.7	3.7
Nicaragua	-4.0	-5.0	-0.2	3.9	5.5	3.9	4.3	3.4	4.5	1.0	0.1	-1.2

(1) Signo positivo = superávit.

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

RECUADRO 1 EVOLUCIÓN Y EFECTOS DE LA INTENSIFICACIÓN DE LAS TENSIONES COMERCIALES ENTRE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA REPÚBLICA POPULAR CHINA

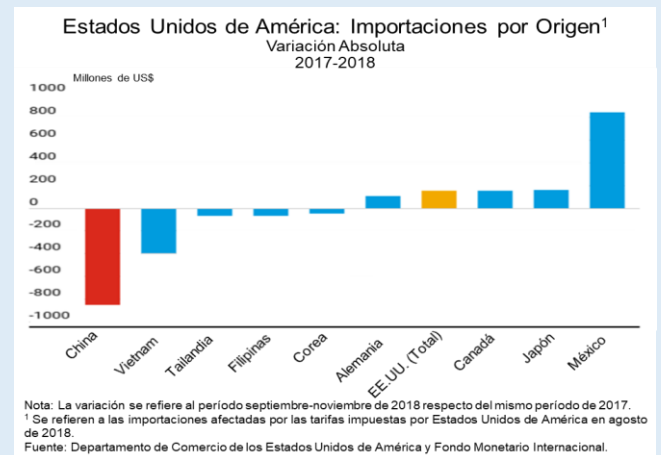
Las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China han afectado negativamente las expectativas tanto de los consumidores como de los productores de ambos países; sin embargo, aunque los aranceles han provocado una disminución del comercio entre ambas naciones, el déficit comercial bilateral se mantiene prácticamente sin variación.



En cuanto al efecto sobre los consumidores, un estudio reciente de Cavallo *et. al.* (2019), indica que, en el corto plazo, el primer paquete de imposiciones arancelarias fue absorbido prácticamente en su totalidad por los importadores estadounidenses; en tanto que en el caso de los productores, las consecuencias fueron más diversas, con pocos ganadores y muchos perdedores. De hecho, de acuerdo con los autores, los escasos ganadores han sido productores estadounidenses y chinos de bienes que compiten en mercados internos; mientras que, entre los perdedores, se encuentran productores estadounidenses y chinos de bienes afectados por los aranceles, así como fabricantes que utilizan dichos productos como insumos intermedios.

En ese contexto, uno de los canales mediante el cual se ven afectados los productores es la denominada desviación de corrientes comerciales. De acuerdo con los autores, los datos de comercio bilateral de los Estados Unidos de América confirman dicha desviación, dado que la disminución de las importaciones procedentes de la República Popular China se ha compensado con un incremento de las importaciones procedentes de otros países; por ejemplo, las importaciones estadounidenses procedentes de México han aumentado significativamente en el caso de los productos sobre los cuales los Estados Unidos de América impuso aranceles a los productos chinos. En efecto, la fuerte caída de las importaciones procedentes de la República Popular China por alrededor de US\$850.0 millones, prácticamente se compensó con un aumento de

aproximadamente US\$850.0 millones de las procedentes de México, lo cual provocó que las importaciones totales de los Estados Unidos de América se mantuvieran prácticamente sin cambios.



Según los autores, aunque por el momento las repercusiones sobre el crecimiento económico mundial son relativamente escasas, la reciente intensificación del conflicto podría minar la confianza en los mercados financieros, perturbar las cadenas de suministro mundiales y poner en riesgo la recuperación del crecimiento mundial. En efecto, se puede anticipar que a nivel mundial los efectos adicionales de los aranceles se propaguen a todo el comercio e impacten negativamente en aproximadamente un tercio de un punto porcentual al PIB mundial en el corto plazo, de cuyo impacto, la mitad podría ser atribuible a los efectos negativos sobre la confianza de los empresarios. Asimismo, la falta de resolución de las diferencias comerciales podría afectar adversamente las monedas y los diferenciales de los bonos soberanos de las economías emergentes, además de debilitar la inversión.

Finalmente, conforme los autores, el aumento de las barreras comerciales podría perturbar las cadenas de suministro mundiales y frenar la expansión de nuevas tecnologías, lo cual reduciría la productividad y el bienestar a escala mundial. Nuevas restricciones a las importaciones harían menos asequibles los bienes de consumo, lo cual perjudicaría, particularmente, a los hogares de bajo ingreso.

Fuente: Cavallo, Alberto; Gopinath, Gita; Neiman, Brent y Tang, Jenny (2019). "Tariff Passthrough at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy". Mayo. Fondo Monetario Internacional (2019). IMF Blog. "The Impact of US-China Trade Tensions". Mayo.

RECUADRO 2 EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS PARA LA ZONA DEL EURO A PARTIR DE UN BREXIT SIN ACUERDO

En la Zona del Euro, la actividad económica continúa expandiéndose de forma moderada, previéndose un crecimiento de 1.2% en 2019 y 1.4% en 2020, sustentado en la fortaleza de la demanda interna, particularmente del consumo privado, resultado de condiciones monetarias acomodaticias y de estímulos fiscales en algunas de las principales economías de la región; no obstante, el deterioro de la confianza empresarial, derivado de la incertidumbre que rodea al *Brexit* y la ralentización del comercio mundial, continúan condicionando el desempeño económico de la zona.

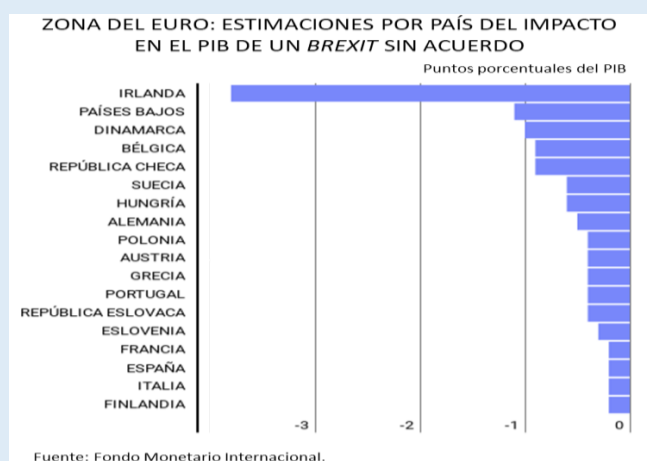
En este contexto, la posibilidad de que ocurra un *Brexit* sin acuerdo, plantea riesgos adicionales para el desempeño de la actividad económica y la estabilidad financiera tanto de la Zona del Euro como del Reino Unido. En efecto, la materialización de este escenario podría significar una reducción en el crecimiento económico, un aumento en la volatilidad de los mercados financieros y un incremento en los diferenciales de deuda soberana, especialmente para algunos países de la periferia de la zona.

De acuerdo con el Banco Central Europeo (BCE), en un escenario en donde se materializa un *Brexit* sin acuerdo, la relación comercial futura entre las partes estaría regulada por los principios que determina la Organización Mundial de Comercio (OMC), en cuyo caso, el impacto del *Brexit* en términos de crecimiento económico, sería mayor en la medida en que el comercio de un país miembro de la zona con el Reino Unido también lo sea.

una subsidiaria en el Reino Unido; adicionalmente, se perderían las ventajas que actualmente obtiene el Reino Unido de los tratados comerciales de la Unión Europea con otras regiones y países. En conjunto, estos factores afectarían el desempeño económico, no solo del Reino Unido sino también del resto de los Estados miembros de la Unión Europea.

Por otra parte, un *Brexit* sin acuerdo también plantea riesgos para la estabilidad financiera de la Zona del Euro, por lo que, tanto las autoridades de gobierno como el sector privado han empezado a implementar algunas medidas que les permitirían mitigar los riesgos macro-financieros, para enfrentar de mejor manera un escenario como el indicado. La materialización de dicho escenario propiciaría un incremento sustancial en la volatilidad de los mercados financieros y un aumento en las primas de riesgo; sin embargo, no se esperan riesgos de estabilidad financiera en los contratos de seguros transfronterizos, también es poco probable que las operaciones relacionadas con los derivados financieros no liquidados planteen un riesgo sistémico. Por lo tanto, el riesgo de que la economía de la Zona del Euro no tenga acceso a los servicios financieros tras la salida del Reino Unido de la Unión Europea, parece limitado. No obstante, la combinación del impacto de los canales comerciales y financieros, representan un importante riesgo a la baja para el crecimiento económico de la región.

Finalmente, el BCE señala que el período de extensión de la fecha de salida que otorgó la Unión Europea al Reino Unido, está siendo utilizado, tanto por el sector financiero como no financiero, para prepararse ante las posibles contingencias que pudieran derivarse de un *Brexit* sin acuerdo. Sin embargo, subraya que, si al finalizar dicho período no se tiene un acuerdo, éste aún podría extenderse uno o dos años más para desincentivar una salida desordenada. Las posibilidades de que esto suceda son altas, sobre todo si se opta por un segundo referéndum sobre cualquier acuerdo de *Brexit*, ya sea el actual o uno enmendado, ya que ello requeriría de un período más largo para alcanzar un acuerdo.



Asimismo, un *Brexit* sin acuerdo implicaría el surgimiento de costos adicionales relacionados con el impacto de las barreras arancelarias y no arancelarias; los controles aduaneros y migratorios más estrictos; los cambios en las regulaciones y en los flujos de capital; así como, la anulación de las autorizaciones para proveer servicios financieros sin necesidad de contar con

Fuente: European Central Bank (2019). "Assessing the risks to the euro area financial sector from a no-deal *Brexit*, update following the extension of the UK's membership of the EU". Financial Stability Review. Mayo. European Systemic Risk Board (2019). "A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2018. Measures to mitigate risks associated with a no-deal *Brexit*". Abril. Fondo Monetario Internacional (2019). "Growth Slowdown, Precarious Recovery". World Economic Outlook. Abril.

C. MERCADOS FINANCIEROS

Durante el primer semestre de 2019, el desempeño de los mercados financieros, tanto de las economías avanzadas como de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, ha sido positivo en comparación con lo observado durante la mayor parte de 2018. El comportamiento de los mercados financieros ha reflejado, en general, las expectativas de que los principales bancos centrales a nivel mundial mantendrían una postura de política monetaria acomodaticia, los cambios en la orientación de las negociaciones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China y los resultados empresariales, entre otros factores.

En las economías avanzadas, los principales índices accionarios registraron alzas y los indicadores de volatilidad permanecieron contenidos entre enero y abril y en junio, por lo que los precios de las acciones continuaron registrando ganancias y una volatilidad inferior a la observada a finales del año previo, ello a pesar de la corrección a la baja que se registró en dichos precios durante mayo. En los Estados Unidos de América, la tendencia creciente en los precios de las acciones durante los primeros cuatro meses del año y en junio estuvo asociada, principalmente, a que los resultados empresariales correspondientes al último trimestre de 2018 y al primero del presente año fueron positivos, así como a las expectativas de que la FED no continuaría con los incrementos de la tasa de interés objetivo de fondos federales y de que se atenuaría el conflicto comercial con la República Popular China; mientras que la reducción de los precios y el incremento de la volatilidad observados en mayo, fueron consecuencia, especialmente, del incremento de los aranceles a las importaciones chinas, así como las represalias anunciadas por el gobierno chino, los cuales intensificaron los riesgos para el crecimiento de ambas economías y para el resto de economías a nivel mundial. En la Zona del Euro, el comportamiento registrado en el mercado accionario en el primer semestre del año también estuvo influenciado por el anuncio del Banco Central Europeo de que aplazaría el inicio de la normalización de su política monetaria, lo que contribuyó al incremento de los precios de las acciones durante el primer cuatrimestre del año, a pesar de las menores perspectivas de crecimiento económico y de los cambios en la intensidad de los riesgos para el crecimiento del comercio mundial y, consecuentemente, de la demanda externa de la región, asociados a la intensificación de las tensiones comerciales y a la posibilidad de que el gobierno estadounidense asuma una postura 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 se redujeron en el primer semestre de 2019, por lo que permanecieron en niveles inferiores a los observados al final del año previo. En los Estados Unidos de América, la reducción estuvo influenciada por las preocupaciones en torno al efecto que las tensiones comerciales tendrían sobre el desempeño de la actividad económica, lo que, por una parte, generó expectativas de que la FED flexibilizaría nuevamente su política monetaria y, por la otra, propició una recomposición de las carteras de inversión hacia activos más seguros, en particular títulos de deuda emitidos por el gobierno estadounidense. En la Zona del Euro, los rendimientos disminuyeron en Francia y en Alemania, en donde incluso se tornaron negativos, ante las menores perspectivas de crecimiento de la economía; mientras que, en Italia, la menor incertidumbre política contribuyó a que los rendimientos permanecieran en niveles inferiores a los observados en 2018, a pesar de que se incrementaron ligeramente en abril, como consecuencia de que el gobierno anunció que no alcanzaría el déficit fiscal pactado con la Comisión Europea. En ese contexto, se espera que los rendimientos permanezcan contenidos, reflejo de que las expectativas de inflación y de crecimiento económico son moderadas, lo que requeriría una trayectoria más baja que la prevista anteriormente para las tasas de interés a corto plazo.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los índices accionarios mostraron una tendencia al alza en el primer trimestre de 2019 que, aunque se moderó en abril y se revirtió en mayo, se recuperó ligeramente en

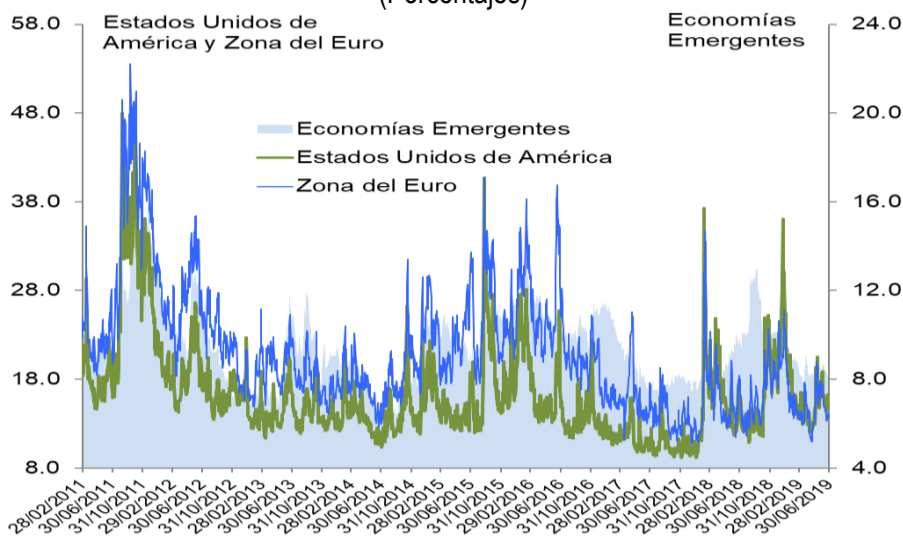


junio, por lo que los precios de las acciones registraron ganancias respecto de 2018 en algunas economías. Este resultado estuvo influenciado por los factores de incidencia mundial mencionados, así como por factores específicos de cada economía. En particular, a inicios del presente año, la contención de las tensiones comerciales y el cambio en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas permitieron, que se moderaran algunas preocupaciones sobre el desempeño de las economías emergentes y que se reanudaran los flujos de capital hacia estos países; en mayo, se registraron salidas de capital en algunas de estas economías y reducciones en los precios de las acciones, particularmente en la República Popular China, como consecuencia de la falta de avances en las negociaciones comerciales entre este país y los Estados Unidos de América; y en junio, las expectativas de que se resolvería el conflicto comercial entre ambos países provocaron incrementos en los precios de las acciones. En América Latina, los índices bursátiles registraron ganancias respecto de 2018, lo cual también estuvo influenciado por las perspectivas positivas de crecimiento en algunos países de la región durante los primeros meses del año, ante el alza de los precios en las materias primas, y por la menor incertidumbre política; no obstante, los precios de las acciones evidenciaron reducciones entre abril y mayo en diversos países: en Argentina, ante el deterioro de la situación económica y la incertidumbre asociada a las elecciones que se realizarán en octubre; en Chile y en Colombia, por la moderación de los precios internacionales del cobre y del petróleo, respectivamente; en tanto que en Brasil y en México, por las menores perspectivas de crecimiento de la actividad económica. En ese contexto, la dinámica de los precios de los activos de la región y el desempeño de sus monedas permanecería condicionado al posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial, a la evolución de los precios de las materias primas, a los riesgos derivados de cambios en las relaciones comerciales con los Estados Unidos de América, al entorno político interno y a las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial, entre otros factores.

Las condiciones financieras internacionales, en general, continuaron apoyando el crecimiento económico mundial a corto plazo; sin embargo, éstas podrían cambiar rápidamente, ante la materialización de los riesgos de carácter económico, político y geopolítico, lo cual provocaría episodios de ajuste en los precios de los activos, así como de recomposición de carteras de inversión a nivel internacional, que se reflejarían en reducciones de los flujos de capital hacia las economías emergentes y pronunciadas fluctuaciones cambiarias.

Gráfica 3

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



(1) Al 30 de junio 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 4

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



(1) Al 30 de junio 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*.



D. PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS

Durante el primer semestre de 2019, los precios internacionales de las materias primas que pueden incidir en la inflación de Guatemala, registraron mayor volatilidad y precios *spot* superiores a los registrados a finales del año anterior. El precio internacional del petróleo mostró un significativo incremento hasta finales de abril, atribuido, principalmente, a restricciones en la oferta, exacerbado por el aumento de tensiones geopolíticas en algunas de las principales regiones productoras; no obstante, desde principios de mayo, la tendencia alcista del precio del petróleo cambió, debido a que la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, podría afectar el crecimiento económico mundial, lo cual impactaría negativamente la demanda de crudo y ampliaría los niveles de inventarios; aunque el incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, indujo a una recuperación de los precios del petróleo en la segunda quincena de junio. Por su parte, el precio internacional del maíz amarillo y del trigo, a partir de mayo, registraron una tendencia al alza, comportamiento que se asocia, principalmente, a factores de oferta por condiciones climáticas adversas en algunas de las principales zonas productoras de los Estados Unidos de América. El precio internacional del trigo mantuvo una leve tendencia a la baja que se revirtió a finales de mayo. En términos acumulados, al 30 de junio, el precio *spot* del petróleo, del maíz amarillo y del trigo mostraron aumentos de 28.76%, de 11.94% y de 4.89%, respectivamente. En términos de precios promedio del año, el del petróleo y el del trigo han sido inferiores a los observados el año anterior; en tanto que, en el caso del maíz amarillo, en niveles superiores.

1. Petróleo

El precio internacional del petróleo registró un alza en los primeros meses de 2019, resultado de las restricciones a la oferta que acordaron los países miembros de la OPEP y otros importantes países productores en diciembre de 2018⁸; de la reducción en las exportaciones de Venezuela e Irán⁹, por las sanciones comerciales impuestas por los Estados Unidos de América a ambos países; de la intensificación de las tensiones geopolíticas en Venezuela y el Medio Oriente, lo cual contribuyó a la reducción gradual de los inventarios mundiales de crudo y provocó que el precio alcanzara un nivel de alrededor de US\$66.00 por barril en la tercer semana de abril, superior observado a finales del año anterior (US\$45.41 por barril). Sin embargo, el continuo aumento en la extracción de crudo estadounidense, especialmente de petróleo de esquisto (*shale oil*), así como 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. No obstante, en las últimas semanas de junio, el precio mostró nuevamente una tendencia al alza, situándose en US\$58.47 por barril a finales de junio, debido a las restricciones a los suministros de crudo provenientes del Medio Oriente ante a la intensificación de las tensiones geopolíticas, luego que Irán derribara un avión no tripulado estadounidense cerca del estrecho de Ormuz, incidente que exacerbó las tensiones que se habían iniciado la semana previa por el ataque a dos buques petroleros en el Golfo de Omán.

⁸ El acuerdo para recortar 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 17 y 18 de marzo, los miembros de la OPEP suspendieron la reunión que tenían planificada para abril y dispusieron revisar el acuerdo hasta junio de 2019.

⁹ 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.

Gráfica 5

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



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

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 sobrecumplimiento de la cuota de reducción de la producción, alcanzando a mayo un nivel ligeramente por arriba de lo pactado (108.5%), resultado, principalmente, del importante recorte en la producción en Arabia Saudita, Angola y Kuwait. Vale destacar que la reducción total en la producción de la OPEP, se debe también a la disminución involuntaria en el nivel de extracción en Venezuela¹⁰, en Libia y en Irán¹¹. En ese contexto, la OPEP en su reunión del Comité Ministerial de Monitoreo Conjunto del 17 y 18 de marzo y en otras reuniones extraoficiales, ratificó la necesidad de que los países miembros continúen haciendo esfuerzos para cumplir con los niveles acordados de producción, haciendo la salvedad que la cuota de reducción de la producción podría extenderse dependiendo de la evolución de las condiciones de oferta y de demanda. En efecto, en su reunión programada para principios de julio, el referido comité decidirá sobre las acciones a implementar, con el propósito de influir en el comportamiento de los precios internacionales del petróleo en el segundo semestre del año.

¹⁰ 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 Estados Unidos de América.

¹¹ 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 Estados Unidos de América. Al respecto, vale indicar que el Departamento de Estado estadounidense decidió poner fin a las exenciones que gozaban temporalmente a 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.

Gráfica 6

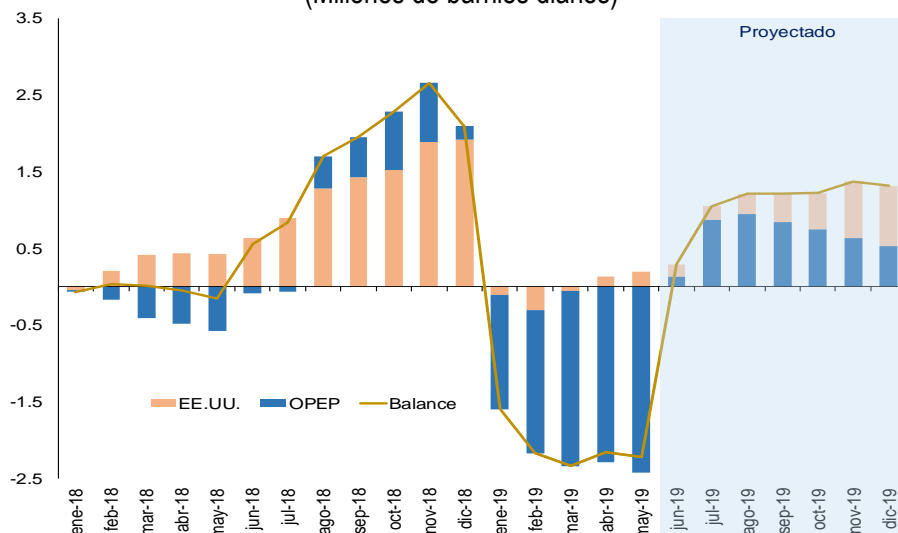


Por su parte, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP y que no forman parte de dicho acuerdo ha seguido incrementándose, principalmente, en los Estados Unidos de América, y en menor medida en Brasil, Qatar¹², Australia y el Reino Unido; por su parte, este crecimiento ha sido moderado por la menor producción en Canadá, México, Kazajistán, Noruega e Indonesia. El incremento en la producción de crudo estadounidense, particularmente de esquisto (*shale oil*), se asocia a las mejoras 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 mayo se ubicó en alrededor de 967, es menor en 7.6% a las que estaban activas en promedio hace un año (1,047 plataformas), el aumento de la oferta de crudo estadounidense ha compensado, parcialmente, la reducción de la oferta de la OPEP durante el primer semestre del año y ha contribuido al incremento de los niveles de inventarios mundiales del crudo, particularmente en mayo y lo que va de junio.

¹² Qatar abandonó la OPEP en enero de 2019, como medida económica para enfocar sus esfuerzos para desarrollar e incrementar su producción de gas natural.

Gráfica 7

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 mayo 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 junio, prevé que en 2019 la producción mundial de petróleo se sitúe en 101.2 mbd, mayor en 0.7 mbd respecto a la registrada en 2018. Además, anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 101.3 mbd, mayor en 1.2 mbd a la de 2018. Lo anterior, implicaría un moderado déficit entre la oferta y la demanda mundial de crudo (de 0.1 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 (a)	2019 (b)	Variación 2019 / 2018
Oferta	100.5	101.2	0.7
Demanda	100.1	101.3	1.2
Balance (oferta - demanda)	0.4	-0.1	-----

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

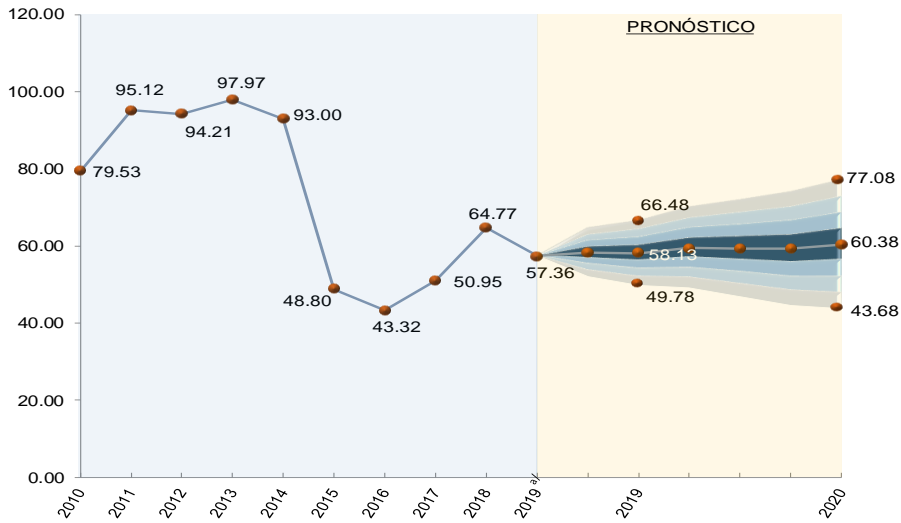
A pesar del alza observada en el precio internacional del petróleo durante los primeros meses del año, los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que el barril se ubique en US\$58.13 en 2019 y en US\$60.38 en



2020, ambos inferiores al precio promedio registrado en 2018 (US\$64.77 por barril), aunque con una tendencia moderadamente creciente.

Gráfica 8

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



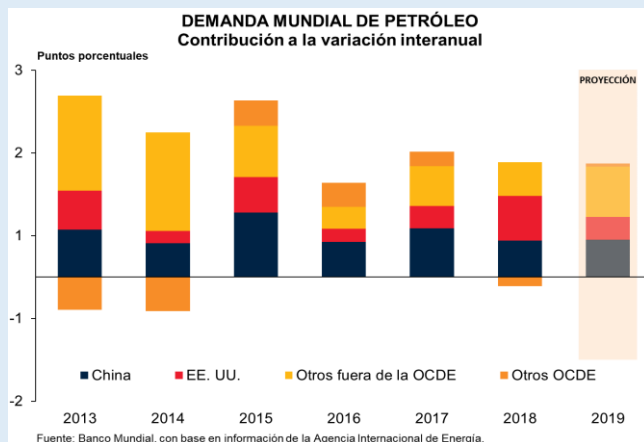
(1) Con información al 30 de junio de 2019.

Fuente: Bloomberg.

RECUADRO 3 INESTABILIDAD EN EL MERCADO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO EN 2019

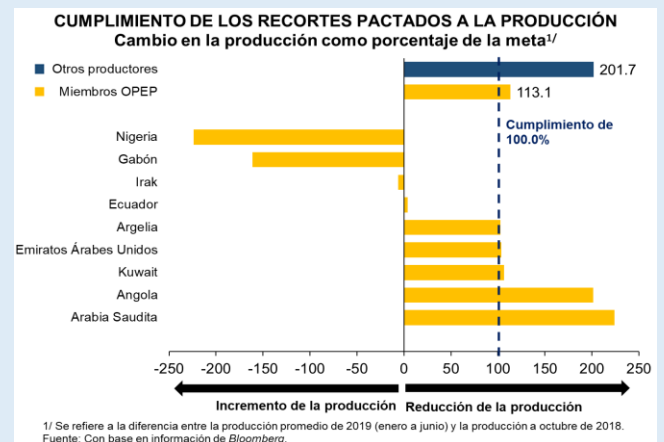
El mercado internacional del petróleo responde, generalmente, a los fundamentos de la oferta y demanda mundiales de crudo; sin embargo, dicho mercado también ha estado influenciado por acontecimientos del entorno internacional que han generado una considerable volatilidad en el precio de dicha materia prima. En el contexto actual, dicha volatilidad se asocia, principalmente, a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, a los recortes a la producción acordados por los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes productores y al aumento de las tensiones geopolíticas.

Por el lado de los fundamentos de demanda, el consumo mundial de petróleo aumentó durante el primer trimestre del año; no obstante, a partir de abril el ritmo de crecimiento económico de algunas de las principales economías se desaceleró, como consecuencia de la incertidumbre a nivel internacional que generó la intensificación de las referidas tensiones comerciales, lo que ha implicado un debilitamiento de la demanda mundial de crudo. Adicionalmente, algunos factores coyunturales afectan a la demanda mundial, como sucede en el caso de la República Popular China, por la implementación de políticas ambientales más estrictas. En este contexto, las proyecciones para 2019 reflejan una moderación en el ritmo de crecimiento del consumo de petróleo respecto del observado en los dos años previos y un cambio en la composición de la demanda, considerando que dicho crecimiento estaría sustentado, principalmente, por las economías que no son miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).



Por el lado de los fundamentos de oferta, la producción de crudo se redujo de manera significativa durante el primer trimestre de 2019, lo cual estuvo asociado, por una parte, al acuerdo entre los países miembros de la OPEP y otros importantes productores, de reducir voluntariamente su nivel de producción, como consecuencia de los excedentes de oferta que propiciaron la caída de los precios del petróleo en el último trimestre de 2018 y, por la otra, a la disminución de la producción de otros miembros

de la OPEP exentos de dicho acuerdo. Dentro de estos últimos casos, sobresale la disminución de la producción en Irán y en Venezuela (la producción de petróleo crudo iraní se encuentra en su nivel más bajo desde 1981; en tanto que, el nivel de producción venezolano, es más bajo que el observado en 1945); además, la intensificación del conflicto interno libio que ha limitado su producción petrolera.



Las restricciones indicadas a la oferta propiciaron que el precio del petróleo aumentara en los primeros meses de 2019, aunque las perspectivas de moderación de la demanda contribuyeron a que esta tendencia se revirtiera a partir de mayo; sin embargo, algunos acontecimientos internacionales recientes han tenido un impacto significativo en el precio del petróleo, destacando la intensificación de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, en particular, por los ataques que ocurrieron en mayo a dos buques petroleros en el Estrecho de Ormuz (entre el Golfo Pérsico y Omán, donde circulan cada mes alrededor de 250 buques petroleros, que representan cerca de 21% de la producción mundial de petróleo) y a dos estaciones de bombeo en Arabia Saudita, asimismo, el ataque ocurrido en junio a un buque petrolero de Japón en el Golfo de Omán, además del ataque a aviones de vigilancia no tripulados de los Estados Unidos de América cerca del territorio iraní.

En el contexto actual, el panorama del precio internacional del petróleo continúa incierto, por la probabilidad de mayores restricciones a la oferta, derivado de las acciones de la OPEP de extender los recortes voluntarios a la producción hasta finales del presente año; así como, una mayor intensificación de las tensiones comerciales y geopolíticas; razón por la cual, el comportamiento futuro del precio permanecería condicionado tanto por sus fundamentos como por factores extraeconómicos.

Fuente: IHS Markit (2019). "Global Crude Oil Markets Short-Term Outlook". Mayo. Banco Mundial (2019). "Commodity Markets Outlook". Abril. International Energy Agency (2019). "Oil Market Report". Mayo.



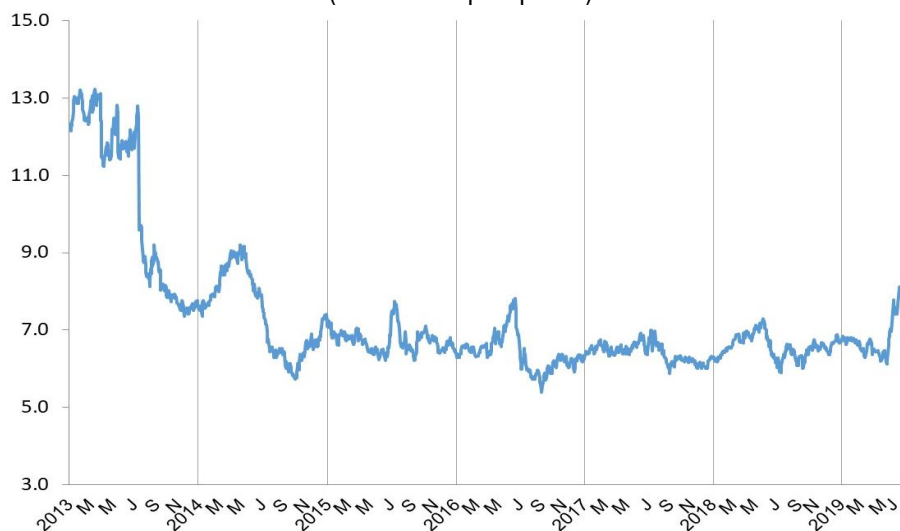
2. Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante los primeros cuatro meses del año, registró una tendencia a la baja, debido a una mayor oferta, particularmente de Brasil, Argentina, Canadá, Estados Unidos de América y de Europa, derivado de condiciones climáticas favorables que se han registrado en las principales regiones productoras, así como por una menor demanda mundial para la producción de biocombustibles. Sin embargo, a partir de la segunda quincena de mayo, ante los daños causados a los cultivos por condiciones climáticas adversas en algunas de las principales regiones productoras en los Estados Unidos de América, el precio empezó a registrar un alza significativa, que se ha contenido moderadamente, debido a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, en donde el aumento de los aranceles estadounidenses a las importaciones de varios productos chinos, podría disminuir el volumen de compra de productos agrícolas estadounidenses por parte de la República Popular China.

En efecto, los pronósticos del precio promedio del maíz amarillo evidencian un alza significativa respecto del precio promedio observado en 2018 (US\$6.57 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$6.98 por quintal en 2019, comportamiento que se extendería a 2020 y alcanzaría un precio de US\$7.35 por quintal.

Gráfica 9

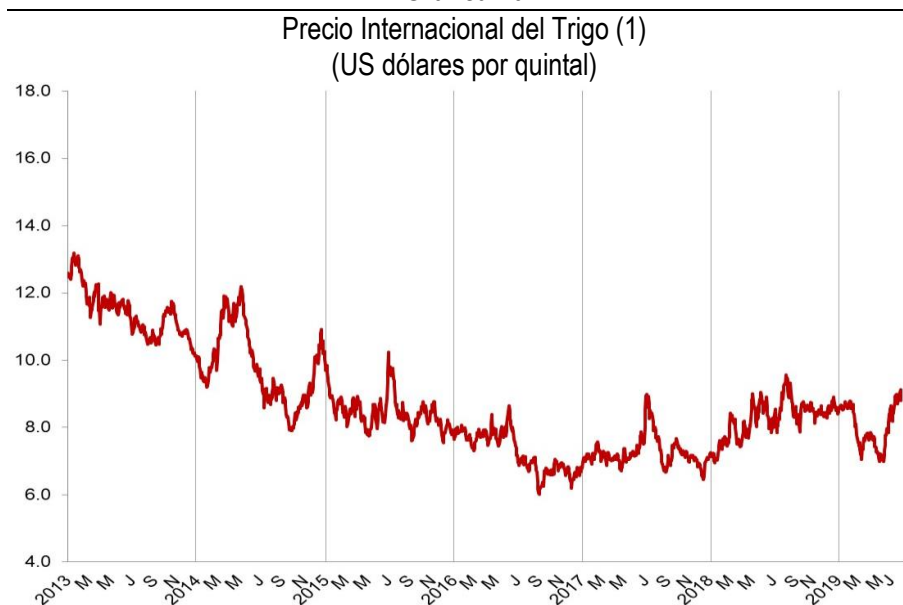
Precio Internacional del Maíz (1)
(US dólares por quintal)



(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de junio de 2019.
Fuente: Bloomberg.

El precio internacional del trigo, luego de registrar una tendencia al alza durante la mayor parte de 2018, a partir febrero de 2019 observó una significativa reducción en su precio, asociado, fundamentalmente, a la expectativa de una mayor oferta mundial, debido a condiciones climáticas favorables para el desarrollo de los cultivos en las principales zonas productoras de Rusia, Estados Unidos de América, Canadá y de otros importantes países productores del Norte de Europa. No obstante, desde finales de abril, el precio del trigo registró un incremento significativo, derivado de la expectativa de una menor oferta del cereal por parte de los Estados Unidos de América, debido a las condiciones climáticas adversas que han afectado algunas de las principales áreas de producción de dicho país.

Gráfica 10



En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio reflejan una moderada caída respecto del precio promedio registrado en 2018 (US\$8.25 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$8.09 por quintal en 2019 y en US\$8.07 por quintal en 2020.

E. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Durante el primer semestre de 2019, la inflación internacional, en términos generales, mostró un comportamiento moderado, a pesar del incremento registrado en los precios del petróleo durante los primeros cuatro meses del año. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles inferiores a los del año previo, aunque cercanos a las metas de sus respectivos bancos centrales en casi todos los países, con excepción de Japón. Dicho comportamiento estuvo asociado, principalmente, a la evolución de los precios de los energéticos. Asimismo, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación tendió a moderarse en el segundo trimestre del año, en un entorno de presiones de demanda que continúan incipientes en algunas economías de este grupo.

En los Estados Unidos de América, la inflación se ubicó en junio en 1.65%, nivel inferior al objetivo de mediano plazo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, comportamiento que estuvo influenciado, principalmente, por la reducción de los precios energéticos. En dicho contexto, 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 las primeras cuatro reuniones del año, la FED decidió mantener entre 2.25% y 2.50% el rango objetivo de la tasa de interés de fondos federales, como lo anticipaba el mercado; no obstante, las expectativas del mercado sugieren para el resto del año una alta probabilidad de que la tasa de fondos federales pueda registrar al menos una disminución, tomando en consideración los elevados niveles de incertidumbre tanto de orden externo como interno. Adicionalmente, la FED anunció en su reunión de marzo que continuaría con el proceso de reducción de su hoja de balance, iniciado en octubre de 2017, durante los próximos trimestres, siempre y cuando las condiciones económicas y monetarias evolucionen conforme a lo esperado; en ese contexto, a partir de mayo, ajustó el plan de reducción de la forma siguiente: el límite mensual de los reembolsos de sus tenencias en títulos del tesoro



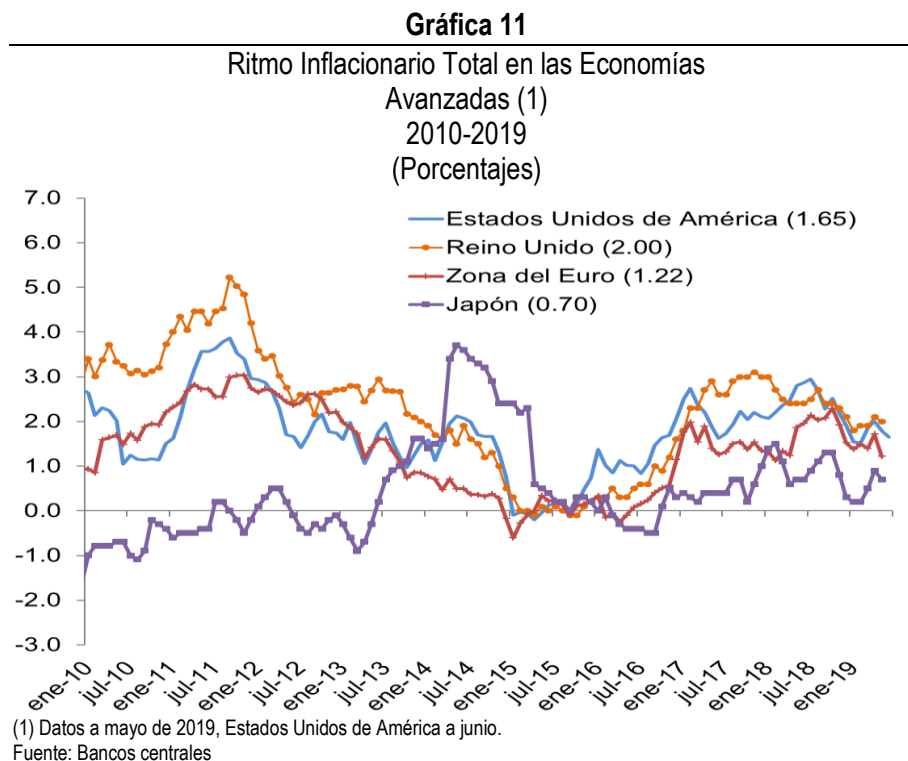
se redujo de US\$30.0 millardos a US\$15.0 millardos; en septiembre la reducción de sus tenencias de títulos valores en el Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA, por sus siglas en inglés) concluirá; y a partir de octubre, los pagos de capital provenientes de activos de títulos del tesoro y títulos respaldados por hipotecas serán reinvertidos en Bonos del Tesoro, sujetos a un monto máximo de US\$20.0 millardos mensuales. Al 26 de junio de 2019, la hoja de balance había disminuido aproximadamente US\$628.8 millardos, respecto del nivel registrado en septiembre de 2017.

En la Zona del Euro, durante el primer semestre del año, la inflación se mantuvo relativamente estable, aunque en abril se incrementó y en mayo se moderó nuevamente, ubicándose en 1.22%, por debajo de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE). Dicho comportamiento estuvo asociado, principalmente, a las fluctuaciones que registró el rubro de energéticos. No obstante, de acuerdo con el BCE, la inflación podría mantenerse contenida el resto del año, reflejando, las perspectivas de moderación del crecimiento económico en el corto plazo. En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE no realizó ajustes en la tasa de interés de política monetaria en sus reuniones de enero, de marzo, de abril y de junio, manteniéndola en 0.00%, y manifestando que continuará implementando su postura actual durante el resto del año, con el propósito de asegurar la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles cercanos a la meta de 2.0%. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, en diciembre de 2018, finalizó el programa mensual de compras de activos, en consistencia con lo anticipado por el BCE, decidió continuar con la reinversión de los valores adquiridos durante un periodo más prolongado, el cual será posterior a la fecha en la que la tasa de interés de política monetaria se incremente y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria. Adicionalmente, en marzo, se anunció una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), las cuales se realizarán entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, con vencimiento a dos años, permitiendo a las entidades obtener financiación por un importe de hasta el 30.0% de sus préstamos computables al 28 de febrero de 2019 y aplicando, a partir de junio, una tasa de interés de 10 puntos básicos por arriba de la tasa promedio de las operaciones principales de financiamiento del Eurosistema durante toda la duración de cada operación.

En el Reino Unido, a pesar de que la inflación se aceleró en los primeros meses de 2019, la misma continuó ubicándose alrededor de la meta (2.0%) y se situó en 2.0% en mayo. Dicho comportamiento responde, principalmente, al aumento de la demanda interna, en un contexto de condiciones financieras aún acomodaticias. En ese entorno, el Banco de Inglaterra estima que la inflación se ubicará por debajo del 2.0% hasta finales del tercer trimestre del presente año, previo a situarse por arriba de dicho nivel en 2020, a medida que aumenten las presiones inflacionarias internas asociadas a una mejora en el nivel de actividad económica. Por ello, el Comité de Política Monetaria decidió, en sus reuniones de febrero, de marzo y de mayo y de junio, mantener en 0.75% la tasa de interés de política monetaria, así como 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, en gran medida, de la evolución de las perspectivas económicas, la cual está condicionada a la naturaleza y el momento de materialización del Brexit, derivado, particularmente, de los términos comerciales que se aprueben entre la Unión Europea y el Reino Unido.

En Japón, luego de la desaceleración en el nivel de precios observada en los primeros meses del año, el ritmo inflacionario mostró un repunte a partir de marzo, ubicándose en 0.70% en mayo, aunque por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés). Dicho comportamiento se asoció a la moderación en los precios internos de la energía y de los alimentos. En ese sentido, el Comité de Política del BOJ, en sus reuniones de enero, de marzo, de abril y de junio, indicó que la inflación podría aumentar gradualmente hasta converger a 2.0%,

debido, principalmente, a que la brecha del producto continúa siendo positiva y las expectativas de inflación a mediano y largo plazos se encuentran más cercanas a la meta de inflación, por lo que descartó la posibilidad de iniciar el proceso de normalización de su política monetaria en el corto plazo, indicando que mantendría el actual nivel de la tasa de interés de política monetaria, al menos hasta 2020, tomando en cuenta la incertidumbre derivada del desempeño de la actividad económica y los precios, los efectos del aumento del impuesto al consumo que entrará en vigencia en octubre del presente año, así como la evolución de la economía mundial. Asimismo, en su reunión de abril, anunció la implementación de medidas para fortalecer su programa de flexibilización monetaria, ampliando las 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.



En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación se moderó en los primeros meses del año, en un contexto de desaceleración de la economía mundial, lo cual, aunado a la reducción del precio internacional del petróleo, contribuyó a aliviar las presiones inflacionarias sobre algunas de estas economías; asimismo, influyeron algunos factores propios de cada país, como el desvanecimiento de los efectos de las depreciaciones anteriores de sus monedas y la disminución de los precios de los alimentos. A inicios del segundo trimestre del año, la inflación mostró un leve repunte como resultado de los mayores precios de los alimentos y de los productos energéticos; sin embargo, se ubicó, en la mayoría de países de este grupo, dentro de los márgenes de tolerancia de las metas establecidas por los respectivos bancos centrales.

En las principales economías de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se aceleró moderadamente en lo que va del año, resultado, principalmente, de algunas presiones por el alza de los derivados del petróleo, aunque en un entorno de 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. Cabe indicar que la pausa en las alzas de las tasas de interés a nivel internacional relajó las presiones derivadas de las salidas de capital en algunas de estas economías. En este contexto, la inflación a mayo se ubicó dentro del margen de tolerancia de la meta de los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Perú, mientras que, en México, la inflación se situó por encima del límite superior del margen de tolerancia.

En la República Popular China, la inflación repuntó luego de la desaceleración registrada en los primeros meses del año, ubicándose en 2.70% en mayo, debido en parte, a los efectos de la celebración del Año Nuevo Lunar y de problemas en la oferta de carne de cerdo, lo cual contribuyó al aumento del rubro de alimentos; no obstante, la inflación se mantiene por debajo de la meta del gobierno (3.0%). Cabe indicar que, desde mediados de 2018 se han implementado estímulos monetarios, fiscales y financieros, en respuesta tanto a la desaceleración del crecimiento de la actividad económica de los últimos años como a los efectos negativos por la imposición de aranceles a las importaciones chinas por parte de los Estados Unidos de América. Dicha flexibilización se ha dado a través de varias medidas que buscan estimular la demanda interna, entre las que destacan las inyecciones de liquidez que promueven el financiamiento a empresas privadas y proyectos de infraestructura pública por parte de las instituciones financieras; así como la expansión del déficit fiscal desde 2.6% del PIB en 2018 a 2.8% del PIB en 2019. Lo anterior, en el marco del Plan de Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir las crecientes vulnerabilidades financieras, que además otorga al Banco Popular de China (BPC) un papel central en la implementación de la política macroprudencial y en el mantenimiento de la estabilidad financiera.

En México, la inflación continuó la tendencia decreciente iniciada desde principios de año, situándose en 3.95% en junio, dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento reciente de la inflación se asocia a los menores incrementos de los precios de los energéticos y de los productos pecuarios. En este contexto, el Banco de México ajustó ligeramente al alza los pronósticos de inflación, aunque considera que la inflación se aproximará al nivel objetivo en el tercer trimestre de 2020. Vale mencionar que dicho Banco Central ha realizado incrementos en la tasa de interés de referencia, la cual ha pasado de 3.00% en diciembre de 2015 hasta 8.25% en diciembre de 2018, nivel que se ha mantenido a la fecha, con el propósito de enfrentar las presiones inflacionarias y 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 mantuvo una tendencia creciente durante los primeros cinco meses del año; sin embargo, mostró una significativa caída en junio, ubicándose en 3.37%, dentro del margen de tolerancia de la meta (4.25% +/- 1 punto porcentual), resultado, principalmente, del desvanecimiento de los efectos de la huelga de transportistas ocurrida en el mismo mes del año anterior, la cual causó un fuerte desabastecimiento en los principales centros urbanos del país. El Banco Central de Brasil, con el propósito de apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, ha mantenido el nivel de la tasa SELIC (tasa interés de política monetaria) en 6.50%, desde marzo de 2018, su nivel mínimo histórico.

En Chile, la inflación fue de 2.30% en junio de 2019, ubicándose dentro del rango de tolerancia de la meta establecida por el Banco Central (3.0% +/- 1 punto porcentual), resultado asociado, principalmente, al aumento de la tarifa eléctrica. Ante este escenario de presiones inflacionarias contenidas, aunado a la debilidad de la recuperación económica, el Banco Central estimó necesario recalibrar el impulso monetario para asegurar la convergencia de la

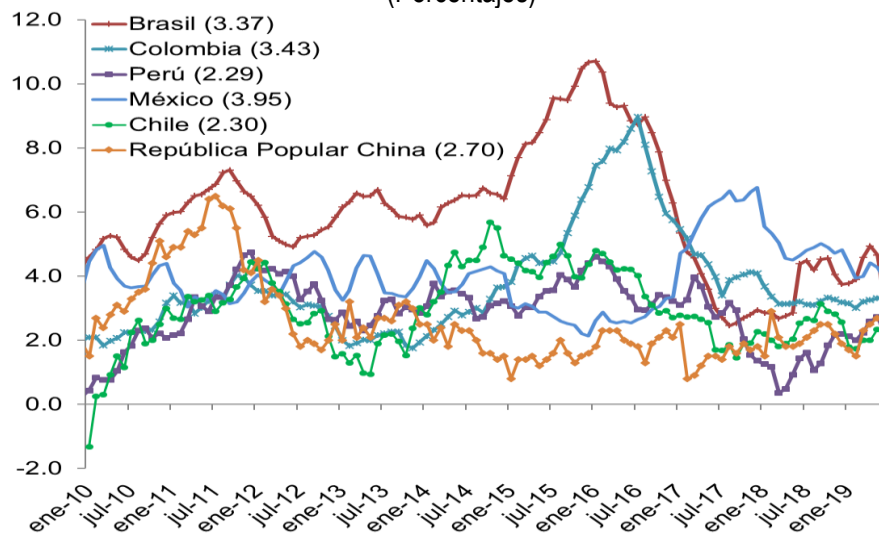
inflación a la meta, y en su reunión de junio decidió recortar 50 puntos básicos a su tasa de interés de política monetaria, ubicándola en 2.50%.

En Colombia, ante la ausencia de presiones, la inflación en la primera mitad del año continuó moderada y estable alrededor del valor central de la meta de inflación establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), ubicándose en 3.43% en junio. Este comportamiento indujo a que las expectativas inflacionarias se moderaran, permitiendo a la autoridad monetaria mantener la tasa de interés en 4.25%, una postura ligeramente expansiva en un contexto de brecha del producto moderadamente negativa.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 2.29% en junio, dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%). Este resultado, se asocia, principalmente, al incremento en los rubros de la matrícula y pensión de enseñanza, las tarifas eléctricas, comidas fuera del hogar y huevos. En contraste, la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda continuó, por lo que el Banco Central mantuvo en 2.75% la tasa de interés de referencia, la cual se ubica en dicho nivel desde marzo de 2018, reflejando la posición expansiva de la política monetaria con el fin de que, tanto la inflación, como sus expectativas permanezcan dentro del rango meta, en un entorno en el que considera que el nivel de actividad económica se encuentra por debajo de su potencial.

Gráfica 12

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



(1) Datos a junio de 2019.
Fuente: Bancos centrales.

En la región de Centroamérica y la República Dominicana, en Guatemala y Honduras la inflación continuó fluctuando en torno a los rangos de tolerancia de las metas definidas por sus respectivos bancos centrales, en el primero, los mayores aportes a la inflación provinieron del alza de los precios de los alimentos y de los combustibles y, en el segundo, las presiones surgieron del alza de las tarifas del servicio de energía eléctrica y de los mayores precios de los combustibles. Por su parte, la debilidad de la demanda interna en Costa Rica mantuvo la inflación cercana al límite



inferior de su meta y en la República Dominicana, las bajas presiones inflacionarias mantuvieron la inflación por debajo del límite inferior de su rango de tolerancia.

Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, el Banco Central de Honduras, en su reunión de enero, 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 invariable su tasa de interés líder de política monetaria en 2.75%, durante el primer semestre del año. Por su parte, el Banco Central de Costa Rica, debido a la ausencia de presiones inflacionarias en un entorno de perspectivas moderadas de crecimiento de la actividad económica, en sus reuniones de marzo, mayo y junio, decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos en cada ocasión, ubicándola en 4.50%; y, el Banco Central de la República Dominicana, en su reunión de junio, decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, ubicándola en 5.00%, en un contexto de bajas presiones inflacionarias; adicionalmente, estos dos bancos centrales implementaron medidas para liberar recursos del encaje legal, con el objetivo de dinamizar el crédito bancario al sector privado e impulsar el crecimiento económico.

En el cuadro siguiente se presentan los datos observados y las proyecciones para 2019 y 2020, relativas al crecimiento económico e inflación a nivel internacional.

Cuadro 3

Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación
(Porcentajes)

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Principales socios comerciales de Guatemala						
Estados Unidos	2.9	2.4	1.8	2.0	2.7	2.4
El Salvador	2.5	2.5	2.3	0.4	1.4	1.2
Honduras	3.7	3.4	3.4	4.2	4.7	4.5
Nicaragua	-4.0	-5.0	-0.2	3.9	5.5	3.9
Zona del Euro	1.9	1.2	1.4	1.5	1.4	1.6
México	2.0	1.1	1.8	4.8	3.1	3.0
Otros socios comerciales						
Colombia	2.7	3.5	3.6	3.2	3.2	3.0
Japón	0.8	0.9	0.4	0.8	1.7	1.0
Brasil	1.1	0.8	2.4	3.7	3.9	4.0
Chile	4.0	3.4	3.2	2.1	2.7	3.0
Perú	4.0	3.9	4.0	2.2	2.2	2.0
Reino Unido	1.4	1.3	1.4	2.3	1.8	2.0
República Popular China	6.6	6.2	6.0	1.9	2.2	2.5
Mundial	3.6	3.2	3.5	3.7	3.6	3.5
-Economías avanzadas	2.2	1.9	1.7	1.7	2.0	1.9
-Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4.5	4.1	4.7	5.0	4.7	4.6
-América Latina y el Caribe (1)	1.0	0.6	2.3	7.1	5.6	4.9
-Centroamérica	2.3	2.4	2.8	2.6	3.7	3.3
Principales socios (2)	2.5	1.9	1.9	2.3	2.7	2.5

(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.

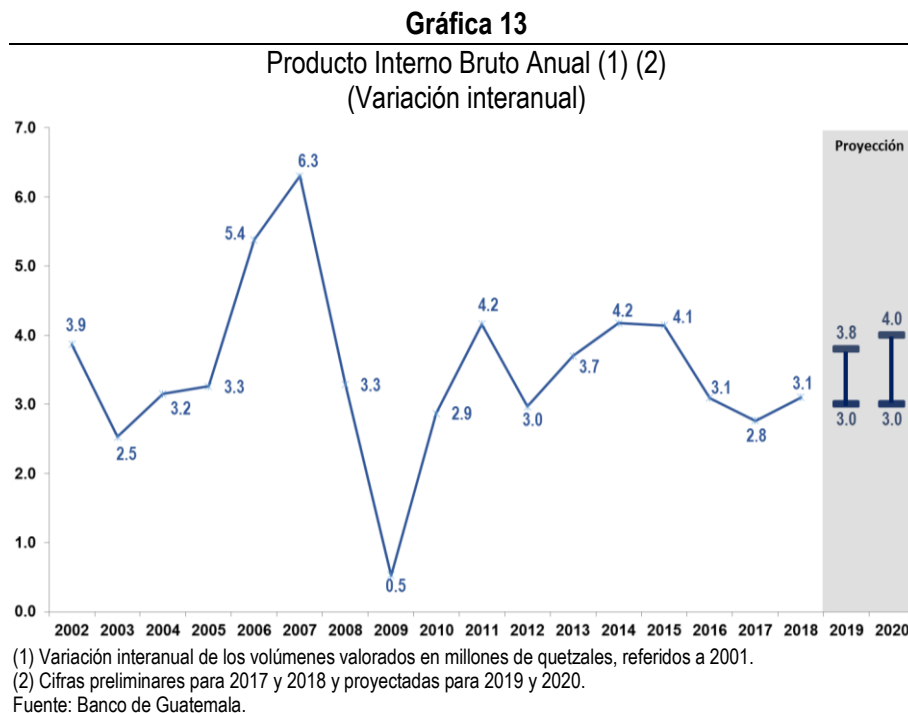
Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, actualización de julio de 2019. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a julio de 2019.

IV. ESCENARIO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

1. Producto interno bruto

Considerando las proyecciones de crecimiento económico para la economía mundial y para los principales socios comerciales de Guatemala, elaboradas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como las condiciones económicas internas, se prevé que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para 2019 se ubique en un rango entre 3.0% y 3.8% y para 2020 entre 3.0% y 4.0%. Dicho resultado se asocia al incremento esperado en la demanda interna, la cual crecería 3.9% y 3.8%, en su orden, debido, principalmente, al crecimiento previsto en el gasto de consumo (tanto privado como público) y en la formación bruta de capital fijo; así como por la recuperación esperada de la demanda externa.



En cuanto a los sectores productivos, para 2019 y 2020, se prevén tasas de crecimiento positivas para todas las actividades económicas, destacando comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y transporte, almacenamiento y comunicaciones, las que en conjunto explicarían alrededor de 70% de la tasa de crecimiento del PIB real previsto para ambos años.

Con relación a la demanda interna, se prevé para 2019 un crecimiento de 3.9%, impulsada, principalmente, por el incremento del consumo privado (3.8%), 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. El gasto en consumo del gobierno general registraría un incremento de 5.2%, asociado al aumento previsto en los rubros de remuneraciones y compra de bienes y servicios



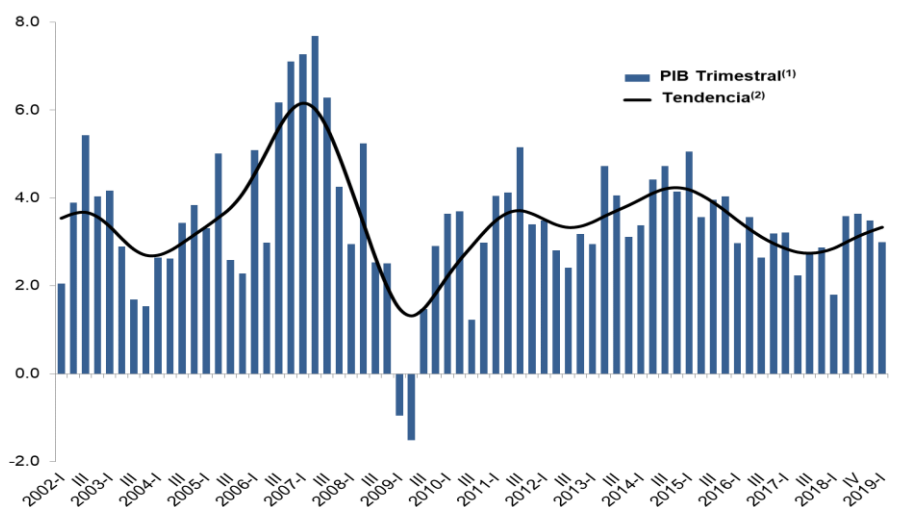
por parte de la Administración Central, de acuerdo con el presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2019. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se prevé registre un crecimiento de 3.6%, resultado del incremento esperado en la importación de bienes de capital; así como al aumento previsto de la inversión en construcción. Por su parte, las perspectivas de crecimiento económico para 2020 anticipan un crecimiento de 3.8% para la demanda interna, impulsado principalmente por el gasto de consumo privado y la formación bruta de capital fijo, los cuales se espera que registren tasas de crecimiento de 3.8% y 3.3%, respectivamente. Por su parte, se estima que el crecimiento anual del gasto en consumo del gobierno general sea 2.1%, menor al previsto para 2019 (5.2%).

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, mostrarían un crecimiento de 2.6% en 2019, ante el crecimiento estimado en las exportaciones, en términos de volumen, de café, cardamomo, artículos de vestuario, hierro y acero, legumbres y hortalizas, grasas y aceites comestibles, entre otros; así como a las expectativas de precios internacionales favorables para la mayoría de los principales productos exportables. En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales, estas crecerían 4.7%, resultado de mejores perspectivas en la demanda de bienes para consumo final, así como para consumo intermedio, principalmente, materiales de construcción, combustibles y lubricantes. Para 2020, se espera una leve moderación en las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, las que registrarían una tasa de crecimiento de 2.5%. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 4.2%, menor al crecimiento esperado en 2019.

Con relación al PIB observado en el primer trimestre de 2019, éste registró una tasa de crecimiento interanual de 3.0%, superior a la observada en el mismo trimestre del año anterior (1.8%).

Gráfica 14

**Producto Interno Bruto Trimestral
(Porcentajes)**



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2019.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

a) Destino del gasto

En cuanto al PIB medido por el destino del gasto, destaca el consumo privado que registró un crecimiento de 4.3%, superior al registrado en el mismo trimestre del año anterior (2.2%), lo cual continúa reflejando el incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, asociado a la mejora en el ingreso disponible, al incremento en las remesas familiares y al desempeño del crédito al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un crecimiento de 1.7%, resultado del incremento, en términos reales, de las remuneraciones pagadas y de la compra de bienes y servicios de algunos renglones presupuestarios por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), ésta creció 3.3% debido, principalmente, al desempeño de la inversión en construcción de obras de ingeniería civil, así como al crecimiento en la construcción de edificaciones, particularmente las de uso no residencial, como centros comerciales y oficinas.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una reducción de 4.3%, explicada, principalmente, por la caída del volumen exportado de níquel; azúcar; frutas frescas, secas o congeladas; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; hierro y acero; y productos farmacéuticos.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios incrementaron en 7.3%, en términos reales, derivado del aumento registrado en el volumen importado de combustibles y lubricantes, materiales de construcción, bienes de consumo, materias primas, y productos intermedios para la industria.

Cuadro 4

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB anual	2018				2019
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna		1.5	5.8	5.2	5.0	4.9
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	88.3	2.2	5.3	5.1	4.6	4.3
Gasto de Gobierno Central	10.5	3.0	5.7	6.0	1.7	1.7
Formación Bruta de Capital Fijo	14.8	1.2	3.0	4.5	3.3	3.3
Exportaciones de bienes y servicios	24.9	-2.9	-2.5	-3.2	-4.8	-4.3
(-) Importaciones de bienes y servicios	40.0	-3.2	6.0	7.8	5.2	7.3
PRODUCTO INTERNO BRUTO		1.8	3.6	3.6	3.5	3.0

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.



b) Origen de la producción

La evolución del PIB del primer trimestre del año, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas (con excepción de suministro de electricidad y captación de agua), destacando transporte, almacenamiento y comunicaciones; servicios privados; comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 84% de dicho resultado.

En el crecimiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones incidió, principalmente, el incremento en la actividad de telecomunicaciones, resultado del aumento en los servicios de banda ancha y del aumento de suscriptores de telefonía móvil; además, fue influenciado por el crecimiento de las actividades de transporte por vía terrestre, resultado del comportamiento positivo presentado por algunas actividades agrícolas e industriales que demandaron este servicio.

El resultado de los servicios privados estuvo influenciado, fundamentalmente, por el crecimiento de las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, consecuencia del incremento en la demanda intermedia de los servicios inmobiliarios, publicidad, actividades jurídicas y de contabilidad, informática, arquitectura e ingeniería, entre otros. Por su parte, el crecimiento de las actividades de hoteles y restaurantes se derivó del incremento observado en los servicios de alimentación fuera del hogar por parte de los hogares. En cuanto a las actividades relacionadas con la enseñanza, salud y servicios sociales, éstas registraron un incremento en la demanda de servicios de hospitales, médicos y odontólogos.

El desempeño del comercio al por mayor y al por menor se explicó por el incremento de la demanda final e intermedia de bienes, que influyó positivamente en el volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan los materiales de construcción, artículos de ferretería, aparatos y artículos de uso doméstico, entre otros.

El dinamismo de la actividad de industrias manufactureras fue influenciado por el comportamiento positivo registrado en las actividades de fabricación de muebles; de productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipo; de productos de plástico; de papel y productos de papel; así como de materiales destinados para la construcción. Asimismo, el crecimiento del grupo de alimentos, bebidas y tabaco se vio influenciado por el incremento en las exportaciones y ventas al mercado interno de aceites y grasas de origen vegetal y animal; alimentos preparados para animales; carne de aves; bebidas malteadas y de malta; y bebidas no alcohólicas.

Finalmente, en lo que respecta a la actividad de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, ésta registró un incremento asociado al comportamiento de los cultivos tradicionales, destacando la recuperación registrada en el cultivo de banano, resultado de mejores rendimientos de cultivo. Por su parte, el incremento registrado por el grupo de ganadería, caza, silvicultura y pesca fue resultado del dinamismo observado en la crianza de aves y en el ganado vacuno, derivado del aumento en la demanda intermedia por parte de la industria de alimentos.

Cuadro 5

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2018				2019
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.4	1.5	4.0	2.3	2.4	2.2
Explotación de Minas y Canteras	0.3	-54.7	-53.8	-9.2	-4.0	1.1
Industria Manufacturera	17.6	2.4	4.7	3.4	3.2	2.0
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	3.0	7.8	9.2	7.4	1.4	-3.4
Construcción	2.8	2.4	3.6	4.1	4.4	5.1
Comercio al por mayor y al por menor	12.1	3.5	4.2	5.1	4.8	4.5
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	2.5	8.2	4.0	3.8	6.9
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	6.3	3.9	6.2	3.6	3.8	2.3
Alquiler de Vivienda	9.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Servicios Privados	15.9	3.4	3.1	3.4	3.7	4.0
Administración Pública y Defensa	7.6	2.3	3.0	2.7	2.1	1.4
PRODUCTO INTERNO BRUTO		1.8	3.6	3.6	3.5	3.0

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

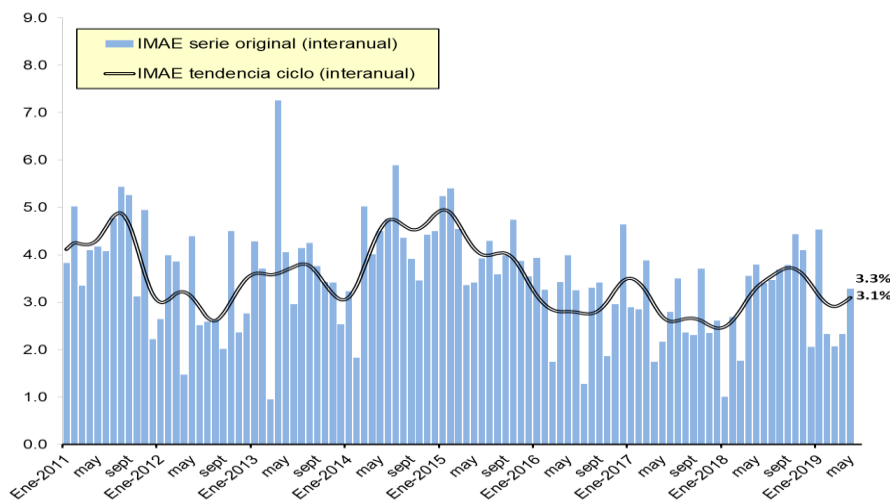
Fuente: Banco de Guatemala.

2. Otros indicadores de actividad económica

Por su parte, a mayo de 2019, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) serie original registró un crecimiento interanual de 3.3%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; mientras que la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.1%, congruente con el crecimiento previsto del PIB anual para 2019 (entre 3.0% y 3.8%).

Gráfica 15

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

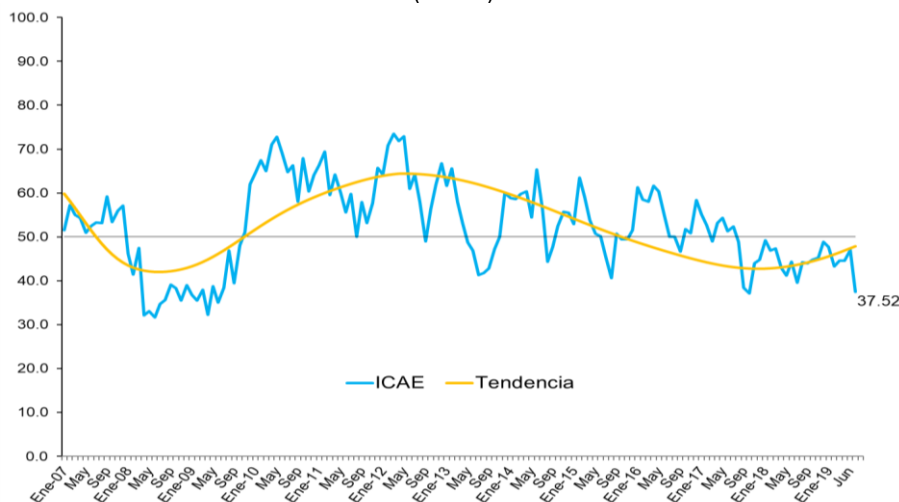


(1) Base 2001 = 100.
(2) Con información a mayo de 2019.
Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), éste se ubicó en 37.52 puntos en junio, inferior en 20.10% con respecto al registrado en mayo de 2019 (46.96 puntos) y en 15.27% al nivel observado el mismo mes del año anterior (44.28 puntos), situándose aún en zona de contracción (por debajo de 50 puntos). Aunque los resultados de junio reflejaron un nivel moderado de confianza económica, como consecuencia, principalmente, de la incertidumbre en torno a la primera vuelta electoral; no obstante, las expectativas del referido panel respecto del crecimiento económico, previstas para 2019 y para 2020, no registraron cambios significativos en comparación con las proyecciones efectuadas el mes previo, lo cual sería indicativo de que la incertidumbre que afectó la percepción económica tendería a disiparse en los próximos meses.

Gráfica 16

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



(1) Con información a junio de 2019.
Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

RECUADRO 4 CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL CON GUATEMALA EN 2019

Una misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) visitó Guatemala del 22 de abril al 6 de mayo, con el objetivo de realizar la Consulta del Artículo IV del Convenio Constitutivo de dicho organismo, correspondiente a 2019. Al finalizar, la misión afirmó que los fundamentos de la economía guatemalteca se mantienen sólidos y las perspectivas de crecimiento económico son favorables, respaldadas por las medidas de políticas fiscal y monetaria orientadas a impulsar la demanda agregada, las cuales consideró que deberían de mantenerse en el corto plazo, en tanto la economía continúe creciendo a un menor ritmo que el producto potencial y las expectativas de inflación permanezcan ancladas a la meta de inflación. Esta evaluación fue respaldada por el Directorio Ejecutivo del FMI en junio.

En cuanto a la actividad económica, el FMI destacó que, luego de la desaceleración de los años previos, el crecimiento se ha acelerado desde mediados de 2018. En el corto plazo, prevé un repunte de la actividad económica, apoyada por el impulso fiscal positivo, la recuperación de las exportaciones y el dinamismo de la inversión privada, en un entorno en el que las condiciones monetarias permanecerían acomodaticias, por lo que proyecta tasas de crecimiento de 3.4% para 2019 y de 3.5% para 2020. No obstante, consideró que es necesario implementar reformas al sector público y mejoras al clima de negocios para incrementar el crecimiento potencial y contribuir a mejorar el nivel de vida de la población.

En lo que respecta a la inflación, el FMI destacó que las expectativas se han mantenido firmemente ancladas a la meta del Banco Central, lo cual atribuye a la sólida gestión de la política monetaria por parte del Banco de Guatemala. Para 2019 y 2020, proyecta que la inflación convergería hacia el valor central de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), en la medida en que la brecha negativa del producto se reduzca, en parte por el mayor impulso fiscal previsto.

Por otra parte, el FMI estimó que la política fiscal se tornó expansiva en 2018 y anticipa que continuaría apoyando el crecimiento en 2019 y 2020, por lo que el déficit fiscal continuaría ampliándose hasta el equivalente a 2.2% y 2.4% del PIB, respectivamente; sin embargo, reitera que es necesario revertir la disminución de la recaudación tributaria, así como implementar reformas para mejorar la eficiencia del gasto público, el cual, además, debería de ser orientado a mejorar las condiciones económicas de la población.

En cuanto a la posición externa, el FMI indicó que ésta continuó siendo sólida, debido a que el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos siguió siendo superavitario en 2018, aunque se deterioró debido al mayor déficit comercial, que estuvo asociado a la debilidad de los términos de intercambio. Este resultado seguiría reduciéndose gradualmente hasta niveles más congruentes con sus fundamentos de largo plazo, es decir, un resultado deficitario.

Adicionalmente, el FMI señaló que la postura acomodaticia de la política monetaria contribuyó a la recuperación del crédito y de la demanda interna desde mediados de 2018 y que esta postura podría

continuar mientras la brecha del producto siga siendo negativa, en un contexto en el que las expectativas de inflación están bien ancladas. No obstante, recalcó que posteriormente tendría que considerar una normalización gradual, lo cual implicaría aumentos en la tasa de interés líder de la política monetaria. Adicionalmente, el FMI indicó que la gestión del Banco Central ha sido sólida, aunque consideró que es posible implementar mejoras adicionales al esquema de metas explícitas de inflación, en particular, una mayor flexibilidad cambiaria, el desarrollo del mercado secundario de valores y un refinamiento a la estrategia de comunicación prospectiva del Banco Central.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS				
	2017	Estimado 2018	Proyectado 2019 2020	
(Variación porcentual anual)				
Ingresos y precios				
PIB real	2.8	3.1	3.4	3.5
Inflación	5.7	2.3	3.8	4.1
Sector monetario				
M2	8.4	9.4	6.9	7.7
Crédito al sector privado	3.8	7.0	7.0	8.4
Reservas internacionales netas				
En meses de importaciones de bienes y servicios	5.8	6.1	5.7	5.4
(Como porcentaje del PIB)				
Sector externo				
Saldo en cuenta corriente	1.6	0.8	0.6	0.3
Finanzas Públicas				
Déficit fiscal	1.3	1.8	2.2	2.4
Deuda pública total	23.8	24.7	25.4	26.0
Deuda interna ^{1/}	13.0	14.0	14.8	15.9
Deuda externa	10.7	10.7	10.6	10.1

^{1/} No incluye deficiencias netas del banco central.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2019).

En cuanto a los riesgos para las perspectivas económicas, el FMI consideró que éstos se encuentran sesgados a la baja. En el ámbito externo, mencionó la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos de América y de otros socios comerciales del país; en tanto que, en el ámbito interno, destacó que el principal riesgo es que la demora en la implementación de reformas para mejorar el clima de negocios o el debilitamiento de la lucha contra la corrupción debiliten las perspectivas de inversión, aunque también mencionó que la ambigüedad en la interpretación del Convenio 169 de la Organización Internacional del Trabajo podría continuar afectando las perspectivas para la producción y las exportaciones.

Finalmente, el FMI indicó que la solidez del sistema financiero, evidenciada en los indicadores de solvencia, liquidez y morosidad de la cartera, genera un espacio para continuar con su modernización y para promover la inclusión financiera. En particular, consideró adecuado continuar con los esfuerzos para avanzar gradualmente hacia los estándares de Basilea III y la aprobación de las reformas a la ley de bancos y grupos financieros, entre otras iniciativas de ley y, además, apoyó la implementación de una Estrategia Nacional de Inclusión Financiera y el desarrollo de soluciones tecnológicas para los servicios financieros.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2019). "Guatemala 2019 Article IV Consultation-Press Release and Staff Report". IMF Country Report No. 19/168.



B. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA

1. Evolución reciente de la inflación

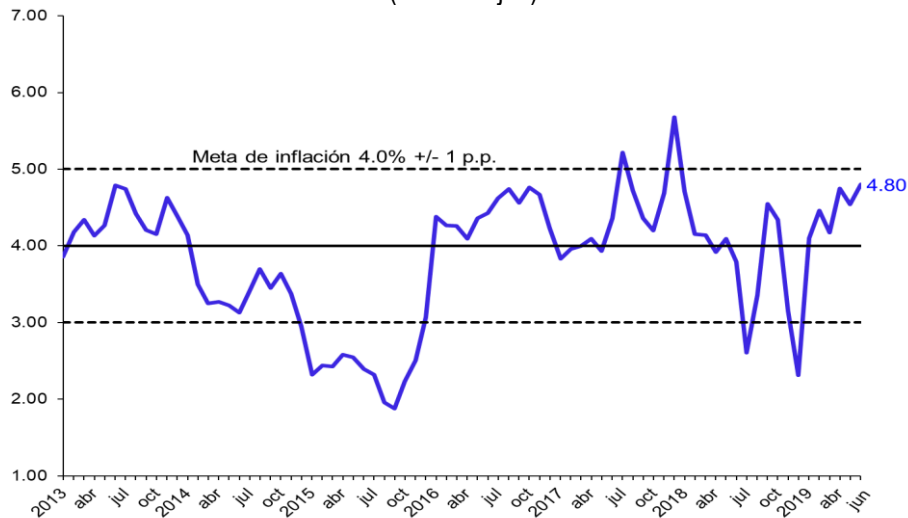
A junio de 2019, el ritmo inflacionario se situó en 4.80%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual). El resultado de la inflación muestra, por una parte, el comportamiento en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, principalmente en los rubros de las hortalizas, legumbres y tubérculos, así como de las frutas, reflejado en los choques de oferta y su posterior moderación en lo que va del año y que afectó al nivel de precios; y, por la otra, el alza en la división de transporte observada desde abril, como consecuencia del incremento de los precios internos de los combustibles respecto de los precios observados a finales del año anterior; sin embargo, entre mayo y junio dicha división de gasto presentó una leve moderación, asociada a la baja observada en el precio internacional del petróleo. Por su parte, la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles ha mostrado una variación positiva pero relativamente estable. Asimismo, la división de comunicaciones registró a junio un significativo crecimiento atribuido al alza reportada en los servicios de telefonía móvil.

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 de año, principalmente, en el caso de ésta última. Asimismo, en junio se registró nuevamente un incremento en el precio medio de la papa y el güisquil, adicional al incremento registrado el mes anterior en el culantro, asociado a problemas de oferta, principalmente en el caso del güisquil y la papa, y a una mayor demanda interna en el caso del culantro. Además, también 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; y de frutas. 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. Se destaca 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. Asimismo, durante el primer semestre del año, la división de transporte empezó a mostrar la reversión de los factores temporales que provocaron una importante reducción en los precios internos 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 mayo se observó una reversión parcial del alza en el precio internacional del petróleo.

Por su parte, la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, presenta una variación positiva, pero estable en su tasa de variación durante el primer cuatrimestre de 2019; sin embargo, en mayo y junio registró un alza, situación asociada, principalmente, al incremento en el precio medio del servicio de electricidad, el cual fue parcialmente moderado por la reducción en el precio medio del gas propano.

Gráfica 17

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)

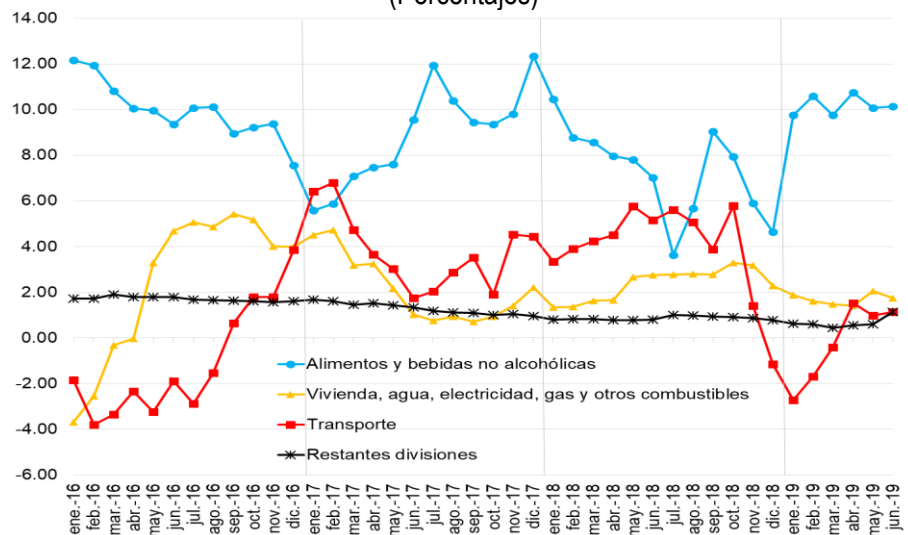


(1) Con información a junio de 2019.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

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 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 presentaron un comportamiento relativamente estable, como se ilustra en la gráfica siguiente.

Gráfica 18

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



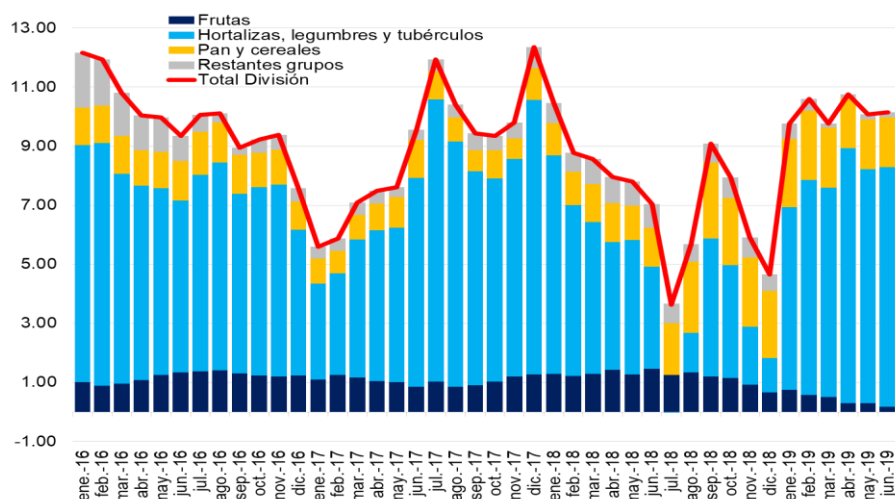
(1) Con información a junio de 2019.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.



La división de alimentos y bebidas no alcohólicas registró durante 2018 una tendencia a la baja al pasar de una variación interanual de 10.46% en enero a 4.65% en diciembre; sin embargo, durante el transcurso del referido año se registraron episodios de importantes incrementos de precios, asociados a choques de oferta, principalmente, en agosto y septiembre y que afectaron a productos como el maíz blanco, los productos de tortillería, algunas hortalizas y frutas. Dicho choque se revirtió en el último trimestre de dicho año. En cuanto al primer semestre de 2019, se registró nuevamente un importante incremento en los precios medios de los bienes del grupo de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, particularmente en el tomate y la cebolla; no obstante que para junio dichos precios se han reducido gradualmente; mientras que en los últimos dos meses se observó un incremento en el precio medio de la papa, el güisquil y en mayo del culantro. En el caso del tomate, su incremento estuvo asociado a una menor oferta disponible derivado de un ciclo bajo de cosecha de las principales regiones productoras a inicios de año, en conjunto con un incremento en la demanda externa, principalmente de El Salvador, de acuerdo a información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA). Respecto de 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), también a principios de año; al mismo tiempo que 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, dichos incrementos se han empezado a revertir. 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; mientras que en el caso del güisquil, se explica por una menor oferta dado que las áreas productoras de Palencia (Guatemala) y Cobán (Alta Verapaz), se encuentran 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 para esta parte del año, por lo cual el mercado es abastecido por grano almacenado, así como por grano proveniente de México a un mayor precio, de acuerdo al MAGA. Respecto del grupo de gasto de frutas, los problemas de oferta registrados en el segundo semestre de 2018 en el aguacate, la naranja y las frutas de estación, continúan afectando a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas; no obstante, su efecto se está moderando gradualmente. Asimismo, la naranja registró un incremento en su precio medio, atribuido a una menor oferta externa por un ciclo bajo de cosecha en Honduras; no obstante, su efecto en la inflación de momento es moderado.

Gráfica 19

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



(1) Con información a junio de 2019.

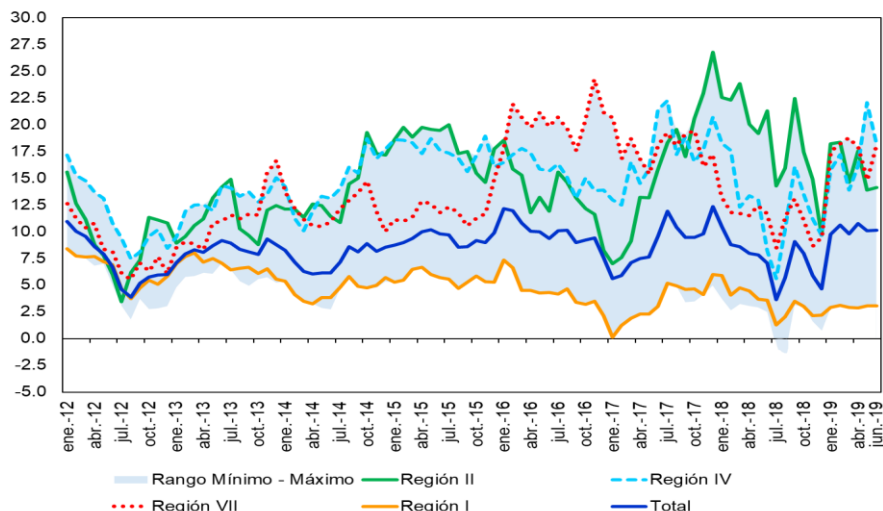
Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

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

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

Gráfica 20

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



(1) Con información a junio de 2019.

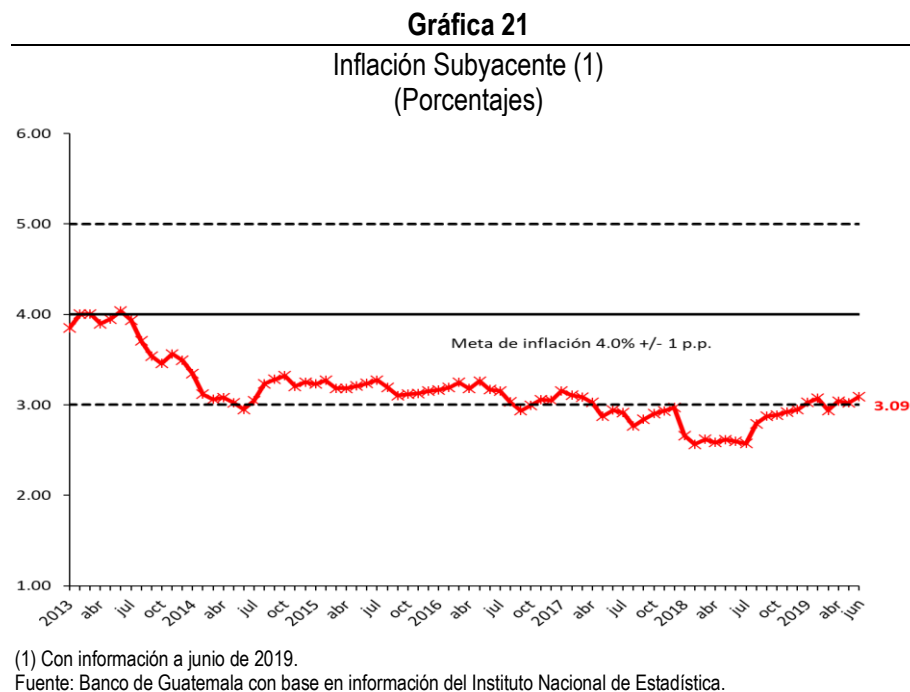
Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la división de transporte registró una tendencia al alza durante la mayor parte de 2018, situación asociada a la evolución del precio internacional del petróleo que, a su vez, respondió al acuerdo de congelación de la producción de petróleo por parte de la OPEP, Rusia y otros productores. Sin embargo, en el último trimestre del año anterior, la materialización de un excedente de producción del crudo en combinación con la expectativa de una ralentización de la actividad económica mundial, provocó una significativa caída en el precio internacional del petróleo que registró una reducción de más de 30.0% en los últimos meses de 2018. Lo anterior provocó una importante disminución en los precios internos de las gasolinas y el diésel, generando una disminución en la tasa de variación interanual de la división indicada. Sin embargo, a partir de enero de 2019, entró en vigencia un nuevo recorte a la producción mundial del crudo, provocando una recuperación en el precio internacional del petróleo que, aunque se mantiene por debajo de los niveles observados a similar fecha del año anterior, hasta abril registró una tendencia al alza respecto al nivel de finales de 2018. Lo anterior se tradujo en un incremento en el precio de los combustibles en el mercado interno; no obstante, dada la significativa caída registrada a finales de 2018, la variación interanual de la división de transporte fue negativa en el primer trimestre de 2019 y positiva a partir de abril, previéndose que en el mediano plazo se observen presiones inflacionarias derivadas de las alzas en estos energéticos. Vale recalcar que, en mayo, se observó una disminución en el precio internacional del petróleo, lo que provocó una leve disminución en los precios de los combustibles en el mercado interno durante mayo y junio.

En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, desde finales de 2018 muestra una tendencia a la baja, al pasar de una tasa de crecimiento de 2.29% en diciembre de 2018 a 1.41% en abril de 2019; sin embargo, en mayo y junio registró una tasa de 2.05% y 1.74%, respectivamente. Lo anterior se explica por 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 y de mayo de 2019, según la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE). Por su parte, en noviembre de 2018, en enero y en junio de 2019, se registró una reducción

en el precio interno del gas propano, situación que contribuyó a moderar la tasa de crecimiento de dicha división en el presente año.

En cuanto a la inflación subyacente¹³, medida de inflación cuya finalidad es evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a junio de 2019 registró una variación interanual de 3.09%, valor cercano al límite inferior de la meta establecida por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que al aislar los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos, así como de los incrementos en el precio de los energéticos, el nivel de inflación es congruente con la posición cíclica de la economía; es decir, con presiones de demanda aún moderadas.

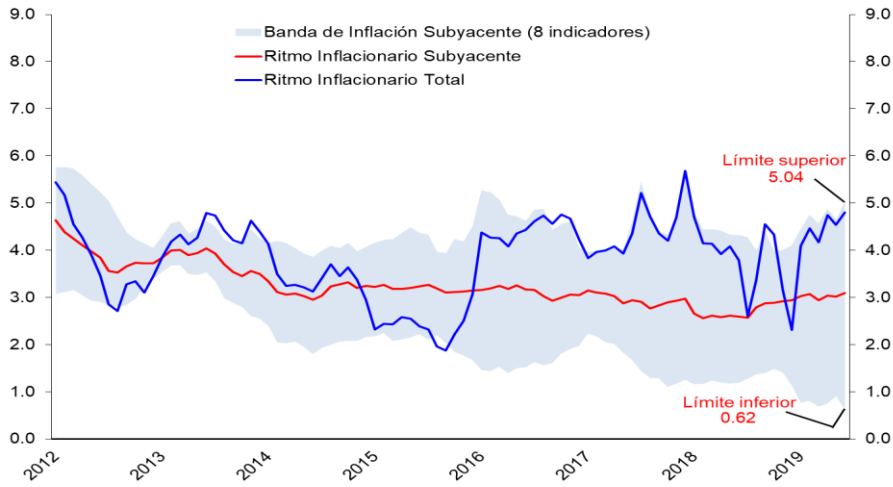


La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 22). Al considerar el rango de variación de los métodos utilizados para el cálculo del indicador, a junio de 2019, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 0.62% y 5.04%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación, por el momento, han tenido una incidencia limitada.

¹³ 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 22

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



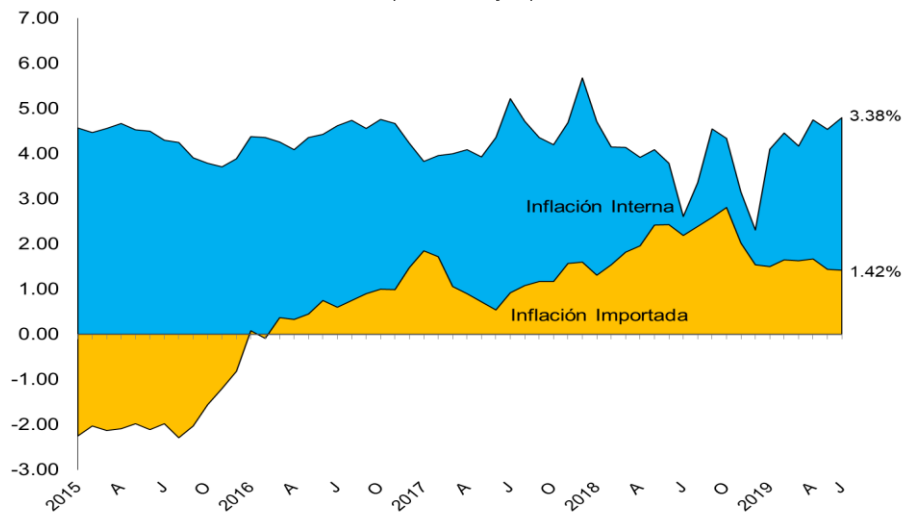
(1) Con información a junio de 2019.

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 explicada por la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados, similar a lo observado para el cuarto trimestre de 2018, pero en una menor magnitud. A junio de 2019, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 3.38% y la importada de 1.42%.

Gráfica 23

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



(1) Con información a junio 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 de que la coyuntura ha favorecido una inflación total dentro de la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, para luego disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre de ese año y mantenerla en ese nivel durante las sesiones de Junta Monetaria para decisión de 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 del anterior esquema de política monetaria en el que se establecen metas operativas para dichos agregados.

2. Proyecciones y expectativas de inflación

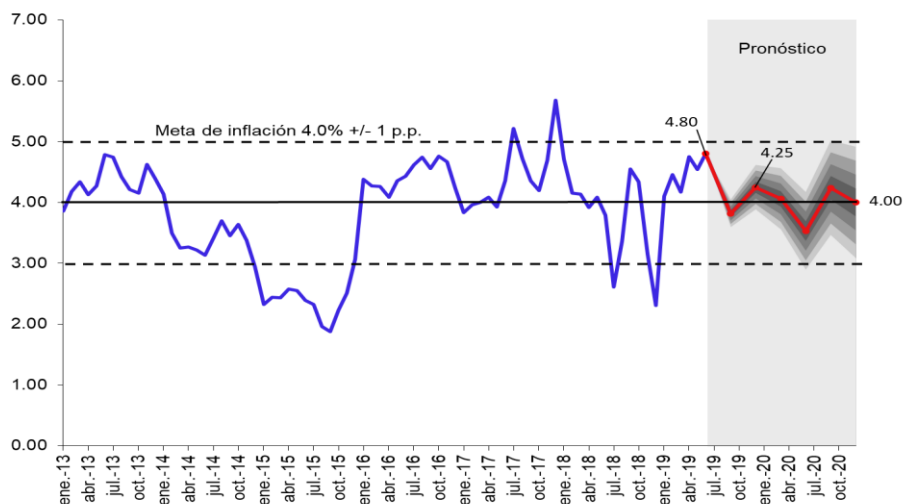
a) Proyecciones de inflación

Los pronósticos de inflación indican que el ritmo inflacionario total podría ubicarse en torno al valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) tanto para diciembre de 2019 (4.25%) como para diciembre de 2020 (4.00%). Por su parte, los pronósticos de inflación subyacente se sitúan en 3.50% 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; en el servicio de electricidad, por las alzas previstas en los pliegos tarifarios en el segundo semestre de 2019; y en los precios de los alimentos (productos agrícolas, pan y productos de tortillería, entre otros), los cuales se ven influenciados por la estacionalidad de su producción. Sin embargo, se intensifica el riesgo de posibles daños a la producción agrícola por el fenómeno de El Niño, el cual está provocando que el régimen de lluvias sea menor en algunas regiones productoras, principalmente en el denominado Corredor Seco, y que se evidencia con el inicio anticipado de la canícula; y moderadamente intenso en la región del noroccidente y el litoral del pacífico, de acuerdo con información del Instituto Nacional de Sismología, Vulcanología, Meteorología e Hidrología (INSIVUMEH). 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 24

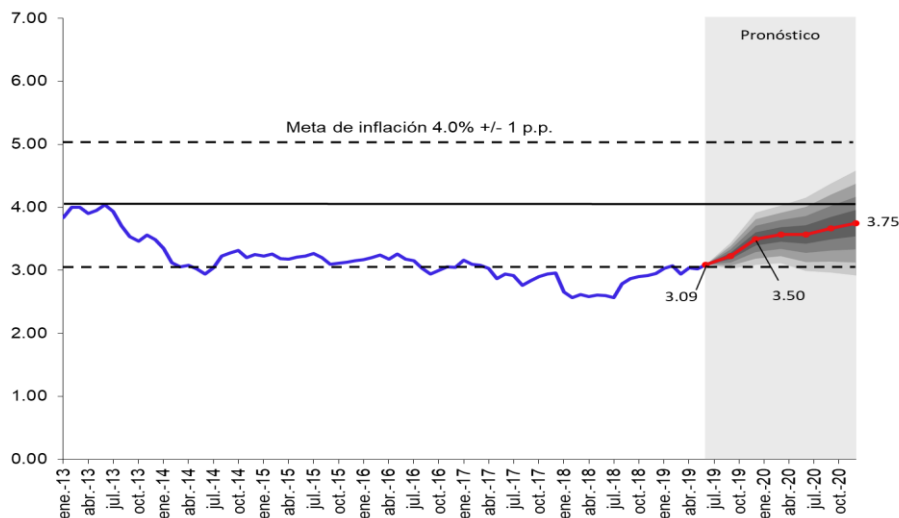
Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 25

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(Porcentajes)



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

b) Expectativas de inflación

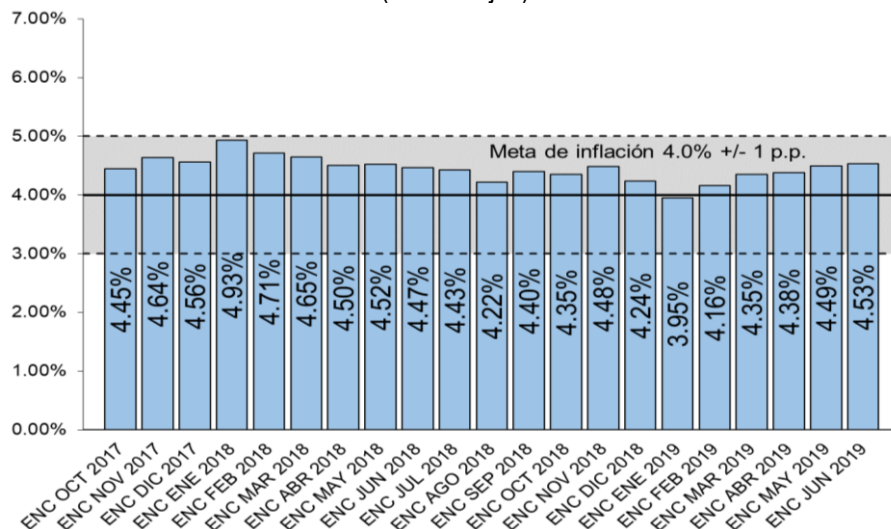
Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados¹⁴, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2019 como para finales de 2020, se situarían dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.53% en diciembre de 2019 y en 4.52% en diciembre

¹⁴ Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en junio de 2019.

de 2020. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios de los combustibles, la trayectoria del precio internacional del petróleo, el comportamiento del tipo de cambio nominal, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria y la estacionalidad de los productos agrícolas.

Gráfica 26

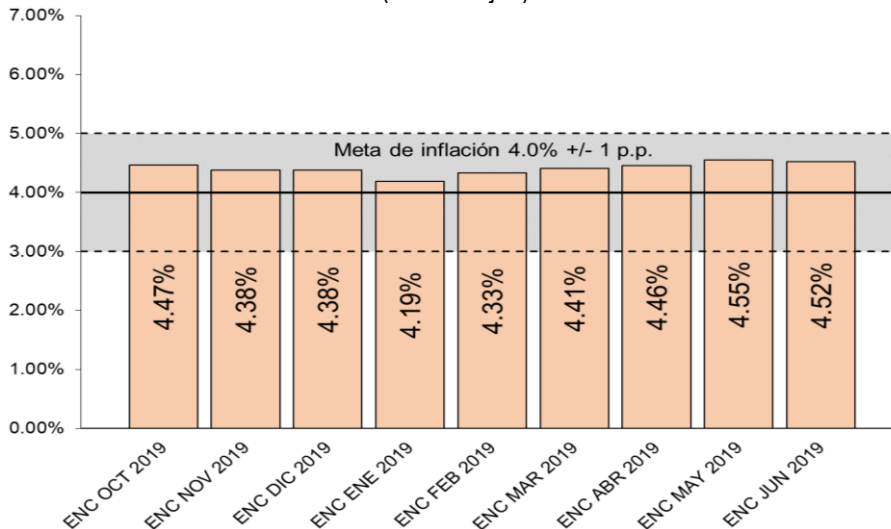
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2019 (1)
(Porcentajes)



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

Gráfica 27

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



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de junio 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 del margen de tolerancia 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.

Gráfica 28
Expectativas de Inflación (1)
(Porcentajes)



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

RECUADRO 5 POLÍTICA MONETARIA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

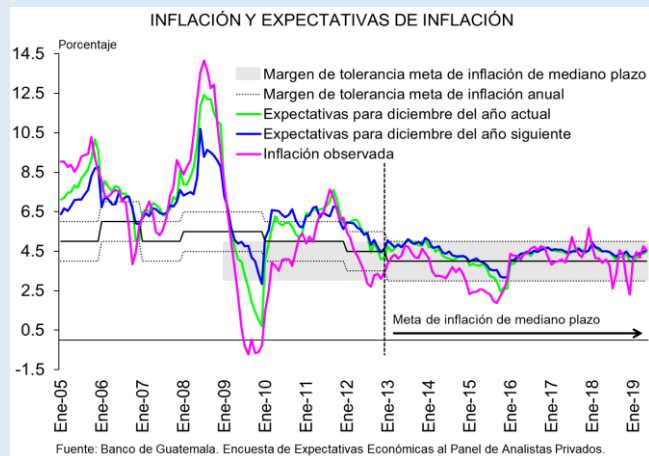
En el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la política monetaria procura mantener la inflación en torno a una meta establecida mediante la influencia sobre las expectativas de inflación y la utilización de sus instrumentos de política. En particular, las expectativas de inflación inciden en la inflación por el lado de la oferta, porque propician que las empresas realicen ajustes de precios, dados los cambios previstos en los costos de producción, incluyendo las presiones sobre los salarios; en tanto que, por el lado de la demanda, influyen indirectamente porque determinan el nivel de la tasa de interés real, lo que afecta las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y las empresas. No obstante, estos efectos dependen de la confianza del público en que el Banco Central actuará de manera que la inflación se mantenga en torno a su meta (Erlandsen y Uldeval, 2017).

En Guatemala, el Banco Central gestiona su política monetaria mediante el EMEI, el cual adoptó formalmente en 2005¹⁵. Desde ese año, la Junta Monetaria estableció metas de inflación explícitas para cada año y a partir de 2011 definió el proceso de convergencia gradual hacia una meta de inflación de mediano plazo a partir de 2013 (4.0% +/- 1 punto porcentual), con el objetivo de guiar las expectativas de inflación de los agentes económicos hacia niveles congruentes con el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios.

En este contexto, las decisiones de política monetaria se orientan a mantener una inflación congruente con la meta de inflación de mediano plazo, dichas decisiones se toman considerando una amplia variedad de información que permite evaluar, de manera prospectiva, si se cumplirá con ese objetivo en el horizonte de política relevante, lo cual resulta del análisis integral del balance de riesgos de inflación. Entre la información que se considera en dicho balance de riesgos se encuentran las variables indicativas de la política monetaria, las cuales incluyen, entre otras, las proyecciones de inflación y las expectativas de inflación del panel de analistas privados, debido a que éstas proporcionan información acerca de la trayectoria esperada de la inflación.

La visión prospectiva de la política monetaria y el efectivo cumplimiento de la meta de inflación, ha generado un fortalecimiento de la credibilidad del Banco de Guatemala, logrando un efecto relevante en el anclaje de las expectativas de inflación. En efecto, en el período previo a 2013, las expectativas de inflación del panel de analistas privados permanecieron, la mayor parte del tiempo, fuera del margen de tolerancia de la meta de inflación, a pesar de que las decisiones de política monetaria estuvieron orientadas a ubicarlas en torno al valor central de la meta. Asimismo, la incertidumbre de las expectativas de inflación para el largo plazo¹⁶ permaneció en niveles superiores a la amplitud del margen de tolerancia de la meta de inflación. No obstante, lo anterior pudo haber estado influenciado, al menos parcialmente, porque la inflación observada también se

mantuvo fuera del margen de tolerancia, como consecuencia de factores exógenos, en particular el alza en el precio internacional del petróleo, la tormenta Stan en 2005, el incremento de los precios de las materias primas en 2007-2008 y 2011 y la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, los cuales desviaron la inflación del objetivo de política.



Desde 2013, dichas expectativas han permanecido, la mayor parte del tiempo, dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, además se han reflejado niveles de incertidumbre inferiores a la amplitud del margen de tolerancia de la inflación, lo que sugiere que las expectativas han permanecido ancladas a la meta del Banco de Guatemala durante este período, como reflejo de una mayor credibilidad en la política monetaria.



¹⁵ Ver apartado "EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA" de este informe.

¹⁶ Según la definición utilizada por Stuber (2001), "Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level", Working Paper 2001-16, Bank of Canada.

Fuente: Banco de Guatemala, con base en resoluciones de la Junta Monetaria. Evaluaciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para diversos años. Erlandsen, Solveig K. y Ulvedal, Pal B. (2017). "Are inflation expectations anchored in Norway?". Norges Bank. Staff memo No. 12/2017. Diciembre.



3. Postura de la política monetaria y balance de riesgos de inflación

Las proyecciones y expectativas de inflación, como se mencionó, sugieren que el ritmo inflacionario permanecería dentro del margen de tolerancia 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) el impulso externo podría resultar mayor al esperado, dado que las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial continúan siendo favorables, lo que podría impactar positivamente en la demanda agregada al favorecer la evolución de las exportaciones del país; (ii) los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación en Guatemala muestran una alta relación a choques externos (consideraciones de orden político y geopolítico, condiciones climáticas, etc.), los cuales al materializarse, tendrían un impacto sobre los precios internos de los combustibles y otros bienes y servicios internos, por el incremento de los costos de producción intrínsecamente relacionados; y (iii) el comportamiento de la división de alimentos del IPC continúa estando expuesto a choques de oferta que podrían incrementar los precios de algunos productos agrícolas, lo cual, eventualmente, podría afectar las expectativas de los agentes económicos.

Por otra parte, los principales riesgos a la baja son: (i) la incertidumbre a nivel mundial continúa intensificándose, debido a que las medidas proteccionistas en varias economías a nivel mundial podría desacelerar el comercio y afectar el crecimiento económico, lo que moderaría las presiones sobre los precios internacionales de las materias primas, incluyendo aquellas que inciden en la inflación en Guatemala, además de que afectaría el dinamismo de la demanda externa del país; (ii) la intensificación de las tensiones comerciales, principalmente entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, podrían deteriorar la confianza económica y afectar tanto la inversión como el consumo, resultando en una pérdida en el dinamismo de la actividad económica mundial, con implicaciones similares para la economía nacional; (iii) factores extraeconómicos, en particular la segunda vuelta electoral, siguen siendo una fuente importante de incertidumbre que podría afectar la confianza económica, lo cual influiría adversamente en el dinamismo de la demanda agregada, lo que moderaría la fase de recuperación del ciclo económico.

En ese contexto, la Junta Monetaria, en su decisión de junio con respecto al nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, consideró que el anterior balance de riesgos para las proyecciones de inflación, en términos generales, se encontraba relativamente equilibrado. No obstante, la autoridad monetaria recalcó que continuará dando seguimiento cercano a la evolución de los principales indicadores económicos, tanto externos como internos, que puedan afectar la tendencia del nivel general de precios y, por ende, los pronósticos y las expectativas de inflación; de tal forma que, de ser necesario, pueda realizar oportunamente ajustes a la tasa de interés de política monetaria, con tal de garantizar la permanencia de la inflación alrededor del valor central de la meta, así como el anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

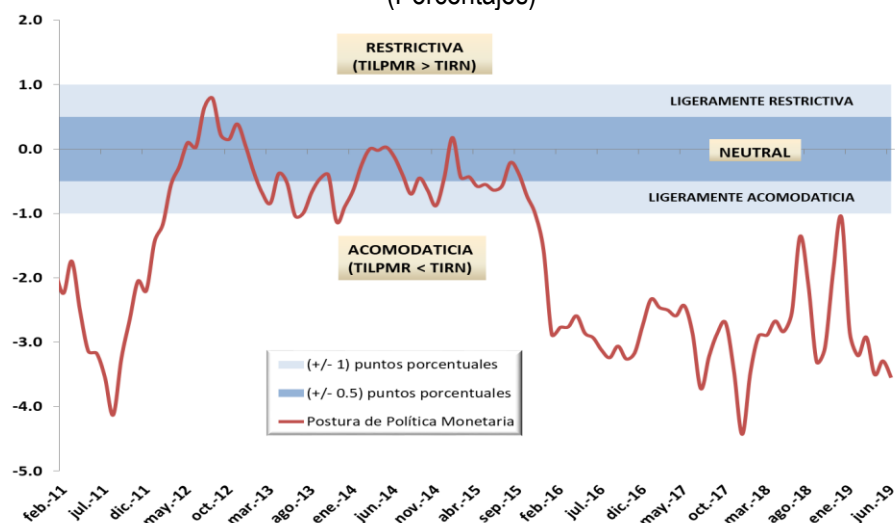
Congruente con la forma de operar de la mayoría de bancos centrales con esquemas de metas explícitas de inflación, el Banco de Guatemala modifica la postura de política monetaria, ajustando su principal instrumento que es, como se indicó, la tasa de interés líder de política monetaria (TILPM), considerando 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.

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 deflacionarias¹⁷. 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 junio de 2019, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.

Gráfica 29

Postura de la Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a junio 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.

¹⁷ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

RECUADRO 6 CONSIDERACIONES SOBRE EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

La política monetaria influye sobre el desempeño de la actividad económica mediante diversos canales y sus efectos se originan, generalmente, por cambios en el nivel de la tasa de interés de política monetaria. Las decisiones sobre los cambios en el nivel de dicha tasa de interés enfrentan diversas restricciones, una de las cuales es la imposibilidad de que la tasa de interés de política monetaria sea inferior a cero, en términos nominales, lo cual se conoce en la literatura económica como “límite inferior cero” conocido en inglés como *zero lower bound*. Esta restricción surge debido a que el rendimiento nominal de mantener dinero en efectivo es igual a cero, por lo que, si la tasa de interés de política monetaria fuera menor que cero, los agentes económicos sustituirían sus tenencias de activos que generan intereses por efectivo.

Un escenario como este plantea desafíos para la efectividad de la política monetaria, debido a que, al enfrentarse a esta restricción, los bancos centrales deben implementar otras medidas de política monetaria menos ortodoxas para estimular la demanda agregada. En efecto, la severidad de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, provocó que los bancos centrales, especialmente de las economías avanzadas, redujeran drásticamente las tasas de interés de política monetaria hasta ubicarlas en niveles cercanos a cero; sin embargo, ello no fue suficiente para generar un impulso importante en la actividad económica, dado que en la mayoría de estos países, la inflación y el empleo permanecieron en niveles inferiores a los establecidos en sus objetivos de política, por lo que los bancos centrales implementaron medidas de política monetaria “no convencionales”, como los programas de flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, orientados a reducir las tasas de interés a plazos más largos. No obstante, durante los años posteriores a la referida crisis, también surgió evidencia, para el caso particular de algunas economías y en circunstancias excepcionales, de que los costos y la inconveniencia de mantener dinero en efectivo podría permitir que los bancos centrales establecieran un nivel de la tasa de interés de política monetaria inferior a cero, como efectivamente lo implementaron en algunos de estos países, lo cual dio lugar al concepto del “límite inferior efectivo”.

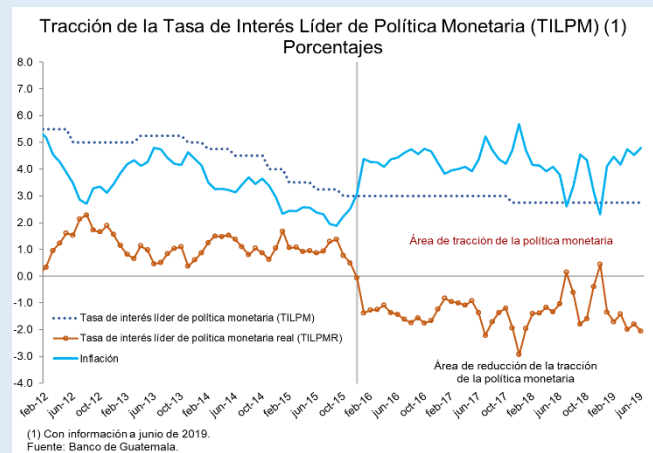
Por su parte, tomando en cuenta las características macroeconómicas de las economías emergentes y en desarrollo, la evidencia empírica señala que dicho límite no necesariamente es igual a cero o negativo. En efecto, al analizar el comportamiento de las tasas de interés de política monetaria de los principales países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (Brasil, México, Chile, Colombia y Perú), se observa que en el período posterior a la referida crisis mundial, las tasas de interés de política monetaria se mantuvieron positivas, en términos nominales, y en el período 2011-2019 han registrado valores mínimos que se ubican entre 2.50% (para el caso de Chile) y 6.50% (para el caso de Brasil), lo cual confirma que el “límite inferior cero”, es un concepto que no es aplicable para las economías de mercados emergentes.

Tasas de Interés de Política Monetaria
2011-2019 (1)

País	Mínimo	Máximo
Brasil	6.50	14.25
México	3.00	8.25
Chile	2.50	5.25
Colombia	3.00	7.75
Perú	2.75	4.25
Promedio	3.55	7.95

(1) Con información a junio de 2019.
Fuente: Bancos centrales.

En este contexto, para el caso de Guatemala, se evaluó el nivel mínimo que podría tener la tasa de interés líder de política monetaria, para lo cual se determinó el valor en el que dicha tasa de interés se torna negativa, en términos reales. Los resultados, como se ilustran en la gráfica siguiente, indican que el nivel mínimo de la tasa de interés líder de política monetaria se ubicaría en torno a 3.00%, lo cual denotaría que ese es el nivel a partir del cual la referida tasa de interés reduce significativamente su tracción; es decir, va perdiendo efectividad. En ese sentido, tomando en consideración que actualmente la tasa de interés líder de política monetaria se ubica en 2.75%, podría decirse que ha alcanzado su nivel mínimo, ello en adición a que el nivel actual de la referida tasa de interés es el nivel más bajo desde que se adoptó el esquema de metas explícitas de inflación en Guatemala (2005), incluyendo el nivel que registró durante la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009; además de ser inferior al nivel estimado para la tasa de interés neutral, lo cual refleja que la política monetaria ha sido ampliamente acomodaticia desde 2015, por lo que seguir reduciendo el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria podría ser estéril.

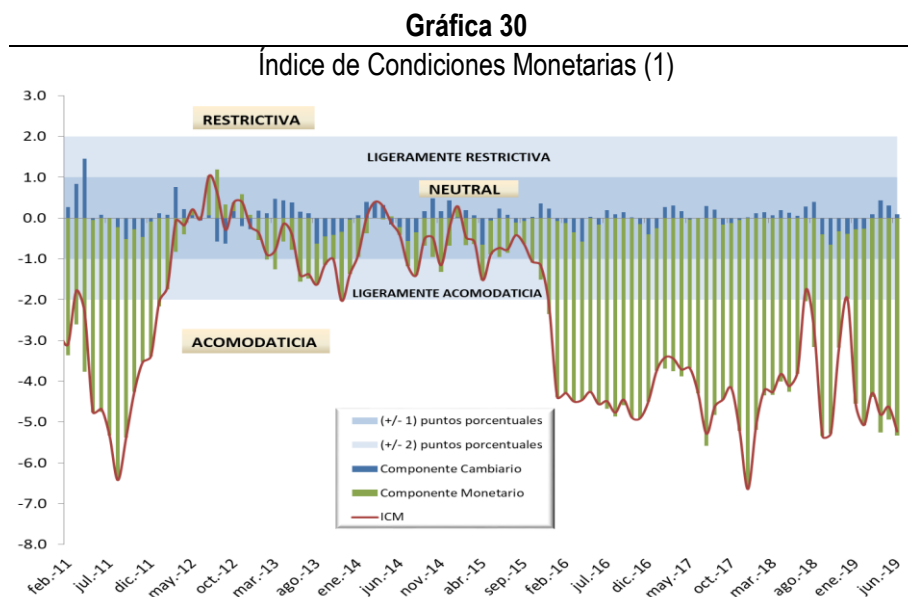


(1) Con información a junio de 2019.
Fuente: Banco de Guatemala.

Fuente: Bancos centrales y 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 tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción entre los mercados de bienes y de dinero. En ese sentido, el ICM mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por los cambios en los fundamentos de la economía o choques externos, y no exclusivamente a decisiones del banco central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información a junio 2019, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.



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.

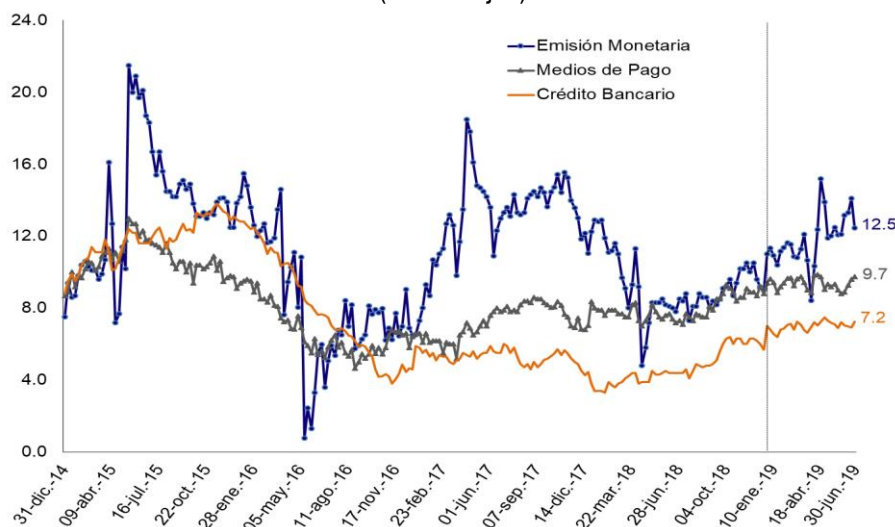
Fuente: Banco de Guatemala.

4. Otras variables informativas de política

a) Agregados monetarios y de crédito

Al 30 de junio de 2019, los principales agregados monetarios y de crédito han evidenciado un comportamiento congruente con lo esperado.

Gráfica 31

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

(1) Variación interanual observada al 30 de junio de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala.

i) Emisión monetaria

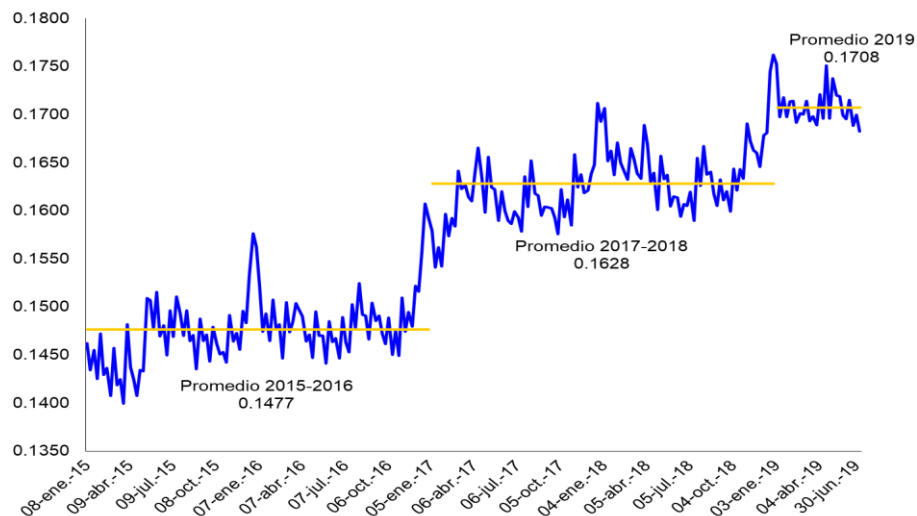
Durante el primer semestre del año, el ritmo de la emisión monetaria ha mostrado una tendencia al alza, explicada, principalmente por el efecto aritmético derivado del crecimiento moderado de la variable en similar periodo del año anterior. Este comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, 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, a diferencia del crecimiento moderado en similar periodo de 2018, 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 liquidez¹⁸. 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 junio dicho indicador, en promedio, se ubica en 0.1708.

¹⁸ 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 32

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



(1) Numerario en circulación/captaciones totales.

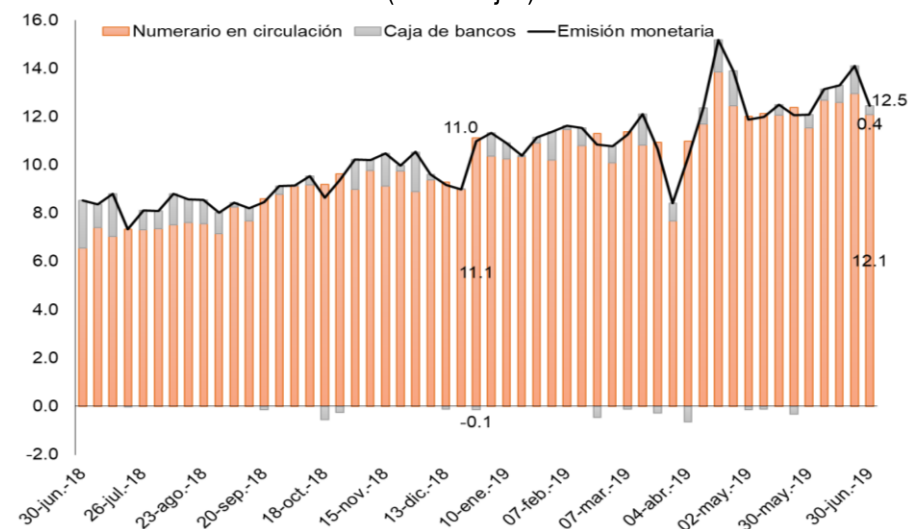
(2) Al 30 de junio de 2019.

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 junio, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 14.3%, incidiendo en 12.1 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 2.4% con una incidencia que pasó de -0.1 puntos porcentuales a finales del año anterior a 0.4 puntos porcentuales al 30 de junio del presente año (gráfica 33).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario¹⁹ no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco Central.

¹⁹ Al 30 de junio las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$636.4 millones equivalente a Q4,889.4 millones.

Gráfica 33**Composición del Ritmo de la Emisión Monetaria
Incidencia por Componentes (1)
(Porcentajes)**

(1) Al 30 de junio de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala.

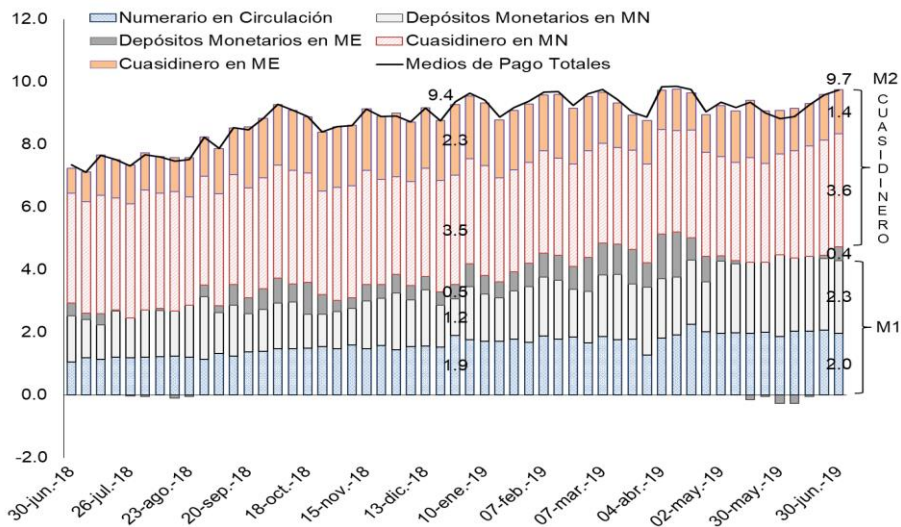
ii) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 30 de junio de 2019, registraron un crecimiento interanual de 9.7% (9.4% en diciembre de 2018). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año, se explica, principalmente, por el dinamismo mostrado por el numerario en circulación, así como por los depósitos monetarios en moneda nacional y el cuasidinero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

Al analizar por moneda, el crecimiento de los medios de pago, éste se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 82.4% de dicho agregado y, en lo que va de 2019, éstos muestran un crecimiento interanual de 9.6%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera al 30 de junio registraron una variación interanual de 10.5% (16.6% en diciembre de 2018).

Gráfica 34

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



(1) Con información al 30 de junio 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)²⁰ ha reflejado un crecimiento estable (12.0% al 30 de junio) asociado, principalmente, a un proceso moderado de recomposición entre el numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional, los cuales pasaron de una incidencia de 1.2 puntos porcentuales al finalizar 2018, a una incidencia de 2.3 puntos porcentuales al 30 de junio de 2019. En tanto que el numerario en circulación, presentó al 30 de junio, una incidencia de 2.0 puntos porcentuales, levemente superior a la registrada al 31 de diciembre de 2018 (1.9 puntos porcentuales). Por su parte, el cuasidinero²¹, en moneda nacional y extranjera, han mostrado tasas de variación interanual de 7.7% y 15.6%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido elevados, al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2018 al 30 de junio de 2019 en Q4,534.0 millones.

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

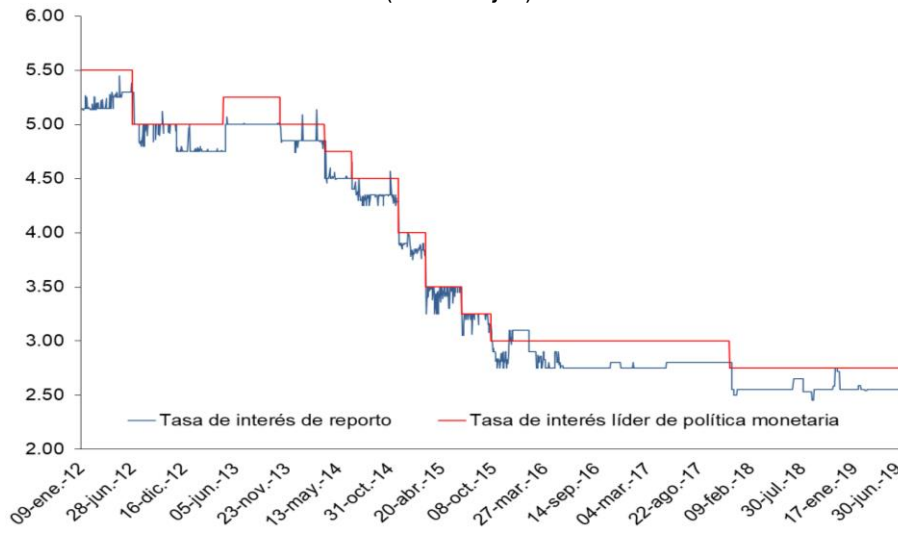
²⁰ Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

²¹ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.



Gráfica 35

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



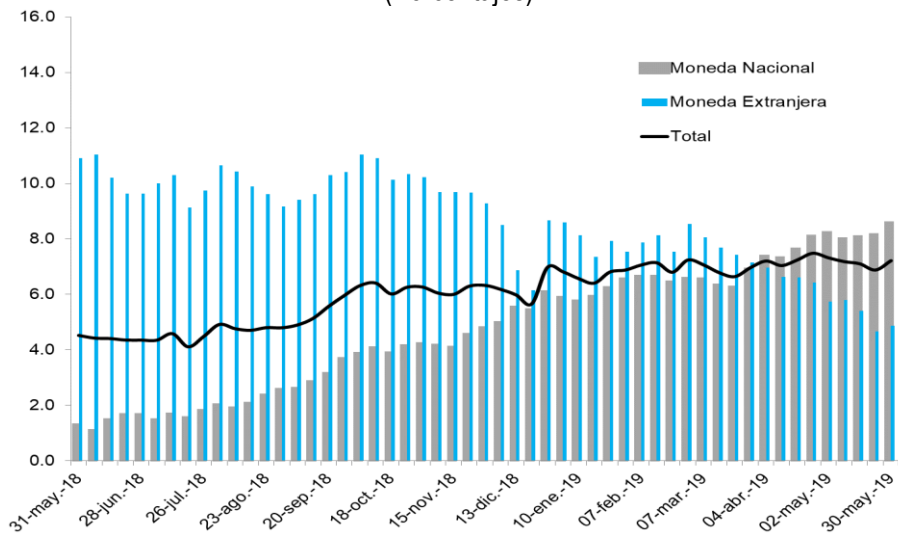
(1) Con información al 30 de junio de 2019.
Fuente: Banco de Guatemala.

iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de junio registró un crecimiento interanual de 7.2%, impulsado por el crecimiento tanto del crédito en moneda nacional (8.5%) como del crédito en moneda extranjera (5.0%).

Gráfica 36

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

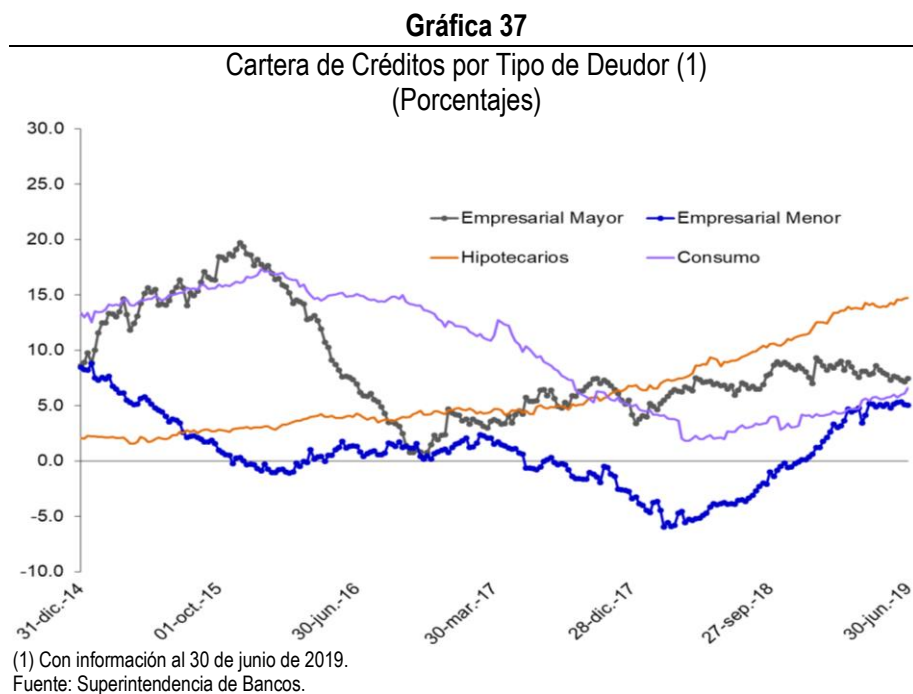


(1) Con información al 30 de junio de 2019.
Fuente: Banco de Guatemala.

El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un mejor desempeño respecto del año previo (7.2% 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, que en conjunto representan 69.6% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de junio, el crédito al consumo en moneda nacional creció 6.6%, en tanto que el sector empresarial mayor aumentó 13.5%, asociado entre otros factores, al desempeño del crédito para los sectores de industrias manufactureras y comercio, los cuales, a junio, mostraron tasas de crecimiento de 23.7% y 9.3%, respectivamente.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 30 de junio, creció a un ritmo de 5.0%, asociado, principalmente, al comportamiento de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor de 88.0% del financiamiento concedido en dicha moneda).

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

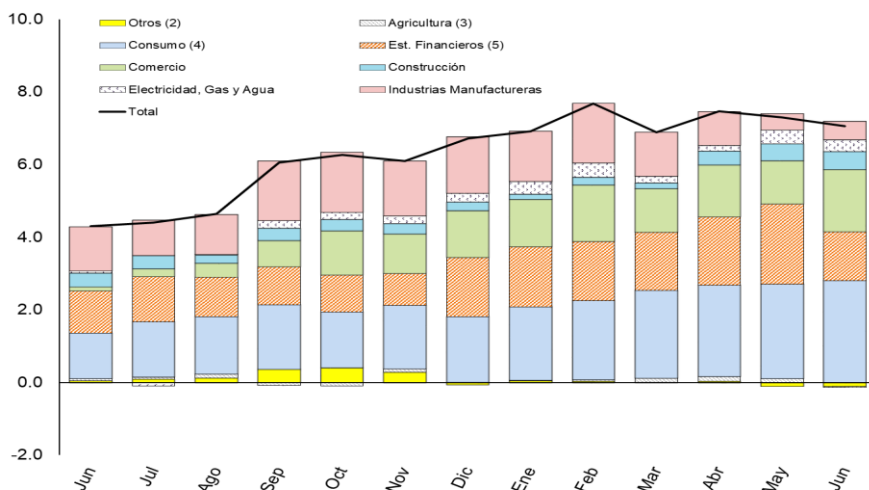


La cartera crediticia total por actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia: consumo (con una variación interanual de 7.4%), comercio (12.0%), y establecimientos financieros (12.2%).



Gráfica 38

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



- (1) Con información a junio 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.

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

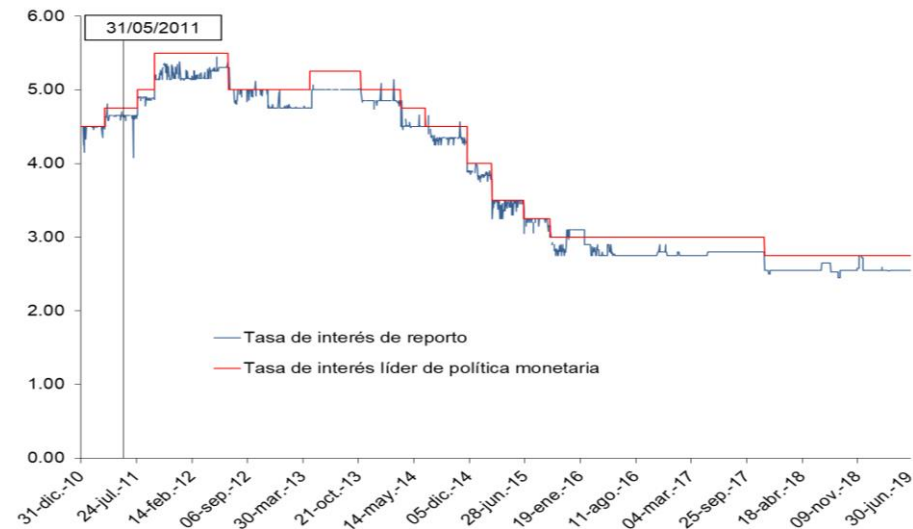
b) Tasas de interés

i) De corto plazo

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

Gráfica 39

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



(1) Con información al 30 de junio de 2019.

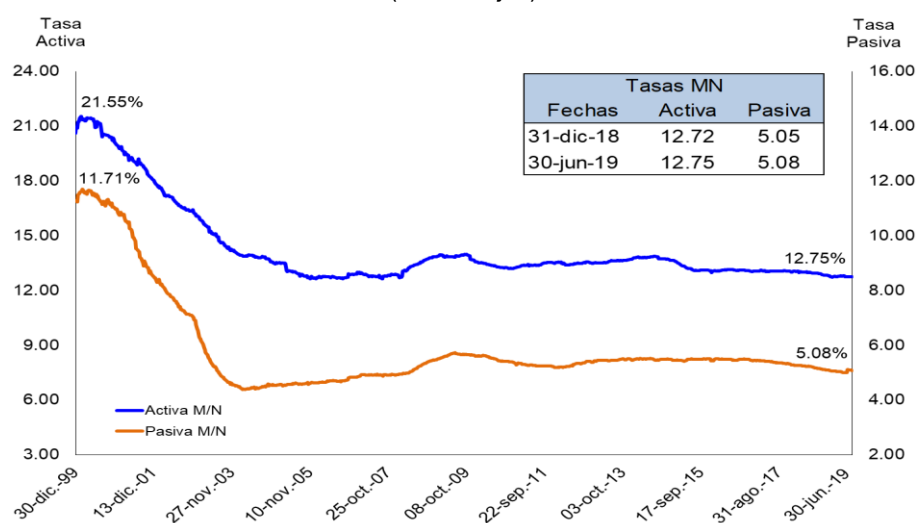
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

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 prácticamente sin cambios 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 junio de 2019.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.



La referida tasa de interés aumentó tres puntos básicos, al pasar de 12.72% en diciembre de 2018 a 12.75% al 30 de junio de 2019 (gráfica 40). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, ésta se situó en 5.08% (gráfica 40), mayor en tres puntos básicos al valor observado a diciembre de 2018 (5.05%).

c) Tipo de cambio

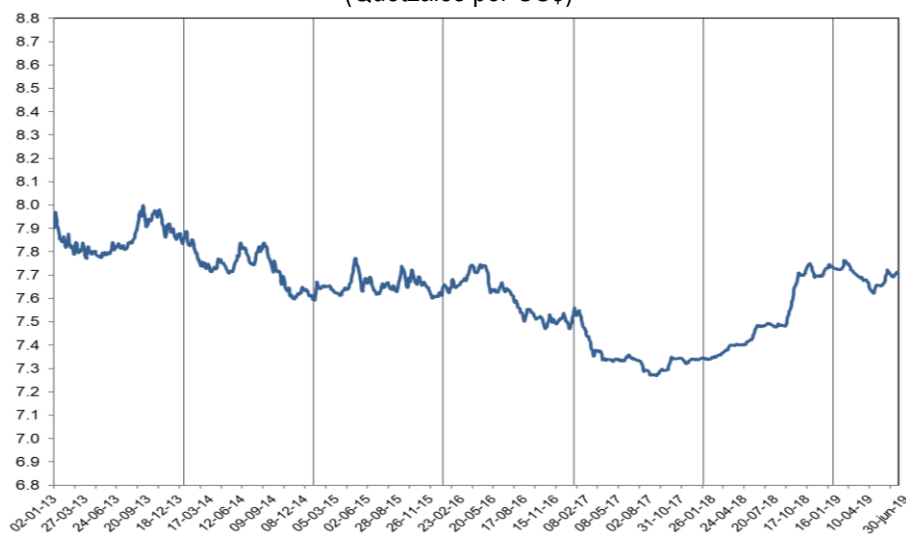
i) Tipo de cambio nominal

Con relación al tipo de cambio nominal, cabe resaltar que en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), la flexibilidad cambiaria es fundamental para que los agentes económicos comprendan que la autoridad monetaria considera la inflación como 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, como por ejemplo el derivado de las variaciones en los términos de intercambio. En ese sentido, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas (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 junio de 2019, una depreciación interanual de 2.87% (apreciación acumulada de 0.37%), comportamiento asociado a sus fundamentos, que hasta agosto de 2017 habían propiciado una tendencia hacia la apreciación.

Gráfica 41

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



(1) Información al 30 de junio de 2019.

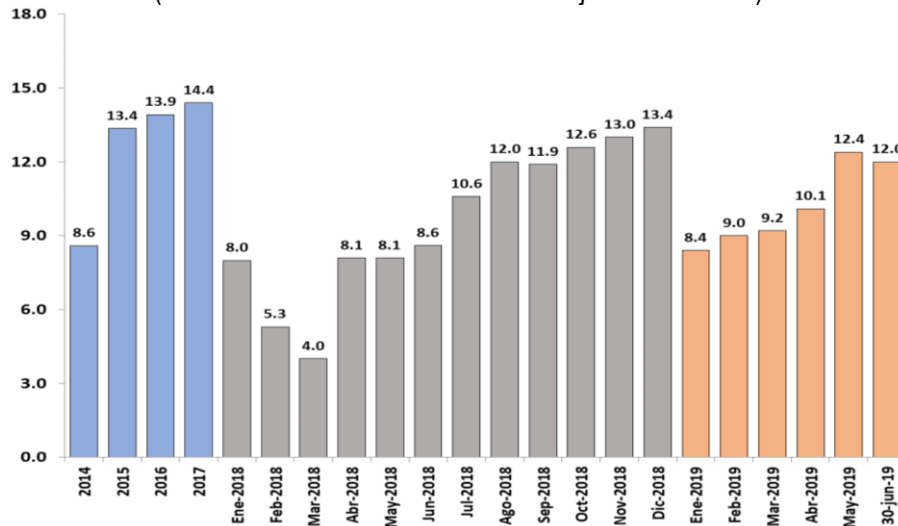
Fuente: Banco de Guatemala.

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 desaceleración en el ritmo de crecimiento durante el presente año.

Gráfica 42

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

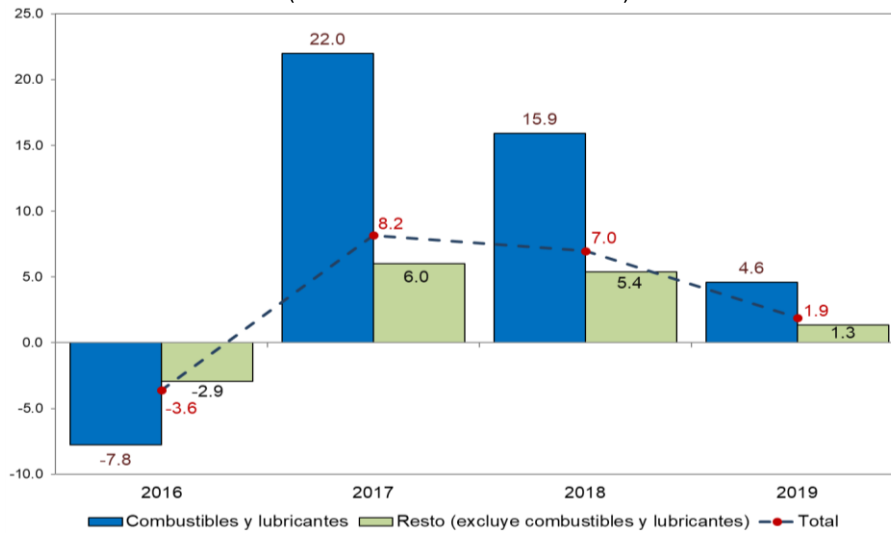


Fuente: Banco de Guatemala.

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.

Gráfica 43

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



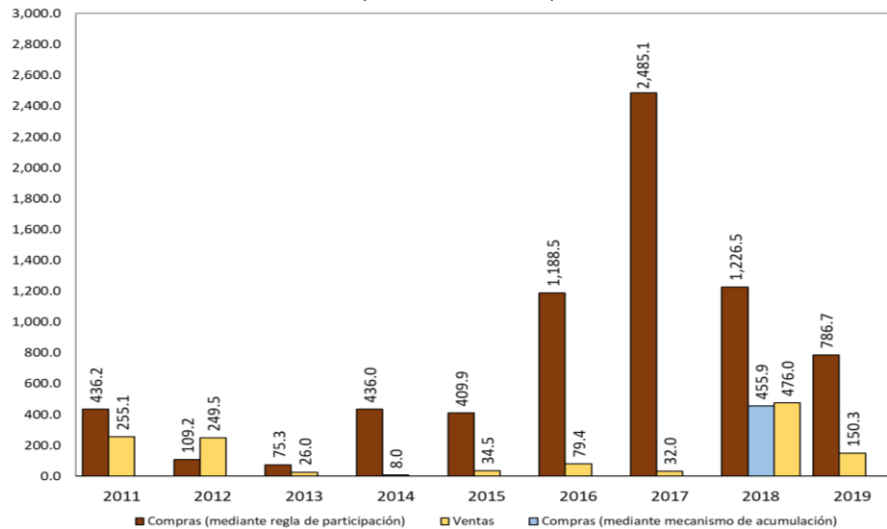
(1) Con información a diciembre de cada año. 2019 a mayo.
Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

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.

El Banco de Guatemala, conforme a la política cambiaria vigente, ha utilizado la regla de participación en el mercado institucional de divisas, que es transparente, simétrica y ampliamente conocida por todos los participantes en dicho mercado, con el objetivo primordial de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En efecto, al 30 de junio de 2019, el Banco de Guatemala ha comprado US\$786.7 millones y efectuado ventas por US\$150.3 millones. En ese sentido, la participación neta (compras menos ventas) del Banco Central en lo que va del presente año se sitúa en US\$636.4 millones, equivalente a 2.63% 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 44

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 junio.

(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.

ii) Tipo de cambio real de equilibrio

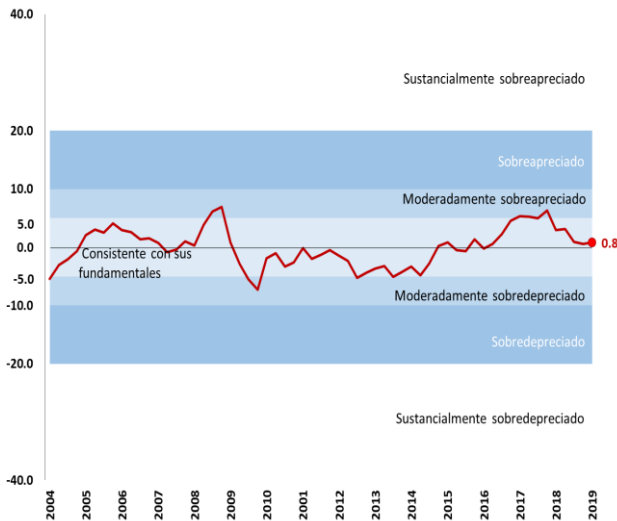
La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desviaciones significativas. Al respecto, con base a las metodologías sugeridas por el Fondo Monetario Internacional, se establecieron tres umbrales estandarizados para la interpretación de los resultados de dichas desviaciones: el primero de +/- 5 puntos porcentuales, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales y el tercero de +/- 20 puntos porcentuales, entendiéndose que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un tipo de cambio real consistente con sus factores fundamentales; entre el primero y el segundo umbral, moderadamente sobreapreciado (+) o moderadamente sobredepreciado (-); entre el segundo y el tercer umbral, sobreapreciado (+) o sobredepreciado (-); y por arriba del tercer umbral, sustancialmente sobreapreciado (+) o sustancialmente sobredepreciado (-). En este sentido, al primer trimestre de 2019, las diferencias entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE de los tres modelos²² revelan que el ITCER se encuentra, en los tres casos, dentro del primer umbral; los modelos 1, 2 y 3 señalan una ligera desalineación de 0.8%, 3.2% y -2.0%, respectivamente, por lo que se concluye que con el nivel actual se encuentra cercano al equilibrio.

²² 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".

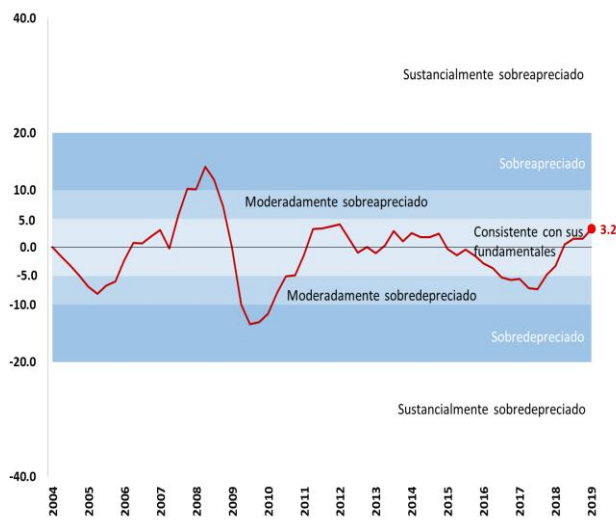
Gráfica 45

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

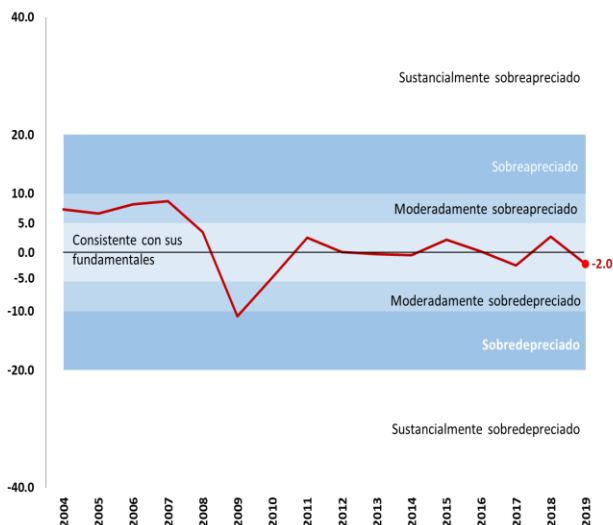
1. Modelo 1



2. Modelo 2



3. Modelo 3



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

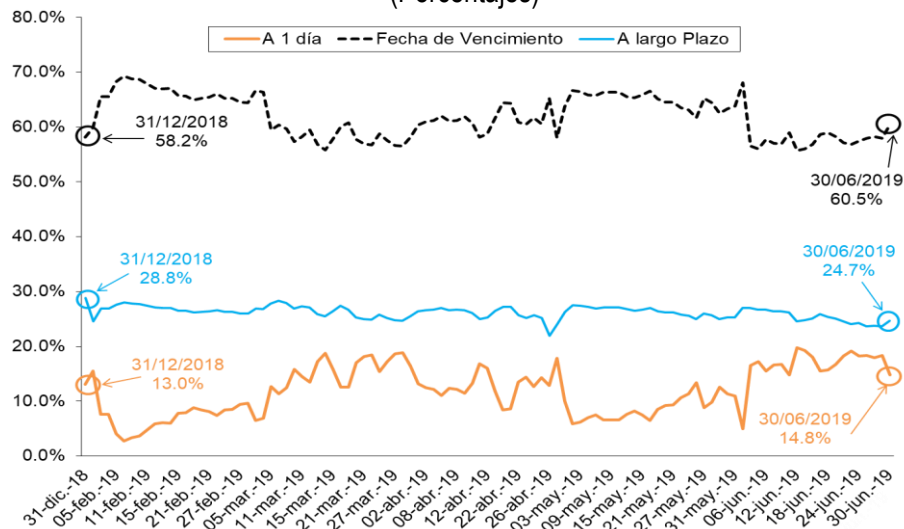
d) Operaciones de estabilización monetaria

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. En ese sentido, derivado de que en el periodo bajo análisis se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, al aumento de las reservas monetarias y la reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 30 de junio, las referidas operaciones crecieron Q5,565.8 millones. Cabe indicar que al finalizar 2018, el 13.0% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de junio de 2019 la referida proporción aumentó a 14.8%. Por su parte, la proporción de OEM colocada con fechas de vencimiento, pasó de 58.2% en diciembre de

2018 a 60.5% a junio de 2019, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 4.1 puntos porcentuales (de 28.8% en 2018 a 24.7% en 2019). El costo de política fue de Q819.6 millones, equivale a 0.1% del PIB.

Gráfica 46

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de junio de 2019.
Fuente: Banco de Guatemala.

RECUADRO 7 AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

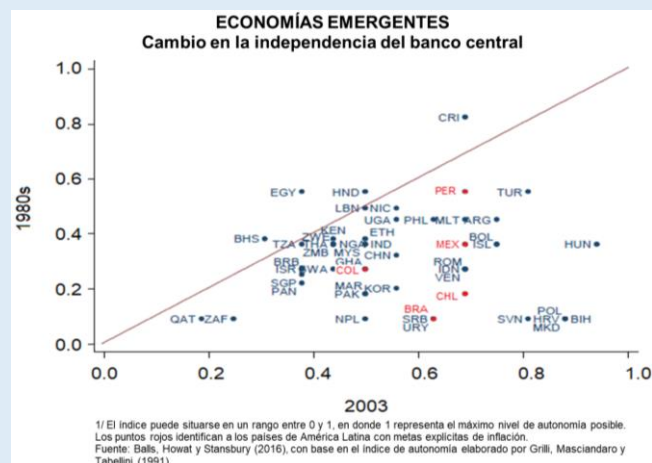
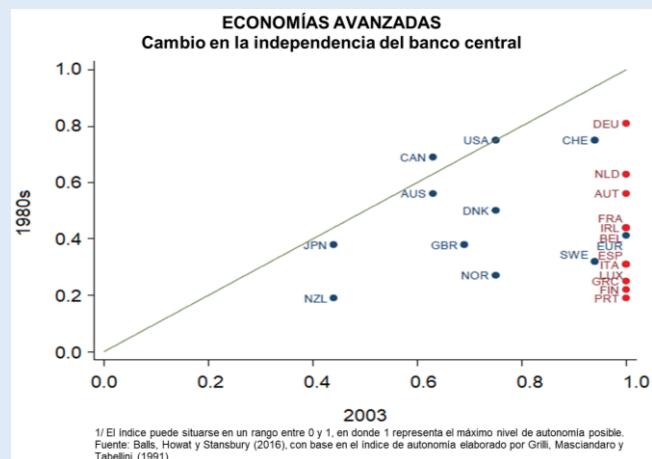
Desde hace varias décadas, los avances en la teoría económica y los retos enfrentados en la implementación de la política monetaria mejoraron la comprensión acerca de la importancia de la autonomía del banco central. Desde una perspectiva teórica se identificó que, ante la existencia de una relación 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 de política está sujeta a una disyuntiva entre cumplir o evadir los compromisos previamente anunciados. Si la autoridad monetaria decide evadirlos, dichas decisiones son inconsistentes en el tiempo, lo cual provoca que el banco central enfrente dificultades para convencer al público de que está dispuesto a cumplir con sus objetivos en el futuro. Esta pérdida de credibilidad implica que el sector privado mantiene mayores expectativas de inflación, lo cual genera un sesgo inflacionario y el desanclaje de las expectativas de inflación. Ante este problema, se identificó que dicho sesgo es menor cuando la toma de decisiones de política monetaria está delegada en un banco central independiente que tiene como objetivo el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios.

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 autonomía 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, 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 del patrimonio de la entidad. 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).

Según Cukierman (2008), la autonomía de los bancos centrales en el mundo se incrementó sostenidamente durante la década de 1990, lo cual estuvo asociado, en parte, a la búsqueda de la estabilidad de precios, luego de la estanflación de la década de los setentas y del desempeño negativo de diversos países con inflaciones elevadas, particularmente en América Latina. En efecto, según Carrière-Swallow, Jácome, Magud y Werner (2016), desde inicios de la década de 1990, algunos países de América

Latina realizaron reformas legales que dotaron a los bancos centrales con mayor autonomía, no solamente en términos de la selección de instrumentos para conducir la política monetaria, sino también para el establecimiento de sus objetivos, además de que el otorgamiento de financiamiento al gobierno quedó estrictamente restringido en algunos países.

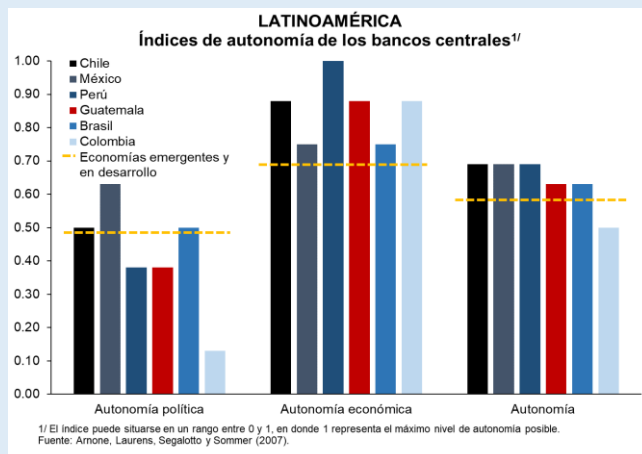
Como consecuencia de lo anterior, al evaluar la autonomía de los bancos centrales con base en el indicador elaborado por Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) entre la década de 1980 y 2003, se observa que, en las economías avanzadas, la mayoría de países considerados evidenciaron mejoras y algunos lograron alcanzar el valor máximo para el indicador; en tanto que, en las economías emergentes, también se evidenció una mejora sustancial en la autonomía de la mayoría de los bancos centrales analizados, incluyendo a los países de América Latina que implementaron el esquema de metas explícitas de inflación antes de 2003 (Brasil, Chile y Colombia en 1999, México en 2001 y Perú en 2002).



(Continúa en la página siguiente)

RECUADRO 7 (Continuación)

En los principales países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación (incluyendo a Guatemala), la autonomía de los bancos centrales, era principalmente de carácter económico, la cual se encontraba en niveles superiores a los de otras economías emergentes y en desarrollo. Este resultado estuvo asociado, como se indicó, a las reformas que restringieron el otorgamiento de financiamiento de los bancos centrales al gobierno. A pesar de ello, los indicadores evidencian que el grado de autonomía política de los mismos bancos centrales se situaba, en algunos países, por debajo del promedio de las economías emergentes y en desarrollo, principalmente porque los nombramientos de los miembros de los directorios de estos bancos centrales continuaban teniendo participación gubernamental o eran realizados por períodos menores a cinco años (Arnone, Laurens, Segalotto y Sommer, 2007).



En el caso de Guatemala, la Constitución Política de la República y la Ley Orgánica del Banco de Guatemala establecen, por una parte, que la Junta Monetaria tiene a su cargo la determinación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, por lo que cuenta con autonomía para establecer los objetivos de política. Por lo anterior, la participación de otras entidades gubernamentales en la determinación de dicha política está limitada al nombramiento de los miembros de la Junta Monetaria, los cuales solamente pueden ser removidos por las causas establecidas en la ley; además, en el caso del Presidente y del Vicepresidente, los nombramientos son realizados para un período de cuatro años, a partir del octavo trimestre del período de gobierno, lo cual limita la coincidencia de los mismos con el ciclo político. Por otra parte, la Constitución prohíbe que el Banco de Guatemala otorgue financiamiento al gobierno y la ley orgánica establece que el Comité de Ejecución es el encargado de ejecutar la política monetaria, utilizando los instrumentos de política monetaria en la forma que lo apruebe la Junta Monetaria, por lo que el Banco de Guatemala cuenta con autonomía para conducir la política monetaria, de manera que se cumpla su objetivo de mantener la estabilidad en el nivel general de precios. Aunado a lo anterior, la ley orgánica establece que el Banco de Guatemala cuenta con

patrimonio propio y que las deficiencias netas en las que incurra deben ser restituidas por el Organismo Ejecutivo.

Por tanto, el marco legal vigente en Guatemala contiene elementos que contribuyen a la autonomía del Banco Central, la cual, según Hammond (2012), es un requisito esencial para los países con metas explícitas de inflación. En efecto, varios autores han encontrado amplia evidencia de que existe una relación negativa entre la autonomía del banco central, la inflación y las expectativas de inflación, tanto en economías avanzadas como en economías en desarrollo, lo cual sustenta los planteamientos teóricos mencionados; no obstante, el grado de la relación depende de si se utilizan indicadores de autonomía política o económica, formal o efectiva, así como de otros factores.

Fuente: Elaboración propia con base en Arnone, Laurens, Segalotto y Sommer (2007), "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends", IMF Working Papers. Balls, Howat y Stansbury (2016), "Central Bank Independence Revisited: After the financial crisis, what should a model central bank look like?"; Carrière-Swallow, Jácome, Magud y Werner (2016), "Central Banking in Latin America: The Way Forward", IMF Working Paper 16/197; Constitución Política de la República de Guatemala; Cukierman (2008), "Central bank independence and monetary policymaking institutions – Past, present and future", European Journal of Political Economy (24), 722-736; Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991), "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries"; Hammond (2012), "State of the art inflation targeting", Bank of England Centre for Central Banking Studies; Jácome y Vázquez (2008), "Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean", European Journal of Political Economy (24), 788-801; Ley Orgánica del Banco de Guatemala.



V. SÍNTESIS

Durante el primer semestre del año la economía nacional se ha comportado conforme lo previsto, por lo que, de acuerdo con la información disponible, se estima que el crecimiento económico para 2019 se ubique entre 3.0% y 3.8% y que la inflación se sitúe alrededor del valor central de la meta (4.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el tipo de cambio nominal ha permanecido estable, determinado por los flujos del mercado cambiario, y las tasas de interés se encuentran en niveles históricamente bajos.

La política monetaria ha continuado con una postura acomodaticia; es decir, favoreciendo el crecimiento económico, en tanto los pronósticos y las expectativas de inflación lo han permitido. En el horizonte cercano de pronóstico no se esperan riesgos importantes a la baja que puedan afectar las principales variables macroeconómicas. La autoridad monetaria ha reiterado su compromiso de adoptar las medidas necesarias que permitan mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

Cabe señalar que, si bien el país se encuentra dentro de un proceso eleccionario, a la fecha no se han observado efectos significativos sobre las principales variables económicas. Ello evidencia la resiliencia de la economía ante eventos de naturaleza extraeconómica.

ANEXOS



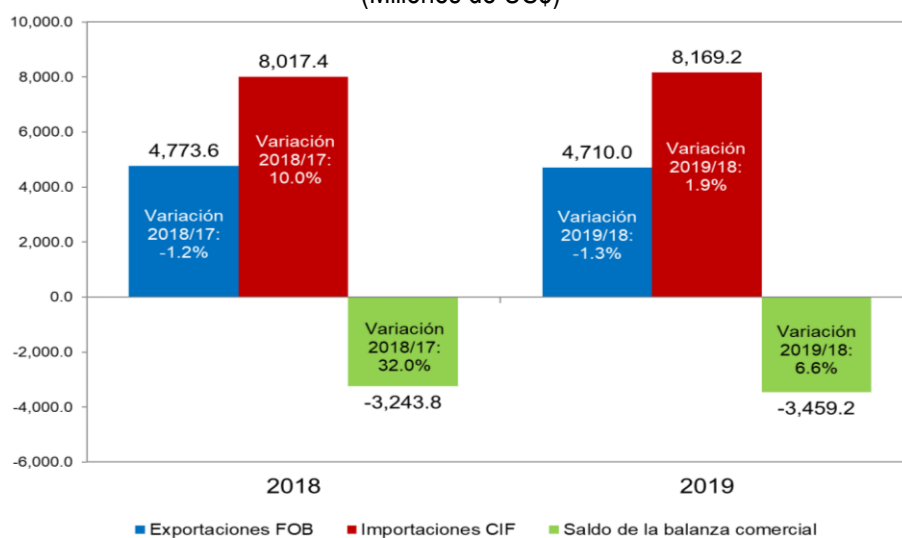
ANEXO I SECTOR EXTERNO

El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró una disminución de 1.3% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a mayo de 2019, respecto de similar periodo de 2018, explicado por la caída en el volumen exportado (10.0%), contrarrestado, en parte, por el aumento en el precio medio (9.7%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 1.9%, reflejo del incremento del volumen importado (12.0%) el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio de importación (9.0%).

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$3,459.2 millones, superior en US\$215.4 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$3,243.8 millones).

Gráfica AI.1

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



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

Los importantes flujos de remesas familiares que ha recibido el país²³, 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 2.0% del PIB a superávits de 1.5% en 2016, de 1.6% en 2017 y de 0.8% 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.

²³ Crecimientos superiores a 13.0% entre 2015 y 2018.

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

El valor exportado de azúcar disminuyó US\$83.1 millones (21.7%), derivado de la caída tanto del volumen (13.3%) como del precio medio (9.7%), que pasó de US\$17.42 en mayo de 2018 a US\$15.73 por quintal en mayo 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 valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles disminuyó US\$32.2 millones (16.7%), explicado por la caída del precio medio (21.6%), el cual fue compensado, parcialmente, por el aumento del volumen exportado (6.2%). Según la Bolsa de valores de Malasia, la disminución en el precio internacional del aceite de palma se asocia, fundamentalmente, a la moderación en la demanda mundial y al aumento significativo en las reservas mundiales del mismo. El aceite de palma tuvo la mayor participación (76.1%) en este rubro. El 68.7% de las exportaciones fueron destinadas a México, El Salvador, España y Países Bajos.

Las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas, registraron una disminución de US\$26.0 millones (14.3%), como consecuencia de la caída en el volumen exportado (22.0%), contrarrestado, parcialmente, por un aumento del precio medio (9.9%). 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\$15.1 millones (4.0%), se asocia a la caída del precio medio (6.3%), al pasar de US\$151.40 a US\$141.87 por quintal entre mayo de 2018 y mayo del presente año; dicha disminución fue compensada, parcialmente, por el moderado aumento en el volumen exportado (2.5%). 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.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$103.5 millones (51.0%), explicado por el alza, tanto en el precio medio por quintal (38.5%), al pasar de US\$512.01 en mayo de 2018 a US\$709.33 en similar mes de 2019, como por el aumento en el volumen exportado (9.0%). 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.

El aumento en el valor de las exportaciones de banano de US\$43.8 millones (13.5%), se asocia al incremento en el volumen exportado (10.9%) y al moderado aumento en el precio medio por quintal (2.3%), que pasó de US\$15.23 en mayo de 2018 a US\$15.58 en mayo de 2019. El incremento en el volumen exportado fue factible; por una parte, 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 exportaciones de hierro y acero aumentó US\$24.3 millones (17.2%), explicado por incremento del precio medio (36.2%); el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución del volumen (14.0%). Este comportamiento obedece, principalmente, a la moderada recuperación de los precios internacionales de algunos de

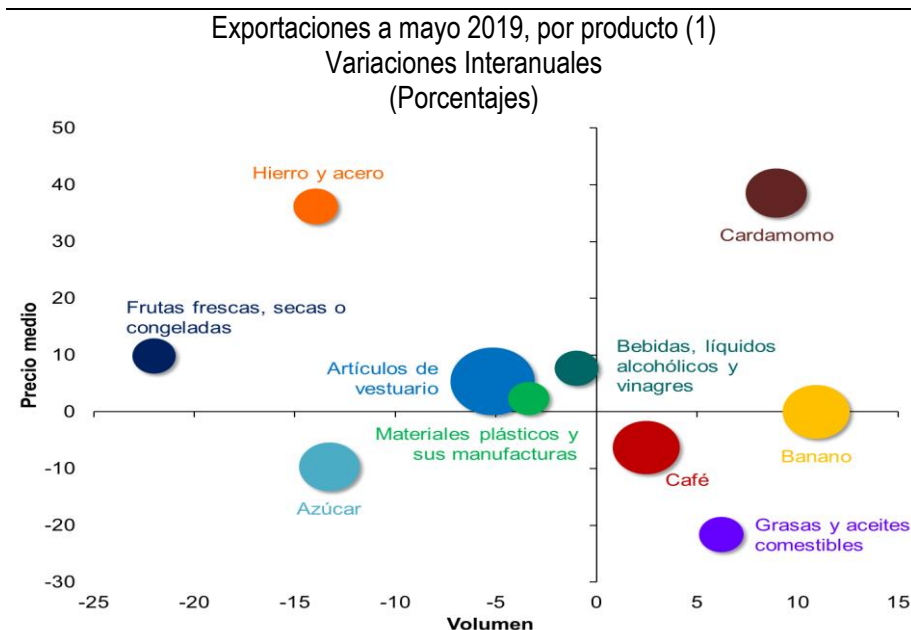


estos metales y a un cambio en la composición del volumen exportado, privilegiando las exportaciones de ferróníquel cuyo precio medio es mayor que el del resto de exportaciones en este rubro.

El valor de las ventas al exterior de materiales textiles se incrementó US\$10.5 millones (11.1%), debido, al aumento tanto del precio medio de exportación (7.0%) como del volumen exportado (3.8%). El aumento en las exportaciones se asocia, fundamentalmente, a las mayores ventas hacia El Salvador, Nicaragua y Honduras, países a los que se destinó alrededor de 86% de las exportaciones.

Por otra parte, tomando en consideración que el desempeño de las exportaciones totales en los primeros cinco meses del año ha registrado tasas de crecimiento negativas, es importante analizar las circunstancias en las que dicha tendencia se revertiría para finalizar el presente con un crecimiento positivo. En primer lugar, a lo largo del presente año la variación interanual de las exportaciones ha ido mejorando su desempeño gradualmente (al pasar de una reducción de 2.7% en enero a una de 1.3% en mayo); en segundo lugar, los productos que están registrando disminuciones significativas en el volumen exportado están focalizados, principalmente, el azúcar, las frutas frescas secas o congeladas y el hierro y el acero, y únicamente en el caso del azúcar está registrando al mismo tiempo una caída en los precios medios de exportación (como se puede observar en la gráfica AI.2); en tercer lugar, 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 AI.2); finalmente, las perspectivas de crecimiento económico para los principales socios comerciales del país se mantiene positivo para el presente año (2.0%). 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.

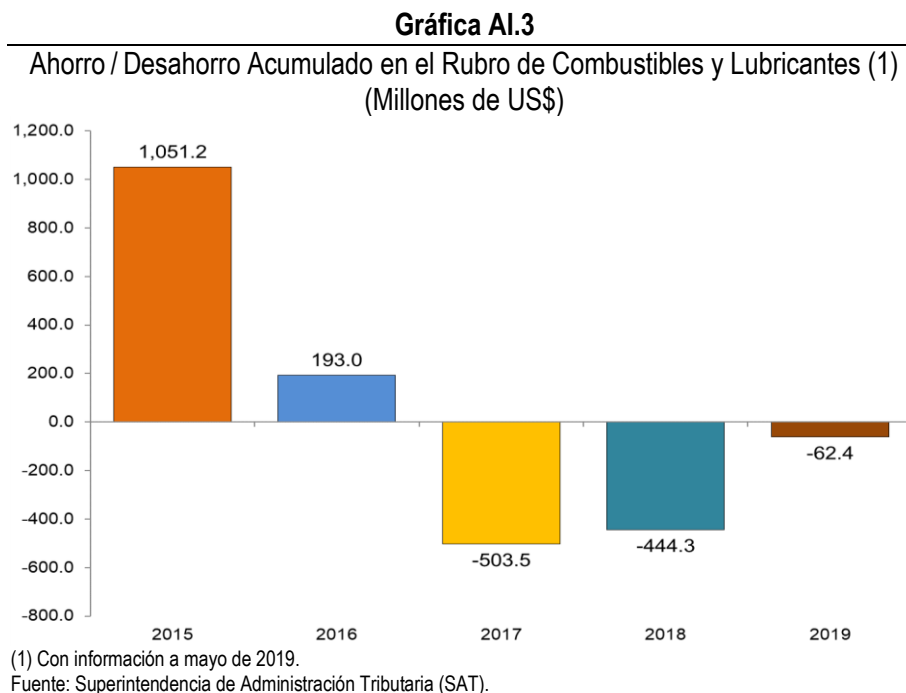
Gráfica AI.2



(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 (1.9%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza del volumen (12.0%); por su parte, el precio medio registró una disminución (9.0%). En el comportamiento al alza destacan los rubros de materiales de construcción (12.2%); combustibles y lubricantes (4.6%); bienes de consumo (4.1%); materias primas y productos intermedios (0.5%). Por su parte, las importaciones de bienes de capital registraron una disminución de 0.9%.

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 mayo de 2019, la factura petrolera registró un aumento de US\$62.4 millones respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual continúa reflejando la disolución del ahorro obtenido en dicha factura en años previos, aunque a un ritmo más moderado.



El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de junio, se situó en US\$4,926.9 millones, superior en US\$527.8 millones (12.0%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo. Durante el presente año el flujo de remesas familiares ha continuado mostrando un crecimiento importante, derivado, principalmente, a que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos.

Al 30 de junio de 2019, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$14,279.8 millones, mayor en US\$1,524.2 millones al del 31 de diciembre de 2018²⁴, como resultado, principalmente, de las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$636.4 millones) y de la colocación de Bonos del Tesoro Nacional en el mercado

²⁴ En 2018, el resultado en la cuenta corriente fue un superávit de US\$638.3 millones (0.8% del PIB), mientras que en la cuenta financiera se registró un endeudamiento neto de US\$64.4 millones, por lo que se observó un saldo positivo en la balanza de pagos (ganancia de US\$986.1 millones en las RIN). El saldo de la cuenta corriente fue resultado del superávit observado en el ingreso secundario (transferencias corrientes netas), asociado, fundamentalmente, al incremento en el flujo de remesas familiares; el cual fue compensado, en parte, por los déficits registrados en la balanza de bienes, en el ingreso primario y en la balanza de servicios. El resultado en el saldo de la cuenta financiera estuvo determinado, principalmente, por la inversión directa que ingresó al país.



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

ANEXO II

FINANZAS PÚBLICAS²⁵

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. En efecto, el gasto público en el primer semestre aumentó 16.5% (aumento de 15.8% según lo presupuestado para todo el año), comportamiento usual en un año electoral. No obstante, dicho dinamismo contrasta con el continuo deterioro que sigue registrando la recaudación tributaria, al aumentar a junio 4.0% (8.8% previsto para el final de año). En ese sentido, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), estima una moderación del gasto durante el segundo semestre, alcanzando al final de año un incremento de 7.8%, en tanto que los ingresos totales registrarían un alza de 4.7%, lo que daría como resultado un déficit fiscal en 2019 de 2.1% (1.8% en 2018); con dicho resultado, se prevé una carga tributaria de 9.7% (10.0% en 2018).

Con base en la evolución reciente de las fuentes de financiamiento del gasto público, en especial, de la recaudación tributaria, el 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 pretende priorizar las asignaciones presupuestarias en el pago de recurso humano, servicios básicos e insumos críticos. En el contexto anterior, se prevé una contención del gasto público, particularmente hacia el segundo semestre del año. Por otra parte, el presupuesto aprobado para este año incluye 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, faculta 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 necesario²⁶.

1. Ingresos

Al 30 de junio, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.2% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 4.0% que registraron los ingresos tributarios (94.1% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 7.0%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2018.

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos aumentaron 1.1%, afectados por el bajo desempeño del Impuesto Sobre la Renta (ISR), el cual aumentó 0.6%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad (ISO), aumentó 2.9%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 5.6%, destacando el desempeño de los derivados del petróleo, los derechos arancelarios y del Impuesto al Valor Agregado (IVA) importaciones los cuales crecieron 9.6%, 7.1% y 6.3%, respectivamente; mientras que, el IVA doméstico creció 5.0%. Cabe destacar el efecto positivo que en la recaudación de los impuestos asociados al comercio exterior tuvieron el incremento en las importaciones, así como la depreciación interanual del tipo de cambio nominal, compensando, en buena medida, el bajo desempeño en la recaudación de los impuestos directos (ISR e ISO).

²⁵ Con base en información del Ministerio de Finanzas Públicas.

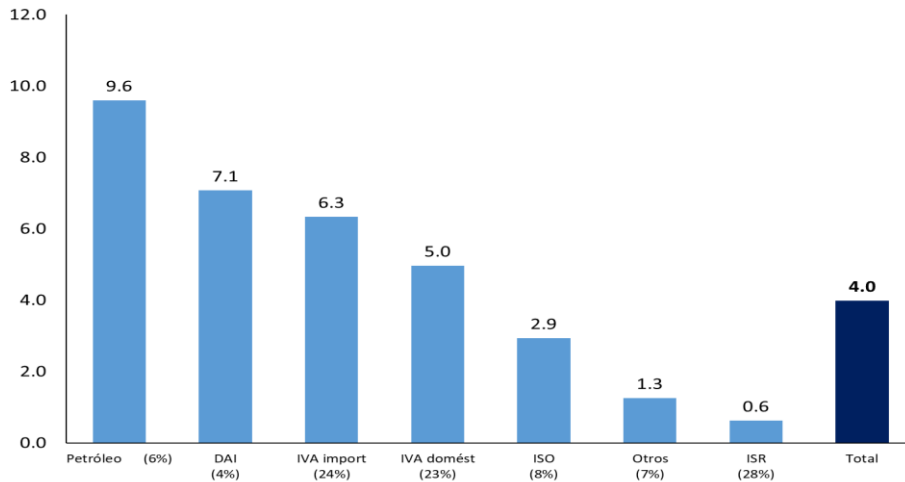
²⁶ A la fecha el Estado tiene pendiente de restituir al Banco de Guatemala el costo acumulado de la política monetaria, cambiaria y crediticia al 31 de diciembre de 2001, el cual asciende a Q16,834.2 millones; y las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2002, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016, las cuales ascienden a Q8,731.3 millones; ello sin incluir las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2017 por Q1,479.3 millones, la cual debería de ser restituida durante el presente año; y de 2018 por Q644.4 millones, que debería ser incluida en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal de 2020.



Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de junio de 2019, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q30,061.2 millones, equivalente al 95.3% de la meta para dicho período (Q31,536.5 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q1,475.3 millones (4.7%).

Gráfica AII.1

Recaudación Tributaria a Junio (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.

2. Gastos

Al 30 de junio de 2019, el gasto público total aumentó 16.5% respecto al registrado en similar periodo del año anterior, dinamismo asociado, entre otros aspectos, a una mayor ejecución presupuestaria desde inicios de año debido a la transferencia extraordinaria de recursos al Tribunal Supremo Electoral para atender el proceso electoral, a los gastos derivados del inicio del ciclo escolar, así como los destinados en infraestructura vial. Se esperaría que el gasto público se mantenga dinámico durante el primer semestre y se modere en el segundo, 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 12.5% y los de capital 37.7%, 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 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 42.9%, mayor a la registrada a mayo de 2018 (42.1%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (46.0%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (45.0%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen las Secretarías y Otras Dependencias del Ejecutivo (35.5%) y el Ministerio de Desarrollo Social (35.0%).

3. Resultado fiscal y financiamiento

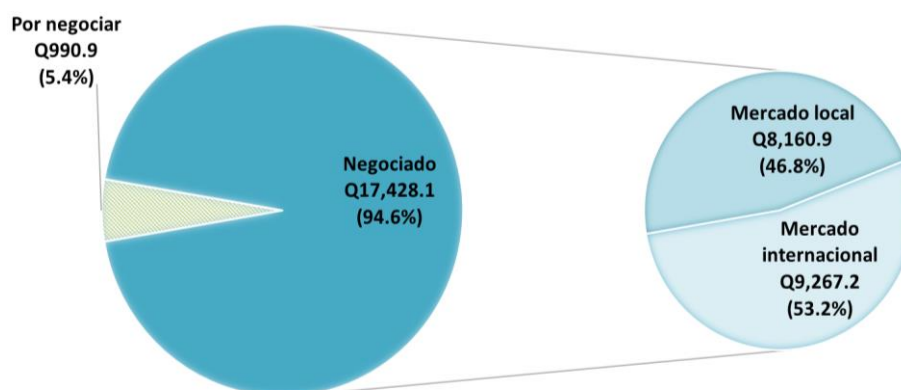
La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de junio, resultó en un déficit fiscal de Q4,500.3 millones (0.7% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q609.8 millones (0.1% del PIB)). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue de Q7,955.3 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q135.8 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q9,267.2 (US\$1,200.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q1,447.7 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste ascendió a Q5,548.8 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,160.9 millones, vencimientos por Q3,013.6 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q401.5 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q9,003.8 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 junio, se había colocado el 94.6% del monto autorizado, Q9,267.2 millones en el mercado internacional²⁷ y Q8,160.9 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento 21/02/2028, 18/08/2031, 27/06/2034 y 17/05/2039 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.03%, 6.05%, 6.53 y 7.10%, 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 Q8.0 millones para pequeños inversionistas²⁸.

Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q87,443.3 millones, mayor en Q4,997.3 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\$9,251.5 millones, mayor en US\$1,026.9 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 25.0% (24.5% en 2018).

Gráfica AII.2

Colocaciones de Bonos del Tesoro 2019, Según Fecha de Vencimiento (1)
Año: 2019
(Millones de quetzales)



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

²⁷ 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%.

²⁸ Con fechas de vencimiento 14/04/2020, 14/04/2021, 14/04/2022 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.00%, 6.13%, 6.25%.

**Cuadro AII.1**

Gobierno Central (1)
Ejecución Presupuestaria a Junio
Años: 2018-2019
(Millones de quetzales)

Concepto	2018 ^{p/}	2019 ^{p/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	30,668.0	31,940.9	1,272.9	4.2
A. Ingresos (1+2)	30,590.7	31,929.7	1,339.0	4.4
1. Ingresos Corrientes	30,589.6	31,927.7	1,338.1	4.4
a. Tributarios	28,909.4	30,061.2	1,151.8	4.0
b. No Tributarios	1,680.2	1,866.5	186.3	11.1
2. Ingresos de Capital	1.2	2.0	0.8	70.2
B. Donaciones	77.2	11.2	-66.1	-85.5
II. Total de Gastos	31,277.8	36,441.2	5,163.4	16.5
A. De Funcionamiento	26,349.7	29,655.7	3,306.0	12.5
B. De Capital	4,928.1	6,785.5	1,857.4	37.7
III. Superávit o Déficit Presupuestal (-) Déficit	-609.8	-4,500.3	-3,890.5	637.9
IV. Financiamiento Total	609.8	4,500.3	3,890.5	637.9
A. Interno	4,727.3	5,548.8	821.5	17.4
B. Externo	-687.6	7,955.3	8,642.9	-1,257.0
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-3,429.9	-9,003.8	-5,573.9	162.5
Carga tributaria	4.9	4.7		
Superávit ó Déficit / PIB	-0.1	-0.7		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXO III

IMPLEMENTACIÓN DEL PROYECTO “CAMBIO DE AÑO DE REFERENCIA Y ADOPCIÓN DEL SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES 2008 (SCN 2008)”

1. Introducción

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. En este contexto, este anexo describe los principales aspectos relacionados con el proceso de implementación 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.

2. Aspectos generales sobre el año de referencia de las cuentas nacionales

El año de referencia de las cuentas nacionales es aquel en el cual se identifica la dimensión y estructura relativa de las actividades económicas y sus productos, así como las modificaciones que se dan en la dinámica de tales procesos, con énfasis en los cambios que pudieron acontecer en el transcurso del tiempo en las funciones de producción, patrones de consumo, ahorro, inversión, financiamiento y organización de los agentes económicos.

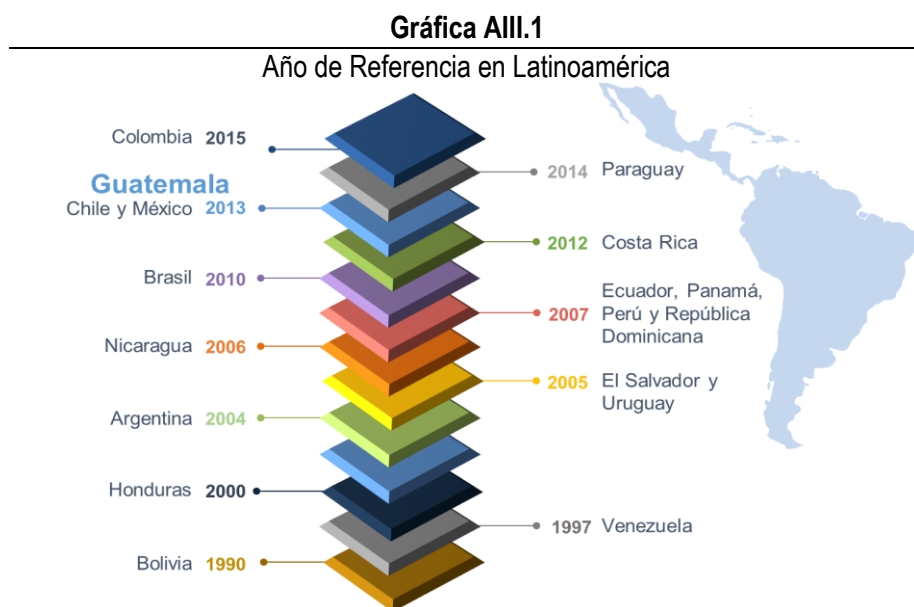
La necesidad de actualizar el año de referencia obedece a la misma dinámica de la actividad económica, dado que con el transcurrir del tiempo se registran cambios estructurales del aparato productivo del país, se generan distorsiones en la medición de una serie referida a un año muy distante, las estructuras de costos recopiladas en el período de referencia previo se van tornando obsoletas, surgen nuevas fuentes de información, se actualizan las clasificaciones internacionales, los conceptos y definiciones, así como las reglas de registro y de valoración, en adición a que las mejores prácticas internacionales recomiendan cambiar el año de referencia de manera recurrente, con el objeto de evitar las distorsiones que devienen de la medición de una serie referida a un año muy lejano.

En ese sentido, el Banco de Guatemala, como parte del objetivo estratégico de adoptar nuevos estándares y mejores prácticas, contempló en su Plan Estratégico Institucional la actualización del sistema de cuentas nacionales del país, consistente en el cambio de año de referencia a 2013, en sustitución de 2001, así como la adopción de la última versión del manual internacional de cuentas nacionales denominado Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008)²⁹, que reemplazó al Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993). Cabe destacar que esta actualización también permite a Guatemala una reducción sustancial en el tiempo de vigencia del año de referencia actual, ya que las cuentas nacionales vigentes (referencia 2001) serán sustituidas en un período de 12 años, a diferencia de los 43

²⁹ Producido bajo los auspicios del Grupo Intersecretarial de Trabajo sobre Cuentas Nacionales conformado por: las Naciones Unidas (NU), la Comisión Europea (CE), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).

años de vigencia de las cuentas nacionales con año base 1958, con lo que el país se acerca más a los estándares internacionales en la materia.

En el contexto de América Latina y el Caribe, Guatemala se posiciona como el país con el tercer año de referencia más reciente en sus cuentas nacionales, al igual que Chile y México, superados únicamente por Colombia y Paraguay. En el caso de la región centroamericana y los países de El Caribe, destaca el caso de Costa Rica con año de referencia 2012, seguido de República Dominicana, Nicaragua y El Salvador (2007, 2006 y 2005, respectivamente); mientras que Honduras presenta el año de referencia más antiguo (2000).



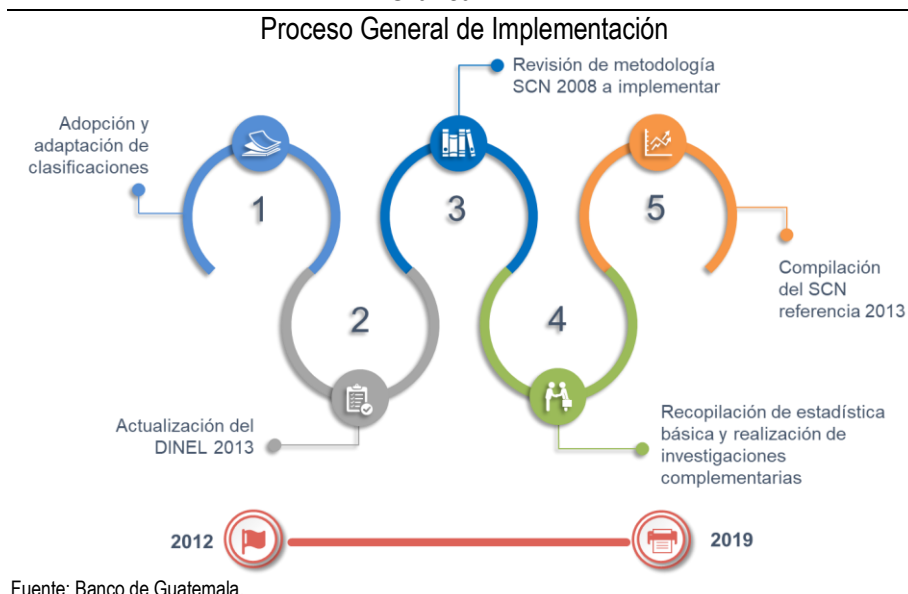
Fuente: Elaboración propia con información de bancos centrales e institutos nacionales de estadísticas.

Para la selección de 2013 como nuevo año de referencia de las cuentas nacionales de Guatemala, se observó que este cumpliera con ciertos criterios relevantes, como ser un año con estabilidad macroeconómica, no solamente en términos de precios y crecimiento económico sino también en los ámbitos monetario, financiero, fiscal y externo. Adicionalmente, se verificó que 2013 fuera un año sin catástrofes naturales significativas, sin choques externos relevantes y que también contara con información estadística básica actualizada.

3. Proceso general de implementación

La implementación del proyecto se desarrolló en 5 fases principales. Inicialmente se realizó la adopción y adaptación de las nuevas clasificaciones y nomenclaturas de trabajo con el objetivo de favorecer la comparabilidad internacional a nivel detallado. Al respecto, se utilizó la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIIU) Revisión 4 y la Clasificación Central de Productos (CCP) Versión 2, para actualizar la Nomenclatura de Actividades Económicas de Guatemala (NAEG) y la Nomenclatura de Productos de Guatemala (NPG), respectivamente; en adición a la Nomenclatura de Transacciones de Guatemala (NTG) y a la Nomenclatura de Sectores Institucionales (NSI) que se derivan de la nueva estructura propuesta por el SCN 2008.

Gráfica AIII.2



En la segunda fase se realizó la actualización del Directorio Nacional de Empresas y sus Locales (DINEL) 2013, cuyos resultados fueron publicados en 2014 y que sirvieron de referencia para el levantamiento de las encuestas económicas y las encuestas a empresas de control extranjero, estas últimas para fortalecer la medición del sector externo (Balanza de Pagos).

La tercera fase consistió en realizar la revisión de la metodología del SCN 2008 y de algunos manuales complementarios, para lo cual fue necesario capacitar al equipo de trabajo en los nuevos tópicos. Luego, en la cuarta fase, que fue la más laboriosa y demandante de recursos, se llevó a cabo el levantamiento de la estadística básica y la realización de investigaciones complementarias, cuyos resultados permitieron, en una quinta fase, la compilación del sistema de cuentas nacionales del nuevo año de referencia y de la serie correspondiente. Dicho proceso inició en 2012 y finalizará en 2019 con la divulgación y oficialización de resultados.

4. Actualización de estadística básica y estudios especiales

De conformidad con las recomendaciones internacionales, el Banco de Guatemala viene incorporando progresivamente mejoras a sus procesos estadísticos con el propósito de ampliar la oferta de información que fortalezca la producción estadística habitual. En ese sentido, como se mencionó, el DINEL 2013 permitió la actualización del marco muestral para la elaboración de encuestas, dentro de las que destaca la Encuesta Económica 2014 (ENEC 2014), que recopiló información correspondiente al nuevo año de referencia (2013) de manera exhaustiva para 4,150 empresas representativas de los distintos sectores de la economía nacional, número superior en más de 100% respecto del total de empresas que respondieron la encuesta económica del año de referencia 2001 (2,030). Conviene mencionar que a partir de la ENEC 2014 se definieron las nuevas Encuestas Económicas Continuas para el seguimiento de la actividad económica, con frecuencia anual y trimestral, para los sectores industria, comercio y servicios.

Asimismo, el Banco de Guatemala adicionó al portafolio de fuentes de información la Encuesta Trimestral de Avance de Edificaciones Privadas (ETAEP), cuyo objetivo es fortalecer la medición de la actividad de la construcción privada,



tanto de tipo residencial como no residencial, por medio del seguimiento de la ejecución de obras en construcción a nivel nacional. En 2013, mediante esta encuesta, se verificó el avance trimestral de 1,000 obras en los distintos departamentos de la república, lo que permitió cuantificar de manera más precisa el valor agregado generado por el sector construcción.

Por su parte, el Instituto Nacional de Estadística (INE) también puso a disposición información estadística relevante para la actualización del año de referencia de las cuentas nacionales, tal es el caso de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares (ENIGFAM) 2009-2010, la Encuesta Nacional de Condiciones de Vida (ENCOVI) 2011 y 2014, la Encuesta Nacional de Empleo e Ingresos (ENEI) a partir de 2013, la Encuesta Nacional Agropecuaria (ENA) para 2011 y 2013 a 2015. Lo anterior se complementó con la incorporación de información adicional proveniente de registros administrativos, del Estado y sus instituciones, del sistema financiero, de gremiales y asociaciones de productores, entre otros.

En cuanto a las investigaciones complementarias y estudios especiales realizados por el Banco de Guatemala, sobresalen los siguientes:

a) Estudio sobre el origen de la materia prima y destino de las ventas.

Dirigido a empresas amparadas bajo el Decreto 29-89 del Congreso de la República de Guatemala (Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila), cuyo objetivo fue cuantificar el valor agregado generado por el servicio de manufactura sobre materias primas propiedad de terceros (maquila).

b) Estudio sobre canales, márgenes de comercio y fletes de carga.

Realizado a una muestra de agentes vendedores y compradores de bienes, con el objeto de determinar los principales canales de comercialización (coeficientes de ventas y de compras), los coeficientes de márgenes por parte de los comerciantes mayoristas y minoristas, así como la modalidad de fletes y coeficientes de fletes sobre ventas y compras.

c) Visitas técnicas sobre procesos de producción.

Con el objetivo de actualizar los rendimientos por área cosechada de ciertas actividades de la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, así como de conocer los cambios en sus estructuras productivas, se realizaron visitas técnicas e investigaciones que involucraron la participación de empresas y pequeños productores alrededor del país. Se focalizaron los esfuerzos en los departamentos con mayor incidencia en la producción de cada uno de los cultivos, cría y reproducción animal, explotación de recursos biológicos, granos básicos, crianza de cerdos y acuicultura. Cabe resaltar que en estas actividades se contó con el apoyo y asistencia de las gremiales, asociaciones de productores e instituciones públicas, principalmente en los cultivos de hortalizas, banano, palma africana, café y cardamomo.

d) Estudios diversos sobre estructuras productivas.

Para la actividad de la construcción, se realizó un trabajo de investigación que permitió actualizar las estructuras de costos, tanto para la construcción de edificaciones según sus diferentes tipologías³⁰, como para la construcción de obras de infraestructura, homologando los distintos bienes y servicios con la NPG. En cuanto a las industrias manufactureras, se realizaron estudios de campo sobre la producción de tortillerías, panaderías, rastros municipales,

³⁰ Se define tipología como la categorización de las obras en construcción en diferentes subgrupos cuyos elementos poseen características similares. Por ejemplo, el grupo de las viviendas unifamiliares se dividen en cuatro subgrupos (tipologías): viviendas de estrato bajo, de estrato medio bajo, de estrato medio alto y de estrato alto.

industrias de elaboración de productos cárnicos, de extracción y refinación de aceite, de preparación y conservación de pescado y crustáceos, de elaboración de prendas de vestir, de fabricación de cemento, entre otras.

5. Innovaciones y mejoras realizadas al sistema de cuentas nacionales de Guatemala

Para la adopción de los nuevos estándares metodológicos y clasificaciones internacionales, se contó con la asistencia técnica de diez expertos internacionales en diferentes materias y con el acompañamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Cabe resaltar, que el SCN 2008 se integra y armoniza con los Manuales de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional en su sexta edición (MBP6), de Estadísticas Monetarias y Financieras, de Finanzas Públicas y de Cuentas Nacionales Trimestrales, todos elaborados por el FMI. Así también, se complementa con otras guías metodológicas para la compilación de la Matriz Insumo Producto (MIP) y para la medición del sector informal.

En ese sentido, dentro de las principales innovaciones del nuevo marco central del Sistema de Cuentas Nacionales de Guatemala con año de referencia 2013, en adición a la adopción de los estándares metodológicos y clasificaciones internacionales más recientes, destacan el Cuadro de Oferta y Utilización (COU) que se publicará con una apertura de 105 actividades económicas y 152 productos (en sustitución de 30 actividades económicas y 65 productos del año de referencia 2001); la MIP; la medición directa del valor agregado del sector informal; la Matriz de Empleo e Ingresos por actividad económica y categoría ocupacional; la armonización completa de las cuentas nacionales con la Balanza de Pagos; así como la elaboración de 38 matrices de transacciones no financieras y de 270 matrices de instrumentos financieros de flujos y stocks, lo que permitirá a Guatemala ser uno de los cinco países de la región latinoamericana (además de México, Chile, Brasil y Ecuador), y único en Centroamérica, en lograr la compilación de la secuencia de Cuentas Económicas Integradas (CEI) hasta las cuentas de balance.

6. Consideraciones finales

La actualización del Sistema de Cuentas Nacionales de Guatemala incorpora los estándares internacionales más recientes y sitúa al país a la vanguardia en la región latinoamericana, con uno de los años de referencia más recientes. La adopción de nuevos clasificadores de actividades económicas y de productos permite disponer de una clasificación más detallada y facilita la comparabilidad internacional. El sistema será más preciso y con una cobertura más amplia, lo que contribuirá a una mejor toma de decisiones por parte de los agentes económicos.

La sociedad en general, tendrá a su disposición nuevos productos estadísticos para efectos de análisis económico, como la MIP con la cual se podrán evaluar las relaciones económicas que llevan a cabo los diversos sectores y agentes que intervienen en todas las fases del proceso productivo. Por medio de la Matriz de Empleo e Ingresos los agentes económicos podrán realizar análisis de productividad, al relacionar los puestos de trabajo con las actividades económicas. Se conocerá el aporte a la economía nacional del valor agregado del sector informal en cada una de las actividades económicas. Todo lo anterior, contribuirá a mejores decisiones de producción, de ahorro, de inversión y de consumo por parte de los agentes económicos.

La oficialización de los resultados del proceso de implementación del SCN 2008 con año de referencia 2013, se tiene prevista en el transcurso del segundo semestre de 2019, de acuerdo con lo instruido por la Junta Monetaria mediante resolución JM-67-2018, del 5 de septiembre de 2018.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Brasil (2019). “Reporte de Inflación”. Junio.
- Banco Central de Colombia (2019). “Informe de Política Monetaria”. Mayo.
- Banco Central de la República Argentina (2019). “Informe de Política Monetaria”. Abril.
- Banco Central de Reserva del Perú (2019). “Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020”. Marzo.
- Banco Central Europeo (2019). “Monetary policy decisions”. Comunicado de prensa. Junio.
- Banco de Inglaterra (2019). “Inflation Report”. Mayo.
- Banco de México (2019). “Informe trimestral enero-marzo 2019”. Mayo.
- Banco de Japón (2019). “Outlook for Economic Activity and Prices”. Abril.
- Banco Mundial (2019). “Commodity Markets Outlook”. Abril.
- Banco de Rusia (2019). “Monetary Policy Report”. Abril.
- Banco Mundial (2019). “Global Economic Prospects: Heightened Tensions, Subdued Investment”. Junio.
- Cavallo, Alberto; Gopinath, Gita; Neiman, Brent y Tang, Jenny (2019). “Tariff Passthrough at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy”. Mayo.
- Erlandsen, Solveig K. y Ulvedal, Pal B. (2017). “Are inflation expectations anchored in Norway?”. Norges Bank. Staff memo No. 12/2017. Diciembre.
- European Central Bank (2019). “Assessing the risks to the euro area financial sector from a no-deal Brexit, update following the extension of the UK’s membership of the EU”. Financial Stability Review. Mayo.
- European Systemic Risk Board (2019). “A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2018. Measures to mitigate risks associated with a no-deal Brexit”. Abril.
- Eurostat (2019). “GDP main aggregates and employment estimates for first quarter 2019”. Comunicado de prensa.
- Fitch Ratings (2019). “Global Economic Outlook: Tariff war getting serious”. Junio.
- Fondo Monetario Internacional (2019). IMF Blog. “The Impact of US-China Trade Tensions”. Mayo.
- Fondo Monetario Internacional (2019). “Growth Slowdown, Precarious Recovery”. World Economic Outlook. Abril.
- Fondo Monetario Internacional (2019). “Still Sluggish Global Growth”. World Economic Outlook Update. Julio.
- IHS Markit (2019). “Global Crude Oil Markets Short-Term Outlook”. Mayo.

International Energy Agency (2019). "Oil Market Report". mayo.

Oficina de Análisis Económico (2019). "Gross Domestic Product, First Quarter 2019 (Third Estimate); Corporate Profits, First Quarter 2019 (Revised Estimate)". Comunicado de prensa. Junio.

Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón (2019). "Quarterly Estimates of GDP: January – March 2019 (The Second Preliminary)". Junio.

Oficina de Presupuesto del Congreso (2019). "Updated Budget Projections: 2019 to 2029". Mayo.

Oficina de Presupuesto del Congreso (2019). "An analysis of the President's 2020 Budget". Mayo.

Oficina Nacional de Estadísticas (2019). "GDP quarterly national accounts, UK: January to March 2019". Boletín estadístico.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2019). "OECD Economic Outlook". Mayo.

Reserva Federal (2019). "Monetary Policy Report". Febrero.

Reserva Federal (2019). "Federal Reserve issues FOMC statement". Comunicado de prensa. Junio.

Reserva Federal (2019). "Economic Projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy". Junio.