

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2018



**BANCO DE GUATEMALA**





# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....</b>	<b>1</b>
<b>DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA .....</b>	<b>2</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>3</b>
<b>I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL .....</b>	<b>8</b>
<b>A. COYUNTURA RECIENTE .....</b>	<b>8</b>
1. Panorama general .....	8
2. Desempeño de las economías avanzadas.....	12
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.....	16
4. Mercados financieros internacionales .....	22
5. Precios internacionales de algunas materias primas .....	24
6. Inflación y política monetaria .....	28
<b>II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO .....</b>	<b>34</b>
<b>A. ACTIVIDAD ECONÓMICA.....</b>	<b>34</b>
<b>B. SECTOR EXTERNO .....</b>	<b>36</b>
<b>C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA.....</b>	<b>41</b>
1. Evolución reciente de la inflación .....	41
2. Proyecciones y expectativas de inflación .....	46
3. Variables informativas de la política monetaria .....	47
<b>D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM) .....</b>	<b>55</b>
<b>E. FINANZAS PÚBLICAS .....</b>	<b>55</b>
1. Ingresos .....	56
2. Gastos .....	56
3. Resultado fiscal y financiamiento .....	57
<b>ANEXOS</b>	
<b>ANEXO 1</b>	
<b>IMPORTANCIA DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA.....</b>	<b>61</b>

---

<sup>1</sup> El Informe fue elaborado con información disponible al 19 de octubre de 2018.

ANEXO 2

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN GUATEMALA EN EL PERIODO

2014-2018 .....67

ANEXO 3

INFRAESTRUCTURA: FACTOR CLAVE PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO.....71

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....77

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2018

## 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.

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

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.



## RESUMEN EJECUTIVO

**Entorno externo.** Al tercer trimestre del año, la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo dinámico, impulsada por el aumento de la inversión y del consumo privado, así como por el incremento del volumen de comercio internacional; aunque con una menor sincronización entre países y regiones, en un contexto en el que los riesgos a la baja y la incertidumbre se intensificaron. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial crecería 3.7% tanto en 2018 como en 2019, igual al crecimiento registrado en 2017.

En las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento económico son positivas para 2018 (2.4%) y para 2019 (2.1%), aunque con cierta moderación en la Zona del Euro, Reino Unido y Japón. Estados Unidos de América siguió mostrando un sólido desempeño económico y se prevé que crezca 2.9% en 2018 y 2.4% en 2019, resultado de mayores niveles de confianza de los empresarios y consumidores, derivados del efecto expansivo de los recortes de impuestos a las empresas y a las personas y de la fortaleza del mercado laboral, así como, de un entorno en el que las condiciones monetarias siguen siendo acomodaticias, en congruencia con el proceso gradual de normalización de la política monetaria estadounidense. No obstante, persisten algunos riesgos a la baja, particularmente, las medidas proteccionistas en el ámbito del comercio internacional y la intensificación de las tensiones geopolíticas. Adicionalmente, es importante destacar que mayores presiones inflacionarias respecto de las previstas podrían propiciar una normalización más acelerada de la política monetaria y, por ende, afectar las expectativas actuales respecto del crecimiento económico de ese país.

En la Zona del Euro, el crecimiento de la actividad económica continúa siendo positivo, aunque evidencia una moderación en la previsión de crecimiento económico para 2018 (2.1%) y para 2019 (1.8%), en un entorno en el que privan riesgos que podrían afectar de

manera relevante el desempeño económico, en particular, la incertidumbre política y las negociaciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*).

Por su parte, para las economías de mercados emergentes y en desarrollo se estima un crecimiento de 4.7% en 2018 y en 2019, como resultado del incremento de la inversión y de mayores precios de las materias primas, aunque las tensiones comerciales y geopolíticas, aunado a la incertidumbre política y otros factores internos, se reflejarían en un comportamiento más heterogéneo de este conjunto de economías. Destaca el crecimiento económico esperado tanto en la República Popular China (6.6% en 2018 y 6.3% en 2019) como en India (7.3% en 2018 y 7.5% en 2019); asimismo, la consolidación de la recuperación en Brasil y en Rusia. No obstante, al igual que para las economías avanzadas, los riesgos para este grupo de economías siguen estando sesgados a la baja, derivado, principalmente, de la expectativa de condiciones financieras menos favorables y del potencial efecto negativo de un aumento de las medidas proteccionistas a nivel mundial.

Para el conjunto de países de Centroamérica, el PIB registraría un crecimiento de 2.3% en 2018 y 2.8% en 2019, resultado de un entorno externo favorable, asociado al aumento en el flujo de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), y al dinamismo de la economía mundial, en especial de Estados Unidos de América<sup>2</sup>, principal socio comercial de la región; lo cual contribuiría a compensar el fuerte impacto económico que sobre la demanda interna ha tenido el conflicto sociopolítico en Nicaragua.

Los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento mixto, con resultados

---

<sup>2</sup> Se prevé que la economía mundial se mantendría creciendo a 3.7% y la de Estados Unidos de América se desaceleraría en 2019.

positivos para los índices accionarios estadounidenses, pero a la baja para los de la Zona del Euro y las economías de mercados emergentes. La mayor aversión al riesgo, asociada a la normalización de la política monetaria estadounidense y al aumento de las tensiones comerciales y geopolíticas, ha generado un incremento considerable en la volatilidad en los mercados accionarios de las economías de mercados emergentes, en particular, en aquellas con fundamentos macroeconómicos débiles, las cuales han registrado pérdidas en sus índices bursátiles, depreciaciones cambiarias e importantes salidas de capital (principalmente en Turquía y Argentina).

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

A nivel internacional, la inflación ha tendido a incrementarse casi de forma generalizada, debido, en buena medida, a la evolución del precio de los energéticos. En las economías avanzadas, el aumento en la inflación refleja los mayores precios de la energía y, en menor medida, la solidez de la demanda interna; en tanto que, en las economías de mercados

emergentes y en desarrollo, las depreciaciones cambiarias en algunas de estas economías también han sido una fuente de presiones inflacionarias. En el caso particular de los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario ha aumentado en los meses recientes, aunque aún continúa, en la mayoría de estos países, dentro de sus correspondientes metas. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantiene en torno a las metas de inflación establecidas en cada uno de los países de la región, aunque se han empezado a evidenciar presiones al alza en los precios de los alimentos, en adición al incremento que se ha observado en el precio de los combustibles.

**Entorno interno.** El producto interno bruto durante el segundo trimestre de 2018, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.3%, superior a la observada en el trimestre previo (2.0%) y a la registrada en el mismo trimestre del año anterior (2.2%). La evolución del PIB del segundo trimestre del año, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas (con excepción de explotación de minas y canteras); en tanto que el PIB medido por el destino del gasto, registró una tasa de crecimiento del consumo privado de 5.9% (mayor a la del trimestre previo, 3.0%), lo cual continúa reflejando el incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, el incremento en las remesas familiares y el inicio de la recuperación del crédito al consumo, ello a pesar de que el incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados estaría limitando el crecimiento del ingreso real disponible. En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica, a agosto del presente año, este registró una variación interanual de 3.2% (tanto en el índice primario como en la tendencia-ciclo). Lo anterior permite fundamentar que para 2018 se prevea un crecimiento del PIB anual entre 2.8% y 3.2%.

En cuanto al comercio exterior a agosto, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró una

disminución de 2.4%, respecto de similar periodo de 2017, explicada por la disminución en el volumen exportado (10.6%), compensado, en parte, por el aumento en el precio medio de exportación (9.1%), incremento que ocurrió a pesar de que los precios del azúcar, café y caucho natural, entre otros, registraron disminuciones. Entre los principales productos de exportación que registraron disminuciones en volumen destacan: azúcar; plomo; piedras y metales preciosos y semipreciosos; café y caucho natural (hule); no obstante, un grupo importante de productos registró incrementos significativos. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 9.1%, reflejo de un incremento en el precio medio de importación (7.7%) y en el volumen importado (1.3%); comportamiento asociado, principalmente, al alza registrada en el precio internacional del petróleo, que propició una menor demanda de combustibles, por el incremento que registraron los precios de estos productos. Dicho aumento en el precio del crudo generó un alza de US\$404.1 millones en el pago de la factura petrolera (US\$503.4 millones en 2017), a diferencia de lo registrado en 2015 y 2016, años en que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones de ese rubro.

Al 30 de septiembre de 2018, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$6,823.8 millones, superior en US\$726.5 millones (11.9%) respecto al monto observado en igual periodo del año previo; esto representa una desaceleración respecto del año anterior, que, como se anticipó, refleja la reducción gradual de los envíos extraordinarios (constituidos principalmente por ahorros); no obstante, el flujo de remesas familiares, en términos nominales (en dólares estadounidenses), continúa siendo importante, dado que el desempleo hispano en Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de septiembre de 2018, registró un monto de US\$12,309.2 millones, mayor en US\$539.7 millones al de diciembre de 2017, resultado, fundamentalmente, de

las compras netas efectuadas mediante la activación de la regla de participación en el mercado cambiario y del mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales<sup>3</sup>, lo que compensó, por una parte, los pagos por deuda externa del sector público y, por la otra, la amortización de los vencimientos de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América. El referido nivel de RIN equivale a 7.4 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de septiembre, una depreciación interanual de 4.87%, resultado asociado a la reversión del comportamiento de sus fundamentos, que hasta agosto de 2017, habían propiciado una tendencia a la apreciación<sup>4</sup>. En efecto, en lo que va del presente año, se ha registrado una desaceleración en el ritmo de crecimiento de las remesas familiares y un aumento en el ritmo de crecimiento del valor de las importaciones, a lo que se adicionó una reducción en el valor de las exportaciones. 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. La participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, mediante la regla de participación generó compras netas de divisas por US\$504.4 millones; en tanto que, por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, un monto de US\$433.9 millones, lo que sitúa la participación del Banco Central, en términos netos, en US\$938.3 millones. Por otra parte, el saldo de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América se situó en US\$87.5 millones, menor en US\$107.5 millones al saldo observado a finales de 2017.

<sup>3</sup> Dicho mecanismo, previsto en la política cambiaria vigente, se implementó entre enero y mayo, con el propósito de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario. Posteriormente, luego de analizar las condiciones del mercado cambiario, la Junta Monetaria dispuso habilitar nuevamente el mecanismo entre agosto y octubre del presente año, para completar el monto original de US\$500.0 millones.

<sup>4</sup> Entre septiembre de 2014 y la primera quincena de agosto de 2017, se observó un incremento extraordinario en la remesas familiares, lo que, combinado con una reducción en la demanda de divisas para importaciones, propició la referida apreciación del tipo de cambio nominal.

El ritmo inflacionario a septiembre se ubicó en 4.55%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria de la inflación responde a condiciones tanto de demanda como de oferta y estuvo explicada, principalmente, por el alza de los precios de los bienes de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, de transporte y, en menor medida, de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, dado que el resto de divisiones de gasto no registraron incrementos significativos. Cabe destacar que la evolución de precios de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, reflejó, entre enero y julio del presente año, la reversión de los choques de oferta que afectaron su trayectoria el año anterior, particularmente, en los rubros de hortalizas, verduras y tubérculos y de frutas; sin embargo, en agosto mostró un ligero repunte, atribuido al alza en el precio del rubro de pan y cereales, por condiciones climáticas adversas que afectaron la producción de maíz y, en septiembre, como consecuencia, principalmente, del incremento en el precio de algunos productos del rubro de hortalizas, verduras y tubérculos. Adicionalmente a los choques de oferta a los que ha estado expuesta la inflación, esta ha respondido a las condiciones de la demanda agregada, particularmente las del consumo privado, asociadas al comportamiento de los salarios, de las remesas familiares y del crédito bancario al consumo, cuyo crecimiento ha sido moderado, dada la posición cíclica de la economía. Lo anterior, ha permitido mantener una política monetaria acomodaticia, sin comprometer la meta de inflación, en un contexto en el que las expectativas de inflación han permanecido ancladas.

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

demanda de créditos, la cual empieza a recuperarse gradualmente.

Los principales agregados monetarios y de crédito, al 30 de septiembre, evidenciaron un comportamiento congruente con lo esperado. El crecimiento interanual de la emisión monetaria se ha moderado, ubicándose en 9.1% (12.3% a finales del año anterior), comportamiento consistente con su estacionalidad y con el menor dinamismo que han registrado los flujos de remesas familiares; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 8.8%, en términos interanuales. El crédito bancario al sector privado mostró un mejor desempeño (aumento de 6.0% en términos interanuales) respecto al observado a finales del año anterior (3.8%), resultado del aumento del crédito al sector empresarial mayor y de la moderada recuperación del crédito destinado al consumo.

En lo relativo a las finanzas públicas, destaca que el Proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2018 no fue aprobado, por lo que, como lo establece la ley, en el presente año rige el presupuesto del ejercicio fiscal anterior. Según estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal a finales de año se ubicaría en 1.5% del PIB, mayor al del año anterior (1.3% del PIB). Según cifras al 30 de septiembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.4%; mientras que los gastos fueron superiores en 8.4%, respecto de similar periodo del año anterior, previéndose que su dinámica se mantenga en el último trimestre, derivado de los gastos que se destinaron para atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de Fuego y para la recuperación de la red vial del país. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q80,706.2 millones, mayor en Q7,970.3 millones respecto al 31 de diciembre de 2017 (Q72,735.9 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,272.9 millones, mayor en US\$91.4 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). A septiembre, el Ministerio de Finanzas

Públicas había realizado colocaciones de bonos del tesoro equivalentes al 68.9% del monto programado para el ejercicio fiscal 2018 (Q13,749.1 millones).

**En síntesis**, en el entorno externo, la actividad económica mundial mantiene un desempeño positivo, pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos a la baja. Las condiciones financieras internacionales aunque, en general, siguen siendo benignas, presentan diferencias significativas entre las economías avanzadas, en donde la volatilidad ha tendido a moderarse relativamente, y las economías de mercados emergentes, que enfrentan un repunte de las tensiones financieras. Los precios internacionales de las materias primas que pueden afectar la inflación en Guatemala mostraron incrementos respecto del año anterior, en tanto que los pronósticos de precios medios para 2018 prevén que estos registrarían incrementos moderados, por lo que aún se mantendrían en niveles relativamente bajos.

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

En el contexto descrito, y para mantener una mezcla apropiada de políticas macroeconómicas, la

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

# I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

## A. COYUNTURA RECIENTE

### 1. Panorama general

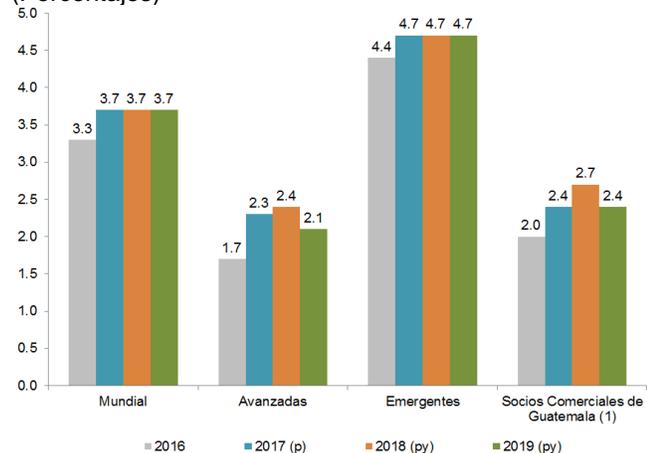
Al tercer trimestre de 2018, la actividad económica a nivel mundial continuó expandiéndose, impulsada, entre otros factores, por el incremento del volumen del comercio internacional, el aumento en la inversión privada y la recuperación de la producción manufacturera, en un ambiente en el que las condiciones macroeconómicas siguen siendo favorables, ante los elevados niveles de confianza, la mejora en los precios de las materias primas, las condiciones financieras internacionales aún benignas y el apoyo de las políticas económicas. Este panorama ha permitido que las perspectivas de crecimiento económico mundial para el presente año y para el próximo, continúen siendo positivas.

No obstante, en algunas economías, tanto avanzadas como emergentes, ha comenzado a evidenciarse una moderación en las tasas de crecimiento, además de que aún prevalecen niveles elevados de incertidumbre y riesgos a la baja, especialmente los derivados del ámbito político y geopolítico, algunos de los cuales se intensificaron recientemente. En Estados Unidos de América destaca, por una parte, la materialización de medidas comerciales proteccionistas, las cuales ya han generado reacciones por parte de otros países (particularmente la República Popular China) y, por la otra, la probabilidad de que el ritmo de normalización de su política monetaria sea más rápido de lo esperado, debido a que la actividad económica continúa creciendo por encima de su nivel potencial; ambos factores han generado volatilidad en los mercados financieros internacionales. En la Zona del Euro, continúa la incertidumbre asociada a las negociaciones en el marco del *Brexit*, al aumento del proteccionismo comercial y a la vulnerabilidad de algunos países de la región. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, prevalecen las tensiones políticas en algunos países, los efectos

negativos que se derivarían de un aumento del proteccionismo, la vulnerabilidad del sistema financiero chino y la mayor exposición ante el endurecimiento de las condiciones financieras, lo cual ya comenzó a evidenciarse en algunas de estas economías, particularmente en las de fundamentos macroeconómicos menos sólidos. En cuanto a los factores geopolíticos, sobresale la posible intensificación de las tensiones existentes (principalmente Rusia, Corea del Norte y Siria).

**Gráfica 2**

Crecimiento Económico Anual (Porcentajes)



(p) Preliminar.

(py) Proyectado.

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

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

Ante este panorama, se prevé que la economía mundial crezca 3.7% tanto en 2018 como en 2019, igual a la tasa registrada en 2017, resultado del desempeño positivo esperado tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo; no obstante, el crecimiento entre las distintas economías sería menos sincronizado que lo observado el año previo y de lo esperado a inicios del año. Las economías avanzadas crecerían por encima de su nivel

potencial, 2.4% en 2018 y 2.1% en 2019 (2.3% en 2017), ante el aumento de la demanda interna, el fortalecimiento de los mercados laborales y condiciones financieras que aún se consideran favorables, en un ambiente en el que las políticas monetarias y fiscales continúan apoyando el crecimiento económico.

En Estados Unidos de América, el crecimiento sigue apoyado por la mayor demanda interna, ante el aumento de la inversión y del consumo, los cuales registrarían un impulso adicional, resultado de los recortes de impuestos contemplados en la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, en un entorno caracterizado por condiciones monetarias acomodaticias, el fortalecimiento patrimonial de los hogares y la mejora sustancial del mercado laboral; no obstante, aún prevalece la incertidumbre en el ámbito político, la cual podría afectar la confianza y el desempeño de la actividad económica. Las proyecciones anticipan que la economía estadounidense crecería 2.9% en 2018 y 2.4% en 2019.

En la Zona del Euro, la recuperación económica continúa, pero el ritmo de la expansión se ha moderado en algunos países, en parte como consecuencia del menor impulso de la demanda externa. En general, el crecimiento continúa siendo apoyado por la demanda interna, la que se ha beneficiado de los elevados niveles de confianza de los consumidores y las mejoras en el mercado laboral; sin embargo, la confianza empresarial ha sido afectada por la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales, además de que el proceso de negociación del *Brexit*, sigue siendo un riesgo relevante. El crecimiento previsto para la región es de 2.1% para 2018 y de 1.8% para 2019.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.7% en 2018 y en 2019 (4.7% en 2017), reflejo del impulso proveniente de algunas economías avanzadas (particularmente de Estados Unidos de América), el aumento en los precios de las materias primas y el incremento sostenido de la inversión (especialmente en Asia Emergente y en

algunos países de América Latina); sin embargo, el ritmo de crecimiento entre regiones y países continúa siendo heterogéneo, al tiempo que ha perdido impulso, en un contexto de mayores tensiones financieras y comerciales, que han tenido un impacto negativo particularmente en aquellas economías con desbalances macroeconómicos más pronunciados (Argentina y Turquía, principalmente). Entre este grupo de economías destaca el dinamismo en el crecimiento económico esperado tanto en India como en la República Popular China, la consolidación gradual de la recuperación de Rusia y de Brasil; así como, un desempeño mejor de lo esperado en algunos países de América Latina.

Los mercados financieros internacionales presentaron una dinámica caracterizada por episodios de elevada volatilidad, reflejando el aumento de la aversión global al riesgo, ante la preocupación de que el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense pudiera ser más rápido de lo anticipado y la intensificación de las tensiones comerciales y, en menor medida, geopolíticas. No obstante, el incremento en los niveles de volatilidad ha tendido a revertirse en las economías avanzadas, mientras que ha sido más pronunciado y persistente en las economías de mercados emergentes, por lo que las condiciones financieras para este último grupo de economías se han tornado menos favorables, en especial para aquellas con fundamentos macroeconómicos débiles y alta incertidumbre política.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden afectar la inflación de Guatemala continúan registrando niveles superiores a los observados a finales del año anterior. El aumento en el precio del petróleo refleja las condiciones del mercado internacional que, por el lado de la demanda mundial, reflejan un incremento acorde a la mejora en las perspectivas económicas mundiales; mientras que por el lado de la oferta, el cumplimiento pleno del acuerdo de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros importantes

productores, la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y, el incremento sostenido en la producción de Estados Unidos de América que ha limitado un crecimiento más acelerado de los precios del crudo. Por su parte, el incremento en el precio internacional del maíz amarillo y del trigo se explica, fundamentalmente, por condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores y, en menor medida, por algunas restricciones de oferta en algunos países por otros factores.

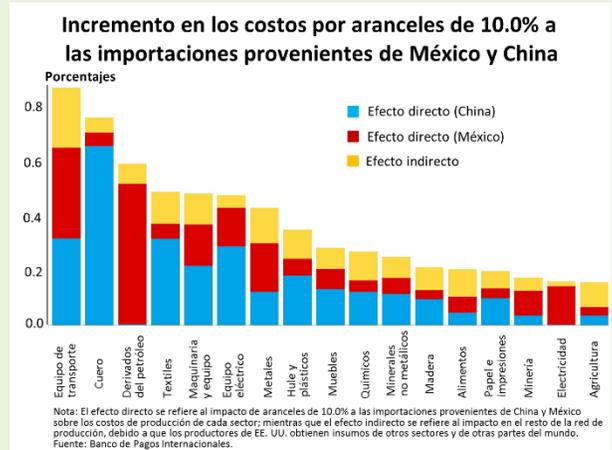
En cuanto a la inflación internacional, esta se ha incrementado, debido a precios más altos de algunas materias primas, en particular del petróleo y sus derivados. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles superiores a los del año previo y por encima de las metas de sus respectivos bancos centrales en casi todos los países. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha tendido a incrementarse recientemente, aunque aún se mantiene relativamente moderada. En los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se desaceleró y, con excepción de México, permanece en meta. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se aceleró moderadamente, por las presiones provenientes del aumento en los precios de los combustibles.

## RECUADRO 1 ESTRUCTURAS DE MERCADO GLOBALES Y EL ELEVADO COSTO DEL PROTECCIONISMO

El autor plantea que la apertura económica tiene implicaciones sobre las estructuras de mercado, generando amplios beneficios económicos. Por una parte, la globalización ha contribuido a que la inflación permanezca en niveles bajos en los años recientes, debido, en buena medida, a que la ausencia de barreras al comercio y a la inversión incentiva la competencia internacional, lo cual reduce el poder de mercado de las empresas locales y contribuye a que los precios reflejen de mejor manera la disponibilidad de recursos en la economía; asimismo, la apertura comercial ha permitido crear cadenas globales de valor que también han ayudado a contener las presiones sobre los costos de producción de las empresas multinacionales, especialmente de las dedicadas a manufacturas especializadas, como los automóviles.

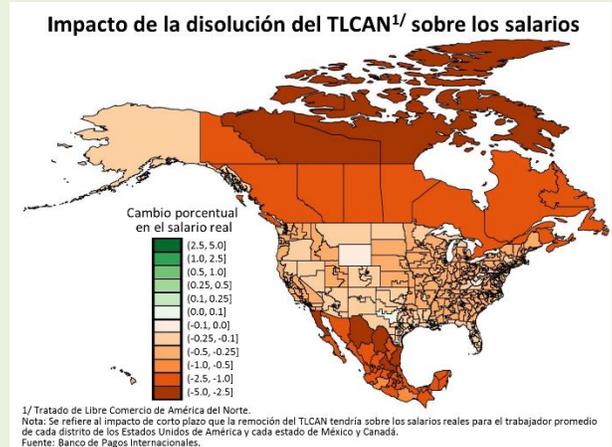
Por otra parte, la globalización ha permitido que se establezcan vínculos financieros complejos que han ampliado el acceso al financiamiento internacional para distintas contrapartes, incluyendo a las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Lo anterior, debido a que las cadenas globales de valor descansan sobre un entramado de posiciones financieras entre distintos países, además de que requieren de préstamos internacionales para financiar sus actividades. Asimismo, las actividades de producción y comercio internacional están sujetas a un elevado riesgo de mercado, debido al predominio del dólar estadounidense en las operaciones de este tipo, lo cual ha motivado una mayor utilización de productos que proporcionan cobertura cambiaria, como los derivados financieros.

Sin embargo, recientemente se ha evidenciado una tendencia hacia la implementación de medidas proteccionistas en algunas economías, lo cual pone en riesgo dichos beneficios afectando tanto al sector real como al sector financiero. Según Carstens (2018), la implementación de dichas medidas afectaría al sector real, al menos por tres vías: en primer lugar, la incertidumbre asociada a la implementación de estas medidas complicaría los planes de inversión o de producción de las empresas, lo que consecuentemente afectaría el desempeño de la actividad económica. En segundo lugar, el retorno a la producción local reduciría la competencia internacional, lo cual podría afectar la disciplina de mercado que contribuyó a reducir la inflación en los años recientes. Además, las cadenas globales de valor se verían afectadas ante la incapacidad de sustituir los insumos importados por insumos locales de manera repentina, por lo que los mayores aranceles también afectarían la evolución de los precios por esta vía (ver gráfica). En las economías avanzadas, el incremento de los aranceles podría acelerar el aumento del nivel general de precios, lo cual provocaría incrementos rápidos en las tasas de interés a nivel internacional y restringiría el financiamiento dirigido a las economías de mercados emergentes, lo que afectaría el empleo y la inversión.



En tercer lugar, la incertidumbre en torno a la implementación de las medidas proteccionistas puede generar depreciaciones cambiarias en las economías afectadas, lo que encarecería las importaciones y restringiría aún más la disponibilidad de financiamiento externo. Adicionalmente, podrían desencadenarse efectos de retroalimentación entre los sectores real y financiero que profundizarían las pérdidas, como se evidenció durante la crisis financiera internacional de 2008-2009.

En consecuencia, el proteccionismo afectaría los beneficios obtenidos durante varias décadas. Aunque es cierto que los beneficios de la globalización se han distribuido de manera dispar, afectando a los trabajadores locales y su capacidad de negociar los salarios, a criterio del autor, el proteccionismo no contribuirá a reducir dichas desigualdades, como ejemplifica el diagrama que muestra el efecto que tendría la disolución del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) sobre los salarios de los países involucrados. Por tanto, dichas dificultades deberían de abordarse por medio de la implementación de políticas internas que contribuyan a que los habitantes de cada país se adapten de mejor manera al entorno cambiante, lo cual requiere de mayores gastos en educación, capacitación laboral e infraestructura, entre otros.



Fuente: Carstens, Agustin (2018). "Global market structures and the high price of protectionism". Banco de Pagos Internacionales. Agosto.

## 2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico en el segundo trimestre de 2018 fue de 4.2%<sup>5</sup>, superior al registrado en el trimestre previo (2.2%). Este mayor ritmo de crecimiento es atribuido, en buena medida, a la aceleración del consumo de los hogares, al aumento de las exportaciones netas<sup>6</sup> y al crecimiento de la inversión empresarial, especialmente en estructuras destinadas a la explotación de petróleo y gas natural, asociado al incremento de los precios internacionales de estas materias primas. Adicionalmente, los resultados al segundo trimestre evidencian una contribución positiva del gasto de consumo del gobierno federal, particularmente el relacionado con la defensa nacional, como consecuencia de las modificaciones a los límites de gasto público aprobados en el primer trimestre del año. En este contexto, la actividad económica mantiene un sólido desempeño, respaldado por los elevados niveles de confianza (reforzados por las mejores perspectivas con respecto al empleo y los ingresos), el fortalecimiento patrimonial de los hogares (como resultado de las ganancias acumuladas en el mercado de valores y el

incremento de los precios de las viviendas) la mejora continua del mercado laboral (que se refleja en la persistente baja tasa de desempleo, la cual fue de 3.7% en septiembre<sup>7</sup>, y en la reciente aceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios).

La Reserva Federal continuó avanzado con el proceso gradual de normalización de su política monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió en septiembre incrementar la tasa de interés de fondos federales por tercera ocasión en lo que va del año<sup>8</sup>, ubicándola en un rango entre 2.00% y 2.25%, conforme lo había anticipado el mercado; además, continúa con la reducción de su hoja de balance. Cabe destacar que las expectativas de mercado sugieren, con una alta probabilidad, que dicha tasa de interés podría registrar otro incremento adicional en lo que resta de 2018.

En un horizonte de mediano plazo, el mercado espera que siga prevaleciendo el enfoque gradual y predecible en el proceso de normalización de la política monetaria<sup>9</sup>. No obstante, el aumento de las expectativas de inflación, asociado a los potenciales efectos de la política fiscal expansiva, los cambios en la política comercial y la intensificación de las tensiones relacionadas con la misma, podrían afectar la evolución de los precios y el ritmo de la expansión económica, condicionando el ritmo de normalización; aunque, por el momento, la Reserva Federal prevé que la inflación evolucione alrededor de su objetivo de mediano plazo de 2.0%.

<sup>5</sup> Corresponde a la tasa de variación trimestral anualizada.  
<sup>6</sup> La contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento del trimestre estuvo, en parte, influenciada por el efecto temporal de la expectativa de que Estados Unidos de América continúe imponiendo restricciones arancelarias, lo cual provocaría represalias por parte de sus socios comerciales. Durante 2018, el gobierno estadounidense ha anunciado la implementación de diversas medidas arancelarias: i) en enero anunció la aplicación de contingentes arancelarios a las importaciones de paneles solares y lavadoras, por amenazas a la producción interna; ii) en febrero informó acerca de la imposición de aranceles de 25.0% a las importaciones de acero y de 10.0% a las importaciones de aluminio, por amenazas a la seguridad nacional; iii) en abril indicó que impondría aranceles de 25.0% a las importaciones de algunos productos provenientes de la República Popular China por un valor de US\$50.0 millardos (según cifras de 2017), porque en dicho país se mantienen prácticas y políticas que afectan la propiedad intelectual y que propician la transferencia de tecnología estadounidense, los cuales entraron en vigor en julio y agosto; iv) en septiembre anunció que impondría aranceles de 10.0% a las importaciones de otros productos provenientes de la República Popular China por un monto de US\$200.0 millardos, a partir del 24 de septiembre de 2018, porcentaje que se incrementaría a 25.0% a partir del 1 de enero de 2019. Adicionalmente, se iniciaron investigaciones para determinar si las importaciones de vehículos plantean una amenaza para la seguridad nacional. Ante la entrada en vigor de los mayores aranceles a las importaciones, algunas de las economías afectadas (incluyendo a la República Popular China, la Zona del Euro, Canadá y México) anunciaron represalias dirigidas a las exportaciones estadounidenses, por lo que se prevé que la implementación de los aranceles que todavía no se encuentran vigentes resultarían en mayores restricciones arancelarias y no arancelarias por parte de sus socios comerciales.

<sup>7</sup> La tasa de desempleo continúa por debajo de su nivel de largo plazo, que según las estimaciones de los miembros del FOMC a septiembre 2018, sería de entre 4.0% y 4.6%. Adicionalmente, otros indicadores confirman el sólido desempeño del mercado laboral: el ritmo de creación de nuevas plazas vacantes continúa creciendo, mientras que las empresas reportan que es más difícil llenar dichas vacantes; las nuevas solicitudes para optar a prestaciones por desempleo siguen reduciéndose; el número de personas que renuncian a su trabajo se encuentra en niveles altos, lo cual refleja la confianza de los trabajadores en las condiciones del mercado laboral; y los indicadores más amplios de desempleo, como el que incluye a los trabajadores a tiempo parcial por motivos económicos, se situaron en niveles inferiores a los observados previo a la recesión de 2007-2009.

<sup>8</sup> Los otros dos incrementos anteriores se realizaron en marzo y junio; en cada ocasión por 25 puntos básicos.

<sup>9</sup> El nombramiento de Jerome Powell como Presidente de la Reserva Federal, a partir del 3 de febrero de 2018, refleja, en buena medida, la continuidad del proceso de normalización de la política monetaria.

Por su parte, la política fiscal continuaría siendo expansiva, debido a la aprobación de la reforma tributaria, que entró en vigencia el 1 de enero del presente año, la ampliación de los límites de gasto público para los años fiscales 2018 y 2019 (por US\$143.0 millardos y US\$153.0 millardos, respectivamente) y la aprobación, en marzo de este año, del presupuesto para el actual año fiscal (por alrededor de US\$1.3 billones). En consecuencia, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) anticipa un déficit presupuestario de 3.9% del PIB en 2018 y de 4.6% en 2019 (3.5% en 2017)<sup>10</sup>. Cabe destacar que, además de las medidas antes indicadas, el congreso estadounidense suspendió el techo de la deuda en febrero del presente año, el cual deberá ser discutido nuevamente antes del 1 de marzo de 2019.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería 2.9% en 2018 y 2.4% en 2019, debido al incremento de la inversión y del consumo privado, que serían apoyados por un ambiente caracterizado por elevados niveles de confianza, condiciones financieras aún favorables, un impulso fiscal que comenzaría a moderarse en 2019 y un mercado laboral robusto; sin embargo, el paso del huracán *Florence* por algunos estados de la costa este de dicho país a mediados de septiembre podría haber tenido algún impacto temporal sobre la producción durante el tercer trimestre del año; además, la incertidumbre política y los riesgos a la baja continuarían presentes, especialmente por la posibilidad de que se produzca un aumento en las represalias comerciales por la política proteccionista implementada por el gobierno estadounidense.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 2.1% en el segundo trimestre de 2018, inferior al registrado en el

trimestre previo (2.4%)<sup>11</sup>. Dicha desaceleración se debió al menor impulso de la demanda externa, ante el efecto retardado de la apreciación del euro y el menor ritmo de crecimiento en otras economías avanzadas; y, en menor medida, por una moderación de la demanda interna, debido, entre otros factores, a un consumo privado más débil y al efecto de las tensiones comerciales con Estados Unidos de América sobre la confianza empresarial; no obstante, la expansión económica de la zona continúa siendo robusta, apoyada por la postura acomodaticia de la política monetaria y la política fiscal moderadamente expansiva en las principales economías de la región.

El panorama económico de la Zona del Euro se ha deteriorado levemente, debido a la moderación de la actividad económica durante el primer semestre del año y a que los indicadores de mayor frecuencia indican un menor ritmo de crecimiento de las exportaciones y de la producción de bienes de capital, particularmente en Alemania, lo cual limitaría el crecimiento de la inversión real. Adicionalmente, prevalece la incertidumbre relacionada con la materialización del *Brexit* y los riesgos asociados al posible aumento del proteccionismo comercial y la normalización de la política monetaria<sup>12</sup>, junto con otros riesgos de índole geopolítica. Sin embargo, se prevé que el consumo privado y la inversión sigan siendo respaldados por la mejora de las condiciones del mercado laboral, la mayor confianza del consumidor, el incremento en las ganancias empresariales y los aún bajos costos de financiamiento. En el escenario base, las proyecciones anticipan un crecimiento de la actividad económica de 2.1% en 2018 y de 1.8% en 2019.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del segundo trimestre de 2018 se situó en 1.2%, levemente superior al registrado en el trimestre previo (1.1%). El

<sup>10</sup> Aunque la incertidumbre alrededor del impacto del estímulo fiscal es elevada, el consenso de analistas coincide en que las medidas aprobadas impulsarían el crecimiento económico en el corto plazo, pero que, a su vez, implicaría un aumento significativo de los niveles de déficit fiscal y de deuda pública en los próximos años (esta última, en ausencia de medidas compensatorias, pasaría de 76.5% del PIB en 2017 a 96.2% del PIB en 2028, según la CBO).

<sup>11</sup> El crecimiento de la actividad económica se moderó particularmente en Francia, España e Italia.

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

desempeño de la actividad económica durante dicho trimestre obedeció al leve crecimiento del consumo privado, reflejo de la moderada mejora del ingreso real disponible, en tanto que la inversión mostró una contracción, influenciada por la incertidumbre alrededor de las negociaciones en materia comercial y financiera con la Unión Europea en el marco del *Brexit*. Por su parte, las exportaciones se desaceleraron, en particular las materias primas con destino a la República Popular China y los vehículos; sin embargo, la demanda por otro tipo de bienes continúa siendo robusta. En ese sentido, se espera que la economía mantenga un ritmo de crecimiento moderado, de 1.4% para 2018 y de 1.5% para 2019, respaldado por el impulso de la demanda externa, condiciones financieras acomodaticias, el proceso de consolidación fiscal más gradual y una ligera mejora en el crecimiento del ingreso real de los hogares, aunque las perspectivas para la inversión permanecen fuertemente influenciadas por la incertidumbre en torno al *Brexit*<sup>13</sup>, especialmente para las empresas medianas y grandes con presencia internacional.

En Japón, la actividad económica registró un crecimiento de 3.0% en el segundo trimestre de 2018,

<sup>13</sup> Las negociaciones iniciaron en junio de 2017, luego de que el Reino Unido invocara el artículo 50 del Tratado de Lisboa el 29 de marzo de ese mismo año, lo cual dio inicio al proceso formal para su salida de la Unión Europea, que según el referido artículo, debe hacerse en un plazo no mayor de dos años. El 8 de diciembre de 2017 concluyó la primera fase de negociaciones, la cual estuvo centrada en garantizar los derechos de los ciudadanos europeos que viven en el Reino Unido y de los británicos que viven en Europa, en evitar una frontera muy estricta entre Irlanda e Irlanda del Norte y en el compromiso del gobierno británico de pagar un importe de entre €40.0 billones y €60.0 billones por su salida de la Unión Europea; cuyos acuerdos fueron aprobados por el Consejo Europeo durante la Cumbre Europea celebrada el 14 y 15 de diciembre de 2017. El 19 de marzo de 2018 finalizó la segunda fase de negociaciones, en la cual se acordó el periodo de transición que seguirá a la fecha de salida formal prevista para el 29 de marzo de 2019, la cual se extenderá 21 meses (hasta el 31 de diciembre de 2020), evitando así una salida abrupta. Durante dicho periodo, el acuerdo de transición le permite al Reino Unido seguir formando parte del mercado común europeo y negociar acuerdos comerciales con terceros países, aunque estos no entrarían en vigor hasta que termine la transición, a cambio le exige aceptar la normativa europea, la jurisprudencia y autoridad del Tribunal de Justicia de la Unión Europea y la libre circulación y establecimiento de ciudadanos europeos en su territorio; le prohíbe tomar parte en las decisiones de la Unión Europea, dado que perderá su representación en las reuniones de ministros europeos, tanto de la Comisión Europea como del Parlamento Europeo; y le obliga a continuar contribuyendo al presupuesto europeo; cuyas disposiciones fueron respaldadas por el Consejo Europeo durante la Cumbre Europea celebrada el 22 y 23 de marzo de 2018. Lo anterior, sentó las bases para la siguiente fase de negociaciones, en la que se abordará la configuración de las futuras relaciones comerciales y otros aspectos pendientes por resolver, como el papel de la Corte Europea de Justicia luego de que se produzca la salida efectiva y la resolución definitiva sobre la frontera irlandesa.

después de haberse contraído en 0.9% en el trimestre previo. Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, el resultado refleja el repunte de la inversión empresarial y la recuperación del consumo privado, respaldado por el incremento en las ganancias empresariales y las mejoras en el empleo y los salarios, en un contexto en el que las condiciones financieras continúan siendo ampliamente acomodaticias<sup>14</sup>. En los próximos trimestres, aunque la expansión podría moderarse, debido a los eventos climáticos adversos observados en el tercer trimestre del año<sup>15</sup>, la actividad económica seguiría siendo impulsada por la evolución positiva de la inversión, especialmente la relacionada con la organización de los Juegos Olímpicos de 2020 y con la ampliación de la capacidad productiva del sector privado, la cual estaría respaldada por las sólidas ganancias corporativas, así como por las políticas de apoyo del gobierno, en particular el mantenimiento de una política monetaria ampliamente expansiva y las medidas de estímulo fiscal; sin embargo, existen riesgos relevantes asociados, principalmente, a la baja inflación, la inminente consolidación fiscal (incluyendo el aumento del impuesto al consumo a partir de 2019), la transición demográfica y a las tensiones comerciales. Derivado de lo anterior, se anticipan tasas de crecimiento económico modestas (1.2% para 2018 y para 2019).

<sup>14</sup> En la reunión de julio, el Banco de Japón decidió flexibilizar los criterios de algunos de sus instrumentos de política monetaria. En concreto, anunció que permitirá que el rendimiento de bonos soberanos a 10 años fluctúe levemente alrededor de 0%, conforme las condiciones de la actividad económica y la evolución de los precios. Asimismo, decidió que podrían incrementarse o disminuirse los montos de su programa de compra de activos, según las condiciones del mercado.

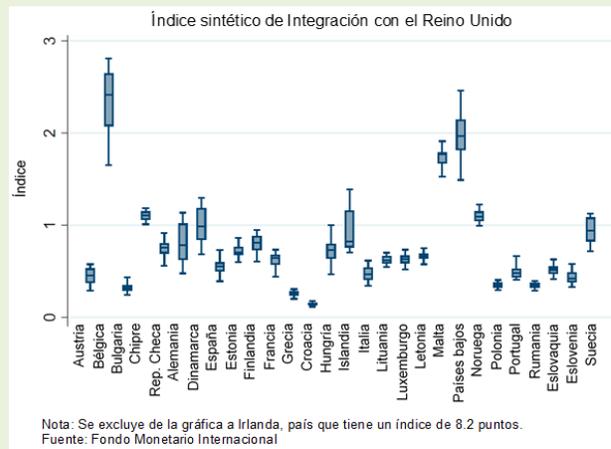
<sup>15</sup> En julio se experimentaron fuertes lluvias, seguidas por una ola de calor. Adicionalmente, en septiembre, la costa oeste de Japón fue impactada por el ciclón tropical *Jebi*, el más intenso en afectar a la isla en los últimos 25 años.

## RECUADRO 2 EL IMPACTO DEL BREXIT EN LA UNIÓN ADUANERA: UNA VISIÓN DE LARGO PLAZO

Transcurridos dos años desde el referéndum, el Reino Unido y la Unión Europea (UE) todavía se encuentran en proceso de negociación respecto a su futura relación comercial y financiera. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea podría afectar el comercio, la inversión y la productividad en dicho país, debido, en buena medida, a que la integración económica y financiera del Reino Unido con el resto de miembros de la Unión Europea se fortaleció significativamente en las últimas décadas.

En ese contexto, Chen et.al. (2018) evalúan los riesgos en torno a estas interrelaciones y estiman las pérdidas económicas para cada uno de los países que conforman la UE, particularmente, en los niveles de producción y de empleo asociadas a la salida del Reino Unido de la UE. En ese sentido, los autores utilizan un índice multidimensional para demostrar que las relaciones comerciales, financieras y migratorias entre los países de la Unión Europea (incluido el Reino Unido) creció de manera importante durante los últimos 30 años, lo cual les permite estimar el impacto a largo plazo del *Brexit* bajo diferentes escenarios (acuerdo de libre comercio, aplicación de las reglas de la Organización Mundial del Comercio, mantenimiento del acceso al mercado único pero abandono de la unión aduanera, entre otros.) Por tanto, el rango de estimaciones varía de acuerdo a las suposiciones de una salida “parcial / suave” o una “definitiva / dura”.

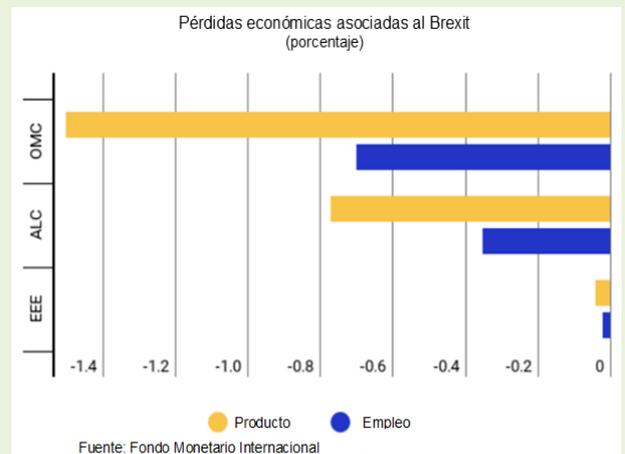
El índice sintético construido por los autores, refleja, en buena medida, la profundidad y evolución de la integración entre Reino Unido y los restantes estados miembros, debido a que captura todos los componentes económicos relacionados a la integración entre los países (vínculos comerciales, financieros y migratorios). El índice oscila en una escala de 0 (poca integración) y 10 (altamente integrado), señalando que la integración entre la UE y Reino Unido aumentó en un 40% en las últimas décadas, reflejando el fortalecimiento de la integración entre las partes, lo cual podría generar un impacto mayor en los niveles de producción y de empleo de cada país miembro.



Fuente: Chen, Jiaqian; Ebeke, Christian; Lin, Li; Qu, Haonan; Schoelermann, Hanni y Siminitz, Jesse (2018). “Long-term impact of Brexit on the EU”. Fondo Monetario Internacional. Agosto.

En ese contexto, de acuerdo a los resultados, el impacto de las restricciones comerciales es heterogéneo entre países y depende del grado de integración que cada uno de ellos tenga con el Reino Unido, siendo los más afectados Irlanda, los Países Bajos y Bélgica con disminuciones en la producción nacional de hasta 4.0%, 1.1% y 1.0%, respectivamente.

Asimismo, los autores determinan una relación positiva de largo plazo entre el índice de integración con el Reino Unido y el nivel de producción y empleo de cada uno de los estados miembros. De esa cuenta, concluyen que la imposición de barreras más estrictas al comercio, a los flujos de capital y a la circulación de mano de obra, afectaría los niveles de producción y de empleo, tanto en el Reino Unido como en el resto de países miembros de la Unión Europea. En particular, si las partes cierran un Acuerdo de Libre Comercio (ALC), el PIB de los 27 estados miembros caería en 0.8%, mientras que el empleo lo haría en 0.3%. Por su parte, la aplicación de las reglas de la OMC, produciría un contracción del PIB en 1.5% y del empleo en 0.7%. Finalmente, bajo el Espacio Económico Europeo (EEE), la disminución del PIB y del empleo sería insignificante.



Adicionalmente, en cada uno de los escenarios considerados, se produce una reversión en el índice de integración, siendo el más dañino para la región, la aplicación de las reglas de la OMC (0.14 puntos), seguido de la firma de un acuerdo de libre comercio (0.07 puntos) y por último la conservación del acceso al mercado único pero retirada de la unión aduanera (0.01 puntos).

Finalmente, los autores destacan que, dada la profundidad y complejidad de la integración entre el Reino Unido y la UE, en la medida en que un país miembro de la UE tenga mayores vínculos comerciales con el Reino Unido, mayor será el impacto del Brexit en la producción nacional, dado que el canal comercial es bastante significativo para los países de la región. Asimismo, señalan que las estimaciones deben ser interpretadas con precaución, a razón de la importante incertidumbre que existe actualmente relacionado a este tema.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo mostraron comportamientos divergentes durante el segundo trimestre de 2018, resultado de los efectos desiguales del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, de la mayor incertidumbre por las disputas comerciales a nivel mundial y del aumento en los precios de las materias primas. No obstante, este grupo de economías continúa contribuyendo de manera relevante al crecimiento económico mundial y, en general, evidencia perspectivas de crecimiento económico favorables, dado que la mayoría de países ha seguido expandiéndose y registrando niveles de actividad económica similares o superiores a los de 2017. Destaca el sostenido dinamismo en el crecimiento económico tanto de India como de la República Popular China, la consolidación gradual de la recuperación de Rusia y de Brasil; asimismo, en el resto de América Latina, el desempeño económico fue mejor de lo esperado en el primer semestre del año en Colombia y Perú, que contrasta con el revés en Argentina, debido a la crisis cambiaria y las políticas económicas más restrictivas. Sin embargo, las economías de mercados emergentes y en desarrollo todavía enfrentan riesgos relevantes, asociados, principalmente, a la previsión de condiciones financieras más restrictivas, la introducción de barreras al comercio mundial y a la inversión internacional, las crecientes vulnerabilidades del sistema financiero chino y la intensificación de las tensiones de orden político y geopolítico.

En la República Popular China, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.7% durante el segundo trimestre de 2018, levemente inferior a la observada en el trimestre previo (6.8%). Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), la desaceleración estuvo influenciada por la moderación en el crecimiento de la inversión y la contribución negativa de las exportaciones netas, en un

entorno económico adverso, generado por las condiciones de crédito más estrictas y la creciente guerra comercial con Estados Unidos de América; contrarrestado, parcialmente, por el mayor dinamismo en el gasto de los hogares, atribuido, en parte, a los elevados niveles de confianza de los consumidores. Si bien dicho resultado fue congruente con las expectativas del mercado, estuvo por encima del objetivo de crecimiento económico que la Asamblea Popular Nacional de China anunció en marzo del presente año (de alrededor de 6.5% para 2018). Cabe destacar que, a finales de julio pasado, las autoridades de gobierno anunciaron un paquete de estímulo fiscal y un relajamiento en los requerimientos de capital de los bancos, entre otras medidas, con el fin de apoyar la actividad económica; pero, según las autoridades, manteniendo, al mismo tiempo, los esfuerzos orientados a garantizar la estabilidad financiera. En adición, continúan las reformas estructurales y el fortalecimiento de las políticas ambientales, lo que, según el comunicado del XIX Congreso del Partido Comunista, constituyen las principales prioridades para el presente año. En ese contexto, la economía china registraría una moderación en su ritmo de expansión en lo que resta de 2018 (6.6%) y en 2019 (6.3%), resultado de las políticas impulsadas por el gobierno para procurar un crecimiento más sostenido, en particular las condiciones crediticias más restrictivas y los esfuerzos regulatorios para reducir el exceso de capacidad en algunos sectores y mejorar la conservación del medio ambiente; en tanto que el elevado nivel de endeudamiento y la inestabilidad asociada a la guerra comercial, representan riesgos importantes que podrían condicionar el desempeño económico.

En Rusia, luego de cierta desaceleración a finales de 2017, explicada, en buena medida, por factores transitorios<sup>16</sup>, la recuperación económica ha continuado

<sup>16</sup> En particular, la menor producción y distribución de energía, gas y agua, como resultado de las condiciones climáticas prevalecientes, y la ralentización del crecimiento tanto de la industria metalúrgica como de la manufacturera.

fortaleciéndose. Según el Servicio Federal de Estadísticas (*Rosstat*, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico se situó en 1.9% en el segundo trimestre de 2018, por encima del trimestre previo (1.3%). Dicho resultado refleja, fundamentalmente, el aumento del consumo de los hogares y la dinámica favorable de la inversión, impulsados por el incremento de los salarios reales, la mejora en los niveles de confianza, la flexibilidad gradual de las condiciones crediticias, el aumento en el precio internacional del petróleo y el efecto positivo en el corto plazo de la organización de la Copa Mundial de Fútbol, todo lo cual ha permitido compensar los efectos adversos de la política fiscal restrictiva y de las sanciones comerciales y financieras internacionales<sup>17</sup>. En los próximos trimestres, la recuperación económica continuaría respaldada por el gasto de los hogares, el cual es apoyado por un mercado laboral sólido y una tasa de inflación baja; así como el crecimiento de las exportaciones, ante el aumento de la producción de petróleo y los precios más altos del mismo. Sin embargo, la alta incertidumbre geopolítica y la posibilidad de nuevas sanciones económicas continúan siendo riesgos clave para las perspectivas de crecimiento económico; además, la economía rusa tiene limitaciones estructurales, particularmente la baja diversificación productiva, dado el predominio de las industrias extractivas y de procesamiento de recursos naturales, que la hace vulnerable a las fluctuaciones de precios en

<sup>17</sup> Estados Unidos de América, la Unión Europea (UE) y otras organizaciones internacionales impusieron sanciones en respuesta a la anexión de Crimea por parte de Rusia en 2014, las cuales originalmente se centraron en prohibiciones para viajar y el congelamiento de activos, pero se han ampliado gradualmente hasta incluir restricciones financieras y comerciales. En 2018, Estados Unidos de América ha impuesto sanciones adicionales por la supuesta intromisión en las elecciones estadounidenses de 2016 y ataques cibernéticos de gran magnitud, así como por el uso de armamento químico, lo cual representa una violación a la Ley de control de armas químicas y biológicas y eliminación de la guerra de 1991; por su parte, la Unión Europea amplió y prorrogó la aplicación de sanciones hasta el 15 de septiembre del presente año. Asimismo, la implementación de programas bilaterales y regionales de cooperación entre la UE y Rusia se ha suspendido totalmente. Estas medidas podrían afectar los niveles de inversión y, por tanto, comprometer la recuperación económica de mediano plazo. Rusia, en contraposición, extendió, hasta finales de 2018, la prohibición de importar productos alimenticios de Estados Unidos de América, la Unión Europea, Australia, Canadá y Noruega y aprobó una amplia gama de restricciones para las empresas estadounidenses en Rusia.

los mercados mundiales de materias primas, en especial del petróleo y del gas natural.

En América Latina, a pesar de algunos choques negativos<sup>18</sup>, el cambio de tendencia en el crecimiento económico sigue consolidándose a un ritmo moderado, impulsado por la mayor demanda mundial, la mejora de los indicadores de confianza, la postura acomodaticia de las políticas monetarias en algunos de estos países, el impulso de la inversión pública y privada en infraestructura (Colombia y Perú, principalmente) y el aumento del precio de algunas de las materias primas relevantes para la región. A nivel de países, el desempeño sigue siendo heterogéneo y los riesgos para el crecimiento económico permanecen sesgados a la baja, determinados por factores tanto externos como internos. En el entorno externo, destacan la posibilidad de cambios en las políticas económicas estadounidenses (especialmente en materia comercial y migratoria) y el endurecimiento gradual de las condiciones financieras internacionales; mientras que, en el entorno interno, sobresale la inestabilidad política derivada, principalmente, del contexto preelectoral en Brasil<sup>19</sup> y las tensiones generadas por las políticas de ajuste en Argentina, pero también de escándalos de corrupción, los bajos niveles de confianza empresarial y los posibles retrasos de la inversión en infraestructura.

En Brasil, la actividad económica se expandió 1.0% en el segundo trimestre de 2018, levemente por debajo de lo observado en el trimestre previo (1.2%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al aumento del consumo privado, de la inversión y de las exportaciones, lo cual compensó la disminución del gasto de gobierno, especialmente de capital. A pesar de que el proceso de recuperación sigue siendo lento y el entorno económico

<sup>18</sup> La materialización de algunos riesgos políticos, choques de oferta en el sector agrícola y el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

<sup>19</sup> Las elecciones generales están programadas para celebrarse en octubre de 2018. Por otra parte, los riesgos políticos han disminuido tras el proceso electoral en Colombia y México, así como ante el cambio de gobierno en Chile y Perú.

ha evidenciado cierto deterioro, debido al aumento de la incertidumbre política, la mayor volatilidad financiera y los efectos de la huelga de transportistas; el crecimiento económico continúa apoyado por la demanda externa relativamente sólida, el desempeño positivo del sector agrícola, la política monetaria expansiva (en contraste con la política fiscal contractiva) y la reducción del desempleo. No obstante, la economía brasileña todavía enfrenta importantes riesgos en el ámbito político y fiscal<sup>20</sup> que, de materializarse, limitarían un proceso de recuperación más robusto.

En México, el entorno económico continúa siendo complejo, aunque los recientes anuncios respecto de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)<sup>21</sup> y la celebración de las elecciones presidenciales a principios de julio pasado, han contribuido a reducir la incertidumbre que ha venido enfrentando la economía mexicana. Según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), la actividad

<sup>20</sup> En especial la incertidumbre respecto a la consolidación fiscal y la estabilización de la deuda pública, debido a las dificultades que enfrenta la aprobación de la reforma a la seguridad social, en tanto que los aumentos de impuestos y el control de los gastos (incluido el techo al gasto público), no han sido suficientes para revertir el deterioro de las cuentas fiscales.

<sup>21</sup> El 30 de septiembre de 2018, las autoridades de gobierno de Estados Unidos de América, México y Canadá anunciaron haber llegado a un acuerdo para renovar el TLCAN, denominado Acuerdo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés), sobre la base del pacto bilateral que previamente había alcanzado Estados Unidos de América con México (el 27 de agosto de 2018). Las modificaciones más relevantes con respecto al TLCAN son: nuevas reglas de origen (en particular en el sector automotriz, que pasará de 62.5% a 75.0% de contenido regional a partir de 2023); dos de los sistemas de solución de conflictos permanecerán básicamente intactos, pero cambiarán de nombre (la resolución de controversias Estado-Estado, anteriormente conocido como el Capítulo 20 y el mecanismo del Capítulo 19, que resuelve disputas entre dos países sobre casos de derechos *antidumping* y compensatorios), además, se limita el mecanismo de resolución de controversias inversionista-Estado, conocido anteriormente como el Capítulo 11, eliminándolo gradualmente entre Estados Unidos de América y Canadá y dejándolo vigente en ciertos sectores clave como el petróleo y el gas, la infraestructura y las telecomunicaciones entre Estados Unidos de América y México; cláusula salarial que requiere que de 40.0% a 45.0% de las piezas de un automóvil sean manufacturadas en países en donde la mano de obra obtenga salarios de al menos US\$16.00 la hora; el comercio agrícola permanece sin tarifas ni subsidios; cláusula de expiración automática (el acuerdo tendrá una vigencia de 16 años, puede ser revisado cada 6 años a partir de 2024 y posteriormente renovado por un nuevo periodo de 16 años); eliminación de algunas restricciones de acceso a las exportaciones de productos lácteos estadounidenses al mercado de Canadá; compromiso de mantener un régimen de tipo de cambio determinado por el mercado; y mayores protecciones para la propiedad intelectual. El acuerdo aún debe ser ratificado por cada país, lo que, en el caso estadounidense, podría demorar hasta el segundo trimestre del próximo año.

económica registró un crecimiento de 2.6% en el segundo trimestre de 2018, superior al del trimestre previo (1.4%). El consumo privado sigue siendo el principal motor de crecimiento, apoyado por la recuperación del salario real (en un entorno de menor inflación y de apreciación cambiaria), el incremento en los ingresos de remesas, la mejora en la confianza del consumidor y la trayectoria positiva del crédito al consumo. En contraste, la inversión continúa débil, influenciada por la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN, que habría provocado retrasos en los planes de inversión, particularmente en el sector orientado a las exportaciones (en especial el automotriz); así como por el desvanecimiento del repunte de la construcción, relacionado con el gasto de las actividades de reconstrucción tras los terremotos ocurridos el año anterior. Por su parte, las exportaciones perdieron impulso, debido a la desaceleración de las exportaciones manufactureras, como reflejo de la contracción de las exportaciones automotrices; y a la disminución de las exportaciones petroleras. En ese contexto, el desempeño positivo del consumo privado y el fortalecimiento de la demanda externa, asociado al crecimiento del sector manufacturero estadounidense, continuarían respaldando el crecimiento económico en lo que resta del presente año; en tanto que las preocupaciones en torno a la relación comercial con Estados Unidos de América, el incremento de las tasas de interés externas y el cambio de la administración de gobierno del país se constituyen en los principales factores de riesgo para las perspectivas económicas.

En Centroamérica, la actividad económica, en promedio, seguiría mostrando un desempeño positivo (2.3% en 2018 y 2.8% en 2019), respaldado por un entorno externo favorable, asociado al aumento en el flujo de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras), y al mayor dinamismo de la economía mundial, en especial de Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región; lo cual contribuiría

a compensar el fuerte impacto económico que sobre la demanda interna ha tenido el conflicto sociopolítico en Nicaragua. Las perspectivas económicas siguen siendo positivas, sustentadas en el impulso de la mayor demanda externa y, en menor medida, en el aumento del consumo privado; no obstante, los niveles de inversión y productividad continúan siendo bajos, y algunas economías enfrentan importantes retos debido a su situación fiscal (especialmente Costa Rica y El Salvador) y a factores extraeconómicos, principalmente Nicaragua, en donde luego de crecer alrededor de 5.0% en los últimos cinco años, para 2018 se prevé una caída de 4.0% y de 1.0% en 2019. Además, la región está expuesta a riesgos asociados a la coyuntura internacional, fundamentalmente, al aumento de las tasas de interés, a las restricciones del comercio y la migración.

### RECUADRO 3 DESEQUILIBRIOS EN CHINA: ¿ESTÁ EN RIESGO EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DEBIDO A LA DESACELERACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO?

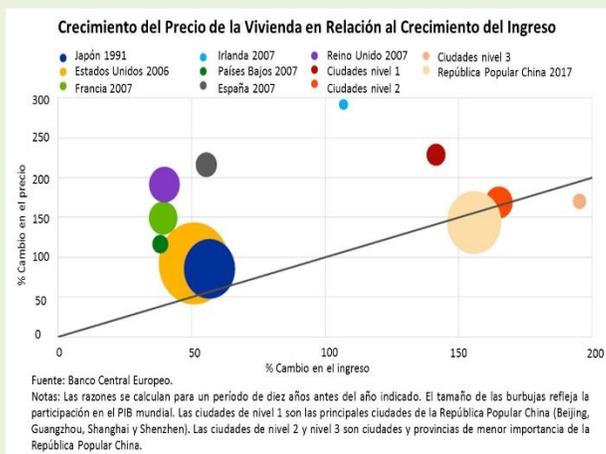
La economía china ha desempeñado un papel fundamental en el crecimiento económico mundial, registrando tasas de crecimiento superiores a 6.5% en los últimos cinco años. Si bien la economía mundial se ha beneficiado de la fortaleza económica de la República Popular China, una desaceleración también tendría importantes repercusiones para la actividad económica mundial.

Sobre el particular, cabe destacar que uno de los factores fundamentales del sólido crecimiento de la economía china ha sido el desarrollo del sector inmobiliario; no obstante, en los últimos años el mercado de vivienda se ha desacelerado, lo que eventualmente, pudiera trasladarse al resto de sectores de la economía. Específicamente, luego de que los precios de la vivienda registraran crecimientos de alrededor del 10.0% en 2016 y 2017, a junio de 2018 se ha observado una reducción de cerca de 5.0%; así como una desaceleración de las ventas. No obstante, en comparación con episodios previos de correcciones de precios, los niveles de inventario son bajos, lo que sugiere una necesidad menos apremiante de absorber el exceso de oferta mediante concesiones de precios. En consecuencia, la desaceleración de los precios y las ventas, hasta ahora, ha sido menos pronunciada que en episodios anteriores.

ciudades se ha desviado de sus fundamentos macroeconómicos y, por el otro, dado que estas ciudades son centros financieros, políticos e industriales de la República Popular China, que los precios podrían estar sesgados al alza debido a la demanda de vivienda de personas con altos ingresos.

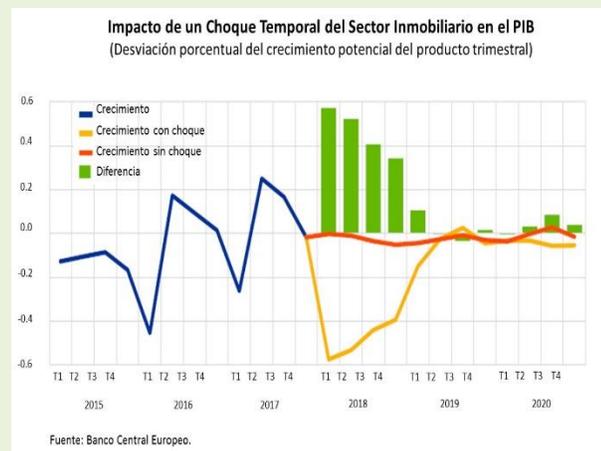
En ese contexto, el autor señala que podría propiciarse un endurecimiento de las condiciones financieras en dicho país, debido a que el fuerte incremento de los precios de la vivienda, experimentado en los últimos años, se asocia con un alto nivel de endeudamiento. En efecto, la deuda de los hogares ha aumentado a 48.0% del PIB, haciéndolos más vulnerables ante un alza en las tasas de interés. Asimismo, las autoridades chinas apuntan a desapalancar la economía, por lo cual los prestatarios más endeudados podrían enfrentar presiones en sus balances a medida que se endurecen las condiciones financieras.

Para estimar el impacto de un choque en el sector inmobiliario sobre la economía china, el autor utiliza un modelo bayesiano de vectores autorregresivos. Para ello, simula el efecto en el PIB, suponiendo una caída de 6.0% en los precios de la vivienda y una disminución de 32.0% en las ventas (valores similares a los observados en 2008-2009) durante cuatro trimestres consecutivos. Los resultados sugieren que lo anterior provocaría una disminución en el PIB de aproximadamente 2.0% acumulado durante cinco trimestres, pero si se permite que las condiciones financieras se relajen, el impacto acumulado en el crecimiento del PIB sería ligeramente menor (1.6%). En ese contexto, el autor advierte que el impacto en el crecimiento de la economía mundial también podría ser importante, particularmente si se considera que la disminución de la confianza económica a nivel mundial podría exacerbar los referidos efectos.



Otra característica de este episodio de desaceleración del sector inmobiliario, es que mientras los precios de la vivienda han aumentado, en línea con el crecimiento del ingreso, en los mercados de las principales ciudades estos se han desacoplado y muestran signos de sobrevaloración. En ese sentido, en las localidades conocidas como “Ciudades de nivel 1” (Beijing, Guangzhou, Shanghai y Shenzhen) el aumento en los precios de vivienda ha excedido al crecimiento del ingreso; como resultado, el aumento de los precios de las casas relativo al ingreso, es comparable a los observados en Japón en la década de 1990 y en los Estados Unidos de América y la Unión Europea antes de la crisis financiera global, precios que finalmente resultaron ser insostenibles.

De acuerdo con Nielsen (2018), este comportamiento evidencia, por un lado, que el precio de la vivienda en estas



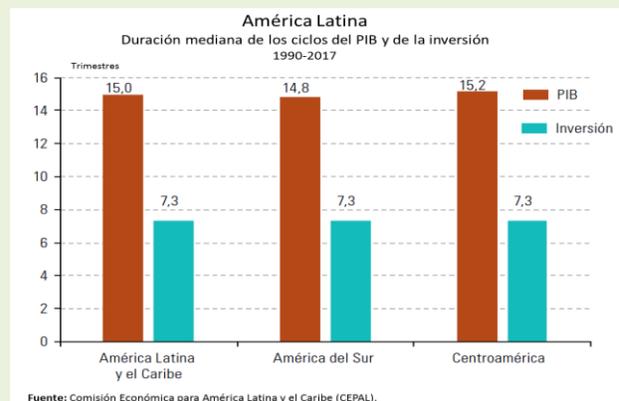
Finalmente, el autor señala que el fuerte crecimiento del ingreso y la urbanización en la República Popular China continúan respaldando la demanda de vivienda. Sin embargo, prevalecen algunos riesgos clave, como el endurecimiento de las condiciones financieras y la reducción de los ingresos de los gobiernos locales.

Fuente: Nielsen, Thomas (2018). “Imbalances in China: is growth in peril from a housing market downturn?”. European Central Bank. Economic Bulletin, Issue 5. Agosto.

## RECUADRO 4 AMÉRICA LATINA: UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN

La dinámica de la inversión es un factor clave para entender, no solo el comportamiento cíclico de las economías latinoamericanas, sino también la dinámica de su crecimiento de mediano y largo plazo. En este sentido, a continuación se describen las principales conclusiones de un estudio realizado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en donde se analizan las características más importantes del ciclo de la inversión, así como los principales determinantes de la misma, con el propósito de dilucidar las distintas variables sobre las cuales la política pública puede actuar para influir en la trayectoria del proceso de inversión.

En lo que se refiere al ciclo de la inversión, la CEPAL destaca que este tiene una frecuencia menor que el ciclo económico, lo que implica mayor volatilidad del producto. En efecto, la inversión tiende a registrar contracciones más significativas que las registradas por el resto de los componentes de la demanda agregada, incluidos el consumo y las exportaciones, siendo la intensidad de su fase contractiva mayor que la de la expansiva. Asimismo, la CEPAL indica que las fases recesivas del ciclo de la inversión se reflejan con mayor duración e intensidad en el componente de construcción que en el componente de maquinaria y equipo. La CEPAL subraya que la pérdida acumulada de la inversión durante la fase contractiva del ciclo económico supera ampliamente la ganancia acumulada durante su fase de auge.



Con el fin de analizar los determinantes de la evolución de la inversión, la CEPAL consideró seis variables macroeconómicas a partir de la revisión de la literatura teórica y empírica sobre la inversión en América Latina y el Caribe. Estas incluyen tanto variables reales como monetarias y financieras. Las variables elegidas fueron el índice de actividad económica, la tasa de interés interna, la tasa de interés externa, los precios de los insumos básicos, el tipo de cambio real y el indicador de riesgo (EMBI).

Al respecto, en cuanto al nivel de actividad económica, la evidencia empírica disponible para el periodo 1994-2017, sobre la base de datos anuales, muestra un coeficiente de correlación entre la inversión y actividad económica positivo y estadísticamente significativo de 0.93, relación estadística que no se altera al cambiar la periodicidad de los datos o al realizar el análisis específico por país.

La segunda variable que se considera es la tasa de interés interna de la economía. En ese sentido, la CEPAL señala que uno de los principales mecanismos mediante el cual la tasa de interés real afecta la inversión es el costo de uso del capital. Una disminución de la tasa de interés interna se traduce en una disminución del costo de uso del capital en relación con el retorno sobre la inversión, lo que consecuentemente incentiva la inversión. Sin embargo, la CEPAL encuentra que, en América Latina, durante el periodo de estudio analizado, la relación entre la tasa de interés interna de la economía y la tasa de variación de la formación bruta de capital fijo es ambigua y no es consistente.

En lo que respecta a la tasa de interés externa y el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés), se señala que las mismas reflejan las condiciones de acceso al financiamiento. Al respecto, una disminución de dichas tasas se traduciría en una disminución de las tasas de interés de una amplia gama de activos, flexibilizando las condiciones financieras en la economía y aumentando el gasto agregado mediante un mayor endeudamiento y efecto riqueza. Los resultados obtenidos indican que el impacto del índice de bonos de mercados emergentes sobre el acceso al financiamiento y sobre la inversión no es tan generalizado como el de las tasas de interés externas.

Por su parte, la evolución del precio de las materias primas se considera importante para la inversión, ya que los recursos naturales y los sectores basados en ellos, representan un componente significativo de la actividad real de algunos países de la región, fundamentalmente de América del Sur. En ese sentido, los resultados obtenidos señalan que la evolución de la formación bruta de capital fijo medida en términos reales y la de los precios de los productos básicos registran un coeficiente de correlación es de 0.89.

Por su parte, el tipo de cambio real está directamente ligado a la inversión mediante el impacto que este tiene sobre las exportaciones y las importaciones. Un tipo de cambio real favorable a las exportaciones puede traducirse en una mayor demanda agregada; mientras que uno que favorezca las importaciones pudiera impulsar la inversión, ya que un componente relevante de las compras externas son los bienes de capital y la maquinaria. Al respecto, la relación encontrada para América Latina es inversa, lo que indica que predomina el efecto sobre las importaciones. Es decir, una apreciación del tipo de cambio real se asocia con un aumento en la inversión mediante un aumento en la importación de capital y maquinaria.

Finalmente, la CEPAL concluye que la actividad económica es el principal determinante de la inversión en las mayores economías de la región, que son también las que tienen una mayor diversificación sectorial y productiva. Asimismo, el principio de aceleración desempeña un papel importante en la determinación de la evolución de la inversión. Esto podría indicar que el multiplicador tiende a tener un papel relativamente menor, y quizás subsidiario, respecto de aquel del acelerador. Por el contrario, en las economías especializadas en recursos naturales los precios de los insumos básicos explican una proporción significativa de la inversión.

Fuente: Estudio Económico de América Latina y el Caribe (2018). "Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política". Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Documento informativo (Capítulo 3). Agosto.

#### 4. Mercados financieros internacionales

En lo que va del presente año, los mercados financieros internacionales han presentado episodios de elevada volatilidad, que si bien en el caso de las economías avanzadas ha tendido a moderarse, en el de las economías de mercados emergentes ha sido más pronunciada y persistente, sobre todo en los últimos meses. El incremento de volatilidad financiera refleja el aumento de la aversión global al riesgo, atribuido, en gran parte, a la expectativa de que el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense podría ser más acelerado de lo anticipado, ante el resurgimiento de las presiones inflacionarias en ese país, y a la intensificación de las tensiones comerciales provocadas por las medidas proteccionistas de Estados Unidos de América (medidas arancelarias y no arancelarias), hacia la República Popular China y otros socios comerciales y las contra medidas de estos en respuesta<sup>22</sup>; así como, por las crecientes tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

En ese contexto, los mercados financieros han dejado atrás el escenario de baja volatilidad observado en los últimos años, registrando un desempeño más errático en los precios de las acciones y mayores primas de riesgo y tasas de interés, así como debilidad de las divisas frente al dólar estadounidense (en especial de las economías de mercados emergentes con fundamentos macroeconómicos menos sólidos). En consecuencia, prevalece la cautela por parte de los inversionistas, en un entorno en que si bien las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias y apoyan el crecimiento económico mundial a corto plazo, estas podrían revertirse rápidamente, ante la materialización de los riesgos de carácter tanto económico como político y geopolítico, lo cual provocaría nuevos episodios de ajustes en los precios de los

activos, así como de recomposición de carteras de inversión a nivel internacional, que se reflejarían en mayores reducciones a los flujos de capitales hacia las economías emergentes, especialmente las más vulnerables, y variaciones cambiarias pronunciadas.

En las economías avanzadas, los índices accionarios registraron resultados divergentes respecto de los niveles observados a finales del año anterior, influenciados, fundamentalmente, por los resultados empresariales y por las preocupaciones derivadas de las tensiones comerciales, financieras y geopolíticas. En Estados Unidos de América, los precios de las acciones se recuperaron de las fuertes caídas registradas en febrero; de manera que los principales índices accionarios alcanzaron nuevos máximos históricos, como resultado, en buena medida, de ganancias empresariales durante el segundo trimestre que fueron superiores a las expectativas en la mayoría de sectores, ante el impulso derivado de la reforma tributaria aprobada en diciembre de 2017 y el rápido crecimiento de la actividad económica en el primer semestre del año; así como a las continuas mejoras en los indicadores económicos de mayor frecuencia. No obstante, dicho impulso fue parcialmente contrarrestado por las preocupaciones sobre la intensificación de las tensiones comerciales, que eventualmente podrían convertirse en una guerra comercial de gran escala<sup>23</sup>; por el incremento de las tasas de interés de los bonos soberanos; y por los temores de una materialización de los riesgos geopolíticos. Adicionalmente, según el FMI, los precios de las acciones en Estados Unidos de América parecen continuar levemente sobrevalorados, por lo que persisten los riesgos asociados a una corrección en dichos precios. En contraste, en la Zona del Euro, la

<sup>23</sup> Según el FMI, la implementación de todas las medidas arancelarias anunciadas hasta julio de 2018 tendría implicaciones negativas sobre el crecimiento económico global, principalmente el de Estados Unidos de América, en parte por su impacto en la confianza empresarial. Las estimaciones indican que la reducción del crecimiento sería de hasta 0.5 puntos porcentuales respecto del escenario base para la economía global luego de dos años de estar vigentes, mientras que para Estados Unidos de América la reducción sería de hasta 0.6 puntos porcentuales respecto del escenario base, luego de un año de vigencia.

<sup>22</sup> Las represalias anunciadas por la República Popular China ante el incremento de los aranceles por parte de Estados Unidos de América incluyen medidas tanto cuantitativas (aranceles) como cualitativas (no arancelarias).

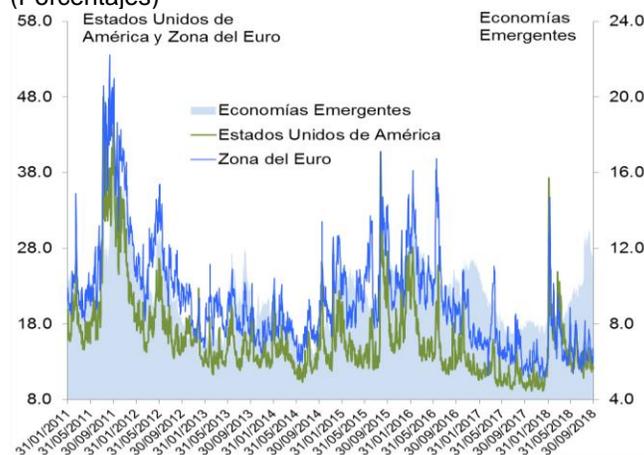
reducción respecto al año anterior de los precios de las acciones se profundizó, como consecuencia de la moderación del crecimiento en algunas economías de la región, las tensiones comerciales (que podrían afectar el desempeño de la demanda externa de estas economías), la apreciación del euro y la incertidumbre política, particularmente en Italia<sup>24</sup>. Adicionalmente, los índices accionarios europeos fueron afectados por las preocupaciones derivadas de la fuerte depreciación de la lira turca<sup>25</sup>, la cual implicaría una reducción de la capacidad de repago de la deuda en moneda extranjera, tanto pública como privada, contraída con algunos bancos europeos<sup>26</sup>.

Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas también mostraron un comportamiento divergente, permaneciendo relativamente estables en Estados Unidos de América y algunas economías de la Zona del Euro, en tanto que se redujeron en Alemania y se incrementaron significativamente en Italia, como consecuencia de la incertidumbre política indicada. En general, estos

continúan en niveles superiores a los observados en 2017, como resultado, principalmente, del aumento en las expectativas de inflación, el desempeño económico positivo y el proceso gradual de normalización de la política monetaria estadounidense. En ese contexto, se espera que dichos rendimientos sigan aumentando, reflejando las expectativas de inflación y de crecimiento económico, la percepción de riesgo y la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo.

### Gráfica 3

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



(1) Al 30 de septiembre de 2018.

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

Fuente: *Bloomberg*.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, a pesar de la relativa resiliencia mostrada en los primeros meses del año, respaldada por la mejora en las perspectivas macroeconómicas mundiales y el aumento de los precios de las materias primas, los mercados financieros han enfrentado crecientes niveles de volatilidad desde entonces, debido a la apreciación del dólar estadounidense en el contexto de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América y de la expansión de su economía, lo que se reflejó en una moderación de los flujos de capitales hacia las economías emergentes y en reducciones en los precios de sus activos, principalmente en aquellas economías donde se

<sup>24</sup> Luego de que se dispararan las preocupaciones alrededor del proceso de formación del gobierno italiano en el segundo trimestre del año, recientemente la incertidumbre política ha estado asociada a la expectativa de que el presupuesto público para el próximo ejercicio fiscal podría exceder el límite al déficit fiscal (3.0% del PIB) establecido en el Tratado de la Unión Europea (Tratado de *Maastricht*), lo cual plantea desviaciones respecto de la trayectoria para las finanzas públicas pactada con la Comisión Europea, según la cual el déficit fiscal sería de 1.6% del PIB en 2018 y 0.8% del PIB en 2019.

<sup>25</sup> Al 30 de septiembre, la lira turca acumuló una depreciación nominal de 59.4% en el año, influenciada por factores tanto internos como externos. En el ámbito externo, el proceso de normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas ha propiciado una reducción de la liquidez global que ha derivado en salidas de capitales de las economías emergentes, principalmente las que mantienen fundamentos macroeconómicos débiles. En el ámbito interno, la economía de Turquía mantiene fundamentos débiles, lo cual es evidente en los persistentes desequilibrios macroeconómicos y financieros que se reflejan en: i) el deterioro de la posición deudora neta del país con el resto del mundo, como consecuencia de los crecientes déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos (7.2% del PIB al primer trimestre de 2018); ii) la erosión de la sostenibilidad fiscal, dada la expansión del gasto público sobre la base de endeudamiento externo; y iii) los elevados niveles de inflación (17.9% en agosto) que se derivan de que la economía continúa creciendo por encima del crecimiento potencial. Asimismo, la debilidad del marco institucional ha afectado la confianza de los inversionistas en la economía turca y la credibilidad del Banco Central, dado que su respuesta ante las presiones inflacionarias indicadas se considera tardía.

<sup>26</sup> De acuerdo con las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales, el sistema bancario de España tendría la mayor exposición al riesgo de contraparte (4.5% del total de su exposición), seguido por los sistemas bancarios de Italia (2.0%), Francia (1.1%) y Alemania (0.6%).

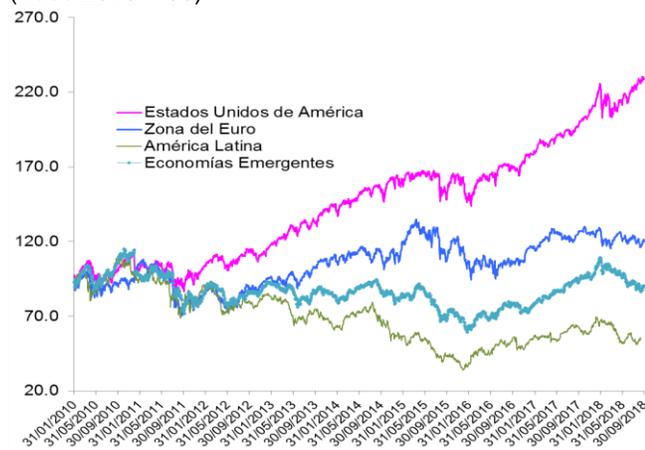
observan desbalances macroeconómicos más pronunciados, entre las que destacan Argentina<sup>27</sup> y Turquía. Adicionalmente, la intensificación de las tensiones comerciales con Estados Unidos de América afectó particularmente la valoración de los activos de la República Popular China y Turquía. En América Latina, los índices bursátiles revirtieron la moderada tendencia positiva observada hasta marzo, registrando pérdidas, respecto del cierre de 2017, a partir de mayo, como consecuencia del menor apetito por riesgo de los inversionistas, en parte asociado a la situación financiera de Argentina, la cual, junto con la incertidumbre alrededor de los procesos electorales de este año en la región y el incremento de las tensiones comerciales, afectó el desempeño de los mercados bursátiles de otras economías, particularmente Brasil, Perú, Colombia y Chile, a pesar del rápido crecimiento de la actividad económica de estos países en los trimestres previos y

<sup>27</sup> Al 30 de septiembre, el peso argentino había acumulado una depreciación nominal de 99.0% durante el año, como consecuencia de las salidas de capitales. La situación financiera de Argentina se considera vulnerable y se caracteriza por un amplio déficit fiscal financiado, en parte, por el Banco Central, así como por una posición externa débil debido al amplio déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (6.1% del PIB al primer trimestre de 2018) y la limitada disponibilidad de reservas monetarias internacionales para cubrir las obligaciones con el exterior. Según el FMI, esta situación financiera continuó deteriorándose durante la primera parte de 2018 por una confluencia de factores adversos, entre los que se incluyen: i) la menor confianza en el Banco Central luego de la modificación a su meta de inflación y el relajamiento monetario en un contexto en el que la inflación observada y las expectativas inflacionarias permanecían elevadas; ii) la depreciación del peso argentino durante el primer trimestre del año, que provocó la liquidación de las posiciones de los inversionistas nacionales y extranjeros en inversiones de corto plazo en el Banco Central de la República Argentina, cuyos rendimientos ofrecían oportunidades para realizar arbitraje de tasas de interés (*carry-trade*); y iii) la tendencia a la restricción de las condiciones financieras a nivel mundial. Esto condujo a la suscripción de un acuerdo de financiamiento contingente (*Stand-By Agreement*) con el FMI, por un monto de US\$50.0 millardos que serían desembolsados gradualmente luego de la aprobación del acuerdo y de cada evaluación trimestral. Sin embargo, la moneda argentina continuó depreciándose como consecuencia de la mayor aversión global al riesgo y ante la incertidumbre asociada al éxito del programa con el FMI. La desconfianza de los inversionistas se profundizó luego de que el gobierno de Argentina solicitara la aceleración de dichos desembolsos, lo cual requirió que el Banco Central incrementara su tasa de interés de referencia en 1,500 puntos básicos a finales de agosto para contener la salida de capitales. Como consecuencia de lo anterior, a finales de septiembre, el Banco Central anunció la modificación de su esquema de política monetaria a partir de octubre, para implementar una meta sobre la base monetaria (0% de crecimiento hasta junio de 2019), como reflejo de su compromiso por mantener una política monetaria contractiva; adicionalmente, se establecieron zonas de intervención y de no intervención cambiaria para contener las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio.

de la recuperación de los precios de las materias primas. No obstante, las condiciones financieras, en general, continuaron siendo benignas, aunque prevalece cierta cautela en los mercados, dado que la dinámica de los precios de los activos de la región, aunado al desempeño de sus monedas, permanece condicionada al posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial, a la evolución de los precios de las materias primas, a los riesgos derivados de cambios en las relaciones comerciales con Estados Unidos de América y al entorno político interno.

#### Gráfica 4

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



(1) Al 30 de septiembre de 2018.

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

Fuente: *Bloomberg*.

## 5. Precios internacionales de algunas materias primas

A septiembre de 2018, los precios internacionales de las materias primas que pueden incidir en la inflación de Guatemala mostraron una tendencia al alza. Dicho comportamiento se asocia, por una parte, al dinamismo de la actividad económica mundial, que ha implicado un repunte de la demanda internacional de la mayoría de materias primas y, por la otra, a algunas restricciones en la oferta, asociados a factores climáticos adversos en algunas de las principales regiones productoras; asimismo, factores geopolíticos han tenido alguna

incidencia. En términos acumulados, al 30 de septiembre, el precio del petróleo mostró un aumento de 21.23%, el maíz amarillo de 1.60% y el del trigo de 19.10%. Consecuentemente, los precios de las referidas materias primas, en términos de precios promedio del año, también han sido superiores a los observados el año anterior.

#### a) **Petróleo**

El precio internacional del petróleo continuó con la tendencia al alza registrada desde febrero de 2016, resultado del aumento de la demanda mundial, las restricciones a la oferta por parte de la OPEP y de otros importantes países productores, ante el cumplimiento superior al pactado en el acuerdo de noviembre de 2016 de las cuotas de producción<sup>28</sup>, y de la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y África, lo cual contribuyó a la reducción gradual de los inventarios mundiales de crudo. Sin embargo, el significativo aumento de la producción estadounidense, especialmente de petróleo de esquisto (*shale oil*), ha moderado la tendencia al alza del precio del petróleo durante la mayor parte del año, el cual se mantuvo en alrededor de US\$67.00 por barril, arriba del nivel observado a finales del año pasado (US\$60.42 por barril) y con un nivel significativo de volatilidad. No obstante, a partir de la segunda semana de septiembre, el precio del petróleo experimentó nuevas alzas, hasta alcanzar valores superiores a los US\$73.00 por barril, asociadas, en adición a los factores mencionados, a las menores exportaciones del crudo por parte de Irán (el tercer mayor productor de la OPEP) como consecuencia de las sanciones comerciales impuestas por Estados Unidos de América, luego que dicho país se retirara del Acuerdo Nuclear Multinacional con Irán firmado en

<sup>28</sup> El acuerdo para recortar la producción de crudo de la OPEP en alrededor 1.2 millones de barriles diarios (mbd), hasta una cuota de 32.5 mbd, y de otros once importantes productores no pertenecientes a la OPEP, incluidos Rusia y México, en aproximadamente 0.6 mbd, se acordó en noviembre de 2016 y se extendía hasta el primer semestre de 2017; sin embargo, el acuerdo se prorrogó en dos ocasiones (mayo y noviembre del año anterior), en cada una por nueve meses más, abarcando hasta finales de 2018. En la última reunión, los miembros de la OPEP dispusieron revisar el acuerdo en noviembre del presente año.

2015<sup>29</sup>; así como, a la reducción de las exportaciones de Venezuela y Libia por conflictos políticos internos. Ante el escenario descrito, la OPEP, Rusia y otros importantes productores en su reunión del 23 de septiembre ratificaron lo acordado en junio<sup>30</sup>, comprometiéndose a incrementar su ritmo de producción con el fin de compensar la caída de las exportaciones de Venezuela, Libia e Irán y ajustarse a los niveles de producción acordados en noviembre de 2016.

#### **Gráfica 5**

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



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

Fuente: *Bloomberg*.

Con relación a la producción de la OPEP, luego de registrar un cumplimiento pleno de la cuota de reducción de producción en 2017, en lo que va del presente año el nivel de cumplimiento ha sido significativamente superior a lo pactado (110% en septiembre), resultado, principalmente, del importante recorte en la producción en Arabia Saudita y de la considerable disminución en el nivel de extracción en

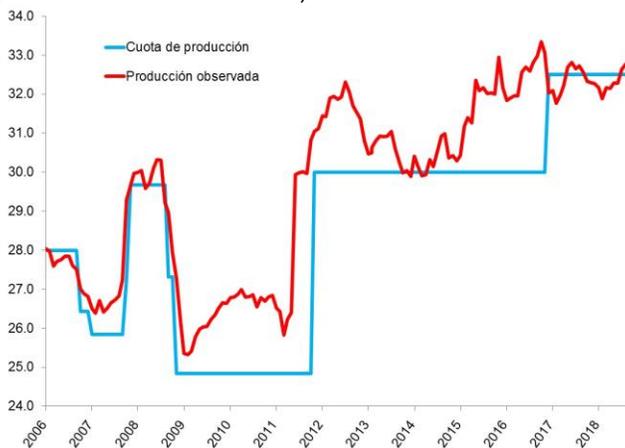
<sup>29</sup> El acuerdo denominado "Plan de Acción Integral Conjunto (JCPOA, por sus siglas en inglés), firmado por Estados Unidos de América, la República Popular China, Rusia, Reino Unido, Francia y Alemania con Irán en 2015 permitía disminuir drásticamente el enriquecimiento de Uranio de Irán y levantaba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

<sup>30</sup> El 23 de junio el Comité Ministerial de Monitoreo de la OPEP y otros países no pertenecientes a la OPEP expresaron su compromiso de ajustar su producción de petróleo a los niveles acordados en noviembre de 2016.

Venezuela<sup>31</sup>, en Libia<sup>32</sup> y en Irán. Por su parte, Rusia ha reducido su producción en un promedio de alrededor de 0.17 mbd de la cuota de producción de octubre de 2016 (11.6 mbd), lo que también equivale a más de 100% de cumplimiento del nivel de producción establecido. En ese contexto, como se indicó, la OPEP en sus reuniones del 23 de junio y del 23 de septiembre ratificó la necesidad de que los países miembros continúen haciendo esfuerzos para cumplir con los niveles acordados de producción en los últimos meses de 2018, haciendo la salvedad que la cuota de producción para 2019 podría modificarse, dependiendo de las condiciones de oferta y de demanda previstas en la reunión de noviembre del presente año.

### Gráfica 6

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



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

Por su parte, la producción en los países no pertenecientes a la OPEP y que no forman parte del acuerdo ha seguido incrementándose, principalmente, en Estados Unidos de América y, en menor medida, en

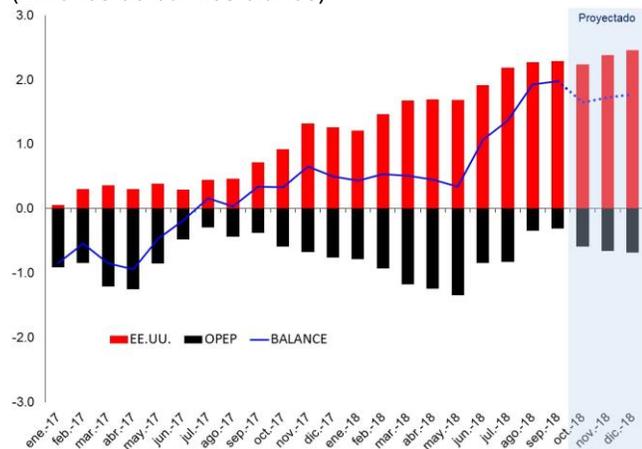
<sup>31</sup> A diferencia de los recortes voluntarios en Arabia Saudita, la disminución de la producción de crudo en Venezuela, que en 2017 registró su nivel más bajo en las últimas tres décadas, se atribuye, fundamentalmente, a la falta de inversión en infraestructura extractiva y las sanciones comerciales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

<sup>32</sup> En el caso de Libia, la producción petrolera se ha reducido en la medida en que las exportaciones permanecen bloqueadas por parte de funcionarios de dicho país, ante la intensificación del conflicto político interno.

Canadá, Brasil y Kazajistán. El incremento en la producción de crudo estadounidense, particularmente de esquisto (*shale oil*), se asocia al aumento en el precio internacional del petróleo, a las mejoras en la eficiencia en el proceso de extracción y al estímulo fiscal implementado este año, adicionalmente, hay un mayor número de plataformas petroleras activas, que a finales de septiembre se ubicó en alrededor de 1,054, un 12.0% más de las que estaban activas en promedio hace un año (940 plataformas). Como resultado, el aumento en la producción estadounidense ha compensado la menor oferta de la OPEP y ha suplido, parcialmente, la creciente demanda mundial de combustibles.

### 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 septiembre de 2018 y proyectados hasta diciembre de 2018.

Fuente: Cálculos propios con base en datos de la Secretaría de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Administración de Información Energética de Estados Unidos de América y *Bloomberg*.

La firma *IHS Energy*, con cifras a septiembre, prevé que en 2018 la producción mundial de petróleo se sitúe en 99.9 mbd, mayor en 2.1 mbd respecto a la registrada en 2017. Además, anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 100.3 mbd, mayor en 1.6 mbd a la de 2017. Lo anterior implicaría un resultado negativo entre la oferta y la demanda mundial de crudo (de 0.4 mbd) al finalizar el año, aunque inferior al déficit (0.9 mbd) registrado en 2017.

### Cuadro 1

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

Descripción	2017 <sup>(a)</sup>	2018 <sup>(b)</sup>	Variación 2018/2017
Oferta	97.8	99.9	2.1
Demanda	98.7	100.3	1.6
Balance (oferta - demanda)	-0.9	-0.4	- - - -

(a) Cifras preliminares.

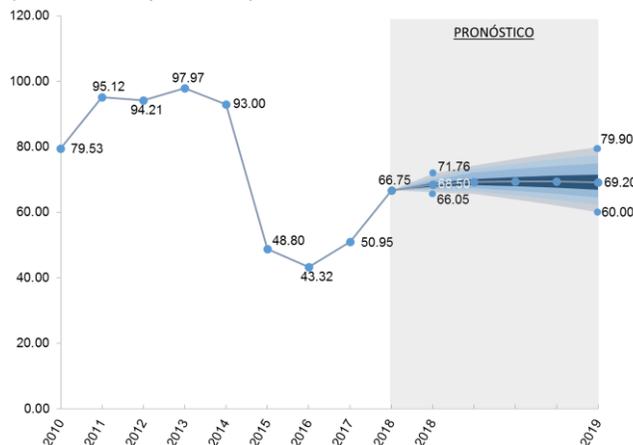
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS Energy, septiembre de 2018.

En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que el barril se ubique en US\$68.50 en 2018 y en US\$69.20 en 2019, ambos superiores al precio promedio registrado en 2017 (US\$50.95 por barril).

### Gráfica 8

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



(1) Con información al 30 de septiembre de 2018.

Fuente: Bloomberg.

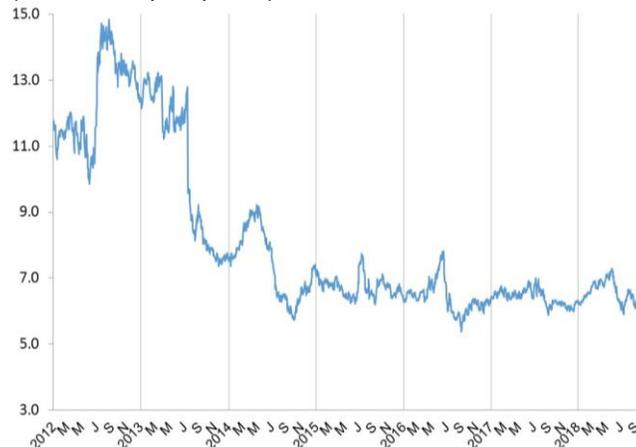
### b) Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante el primer semestre, registró una tendencia al alza, debido a una mayor demanda, particularmente por parte de la República Popular China y de Estados Unidos de América, y por condiciones climáticas adversas que se observaron en importantes regiones productoras en Brasil, Argentina y Estados Unidos de América. Sin embargo, la tendencia se revirtió a partir de

inicios del presente semestre, producto tanto de condiciones climáticas más favorables en algunas de las principales zonas productoras como de la incertidumbre sobre el consumo mundial de cereales, derivado de las tensiones comerciales generadas por la imposición de aranceles por parte del gobierno de la República Popular China sobre los productos estadounidenses de origen agrícola, como respuesta a las medidas arancelarias implementadas por el gobierno de dicho país a diversos productos de la República Popular China.

### Gráfica 9

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



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

Fuente: Bloomberg.

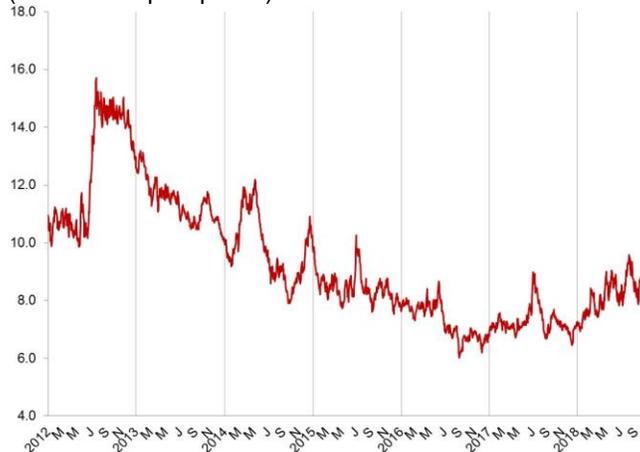
No obstante, los pronósticos del precio promedio del grano evidencian un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2017 (US\$6.42 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$6.69 por quintal en 2018, comportamiento que se extendería a 2019 y alcanzaría un precio de US\$7.16 por quintal.

El precio internacional del trigo registró una pronunciada tendencia al alza desde finales de 2017, alcanzando niveles no observados desde julio de 2015, dicho comportamiento se asoció, fundamentalmente, a la expectativa de una menor oferta mundial, debido a los daños en los cultivos provocados por las condiciones climáticas adversas en las principales zonas productoras de Rusia y el Norte de Europa; aunque la expectativa de

un crecimiento débil de la demanda, la menor incertidumbre por la producción en Europa y el aumento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos de América y la República Popular China, han moderado los precios en los últimos meses.

### Gráfica 10

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



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

Fuente: *Bloomberg*.

Los pronósticos del precio promedio reflejan un alza respecto del precio promedio registrado en 2017 (US\$7.26 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$8.34 por quintal en 2018, tendencia que continuaría en 2019, al situarse en US\$8.53 por quintal.

## 6. Inflación y política monetaria

La inflación internacional durante el presente año, en términos generales, se ha incrementado, debido a precios más altos de los productos energéticos. En las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles superiores a los del año previo y por encima de las metas de sus respectivos bancos centrales en casi todos los países con excepción de Japón, comportamiento asociado, principalmente, a precios superiores de los energéticos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha tendido a incrementarse en los meses recientes, reflejando, adicionalmente el efecto del traspaso de las depreciaciones monetarias.

En Estados Unidos de América, la inflación se ha ubicado consistentemente por arriba del objetivo de mediano plazo de la Reserva Federal (FED) de 2.0%, durante 2018. En septiembre, el ritmo inflacionario se situó en 2.28%, comportamiento atribuido a los mayores precios de los combustibles y al dinamismo de la demanda interna. La FED ha manifestado que los aumentos de la tasa de interés de fondos federales se continuarán realizando de forma gradual y consistente con la expansión sostenida de la actividad económica, las condiciones favorables del mercado laboral y los niveles de inflación por arriba del objetivo. En efecto, en 2018 la FED ha incrementado el rango objetivo de la tasa de interés de fondos federales en 25 puntos básicos en tres ocasiones, en marzo a un rango entre 1.50% y 1.75%, en junio a uno entre 1.75% y 2.00% y en septiembre a uno entre 2.00% y 2.25%, como lo anticipaba el mercado; asimismo, las expectativas del mercado sugieren para el resto del año la probabilidad de un incremento adicional en la tasa de fondos federales. Adicionalmente, la FED ha continuado con el proceso de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017; en ese contexto, al 26 de septiembre de 2018, dicha hoja había disminuido aproximadamente US\$270.0 millardos.

En la Zona del Euro, la inflación mostró un repunte a partir de mayo, ubicándose levemente por encima del valor de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE), situándose en septiembre en un nivel de 2.07%, como consecuencia del mayor precio del rubro de energéticos. De acuerdo con el BCE, la inflación continuará oscilando alrededor del nivel actual en lo que resta del año, debido al incremento en los precios del petróleo, la expansión económica y el crecimiento de los salarios. En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 0.00% en 2018 y ha manifestado que continuará implementando su postura actual en lo que resta 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, confirmó que mantendrá el programa mensual de compras de activos hasta diciembre de 2018, a un ritmo de compras de €30.0 millardos hasta septiembre y luego de €15.0 millardos hasta diciembre, mes en el que, como se indicó, concluirá dicho programa.

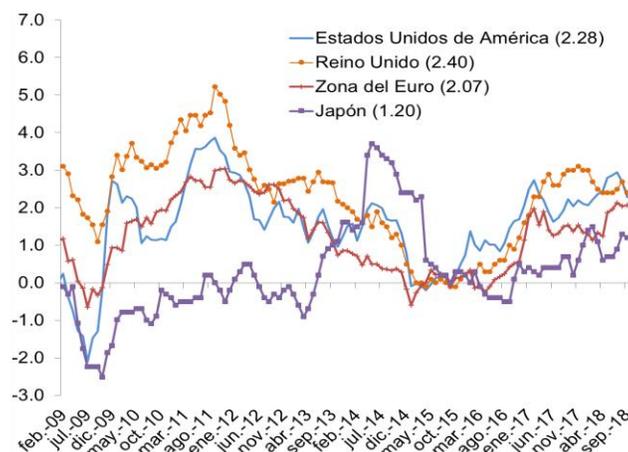
En el Reino Unido, a pesar de que la inflación se desaceleró en los primeros meses de 2018, la misma continuó ubicándose por arriba de la meta (2.0%) y se situó en 2.40% en septiembre. Dicho comportamiento responde, principalmente, al incremento de los precios de transporte, debido a los mayores precios de los combustibles. El Banco de Inglaterra anticipó que la inflación podría mantenerse por arriba de 2.0%, derivado de las presiones al alza de los costos externos. Por ello, el Comité de Política Monetaria decidió en su reunión de agosto aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (ubicándola en 0.75%) y mantener 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, previó que sería apropiado un ajuste continuo de la tasas de política monetaria para garantizar el retorno sostenido de la inflación al nivel objetivo.

En Japón, luego de la desaceleración en el nivel de precios observada en abril, la tasa de inflación mostró un repunte a partir de junio, ubicándose en 1.20% en septiembre, aunque por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés). Dicho comportamiento se asoció al incremento de los precios internos de la energía y de los alimentos. En ese sentido, el Comité de Política del BOJ, en su reunión de septiembre, indicó que la inflación podría aumentar gradualmente hasta converger a 2.0%, como consecuencia, principalmente, de la brecha positiva del producto y del aumento de las expectativas de inflación a mediano y largo plazos, por lo que descartó la posibilidad de iniciar el proceso de normalización de su política monetaria en el corto plazo, tomando en cuenta

la incertidumbre derivada del desempeño de la actividad económica y los precios, así como de los efectos del aumento del impuesto al consumo que entrará en vigencia en octubre de 2019.

### Gráfica 11

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



(1) Datos a septiembre de 2018.

Fuente: Bancos centrales

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación registró una aceleración en la mayor parte del año, debido principalmente, a los mayores precios de los energéticos. Cabe destacar que algunas de estas economías han mostrado vulnerabilidades macroeconómicas que han propiciado importantes depreciaciones de sus monedas, ante la normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas, la reversión de los flujos de capital hacia las economías avanzadas y la incertidumbre relacionada con el comercio mundial.

No obstante, en las principales economías de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, el ritmo inflacionario se moderó en lo que va del año, resultado del desvanecimiento de algunas presiones de oferta, aunado a presiones de demanda incipientes en algunas de estas economías, lo que permitió a algunos bancos centrales mantener un sesgo acomodaticio de su política monetaria; no

obstante, como se indicó, el incremento reciente de las tasas de interés a nivel internacional, ha provocado salidas de capital en algunas de estas economías, lo que está obligando a algunos bancos centrales a cambiar su postura de política monetaria.

En la República Popular China, la inflación registró una importante desaceleración en los primeros meses del año (desde 2.90% en febrero hasta 1.80% en mayo), al disiparse los efectos estacionales de las celebraciones del Año Nuevo Lunar; sin embargo, la inflación repuntó a partir de junio debido a factores temporales relacionados con los alimentos, ubicándose en 2.50% en septiembre, aunque se mantiene por debajo de la meta de 3.0% del gobierno debido, entre otros factores, a la desaceleración de la demanda y al endurecimiento de la regulación financiera por parte del gobierno chino, en el marco del Plan de Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir las crecientes vulnerabilidades financieras. Cabe destacar que, dentro de la reestructuración del marco regulatorio, el BPC asume un papel central en la implementación de la política macroprudencial y en el mantenimiento de la estabilidad financiera y una postura de política monetaria prudente.

En México, en los primeros meses de 2018 la inflación registró una tendencia decreciente y alcanzó su menor valor en mayo (4.51%), comportamiento asociado al desvanecimiento de los choques de oferta observados en 2017, relacionados entre otros, al efecto de la depreciación del peso mexicano y de las alzas de los precios de los energéticos derivada de la liberalización del mercado de los mismos. No obstante, a partir de junio, la inflación evidenció un leve repunte hasta situarse en 5.02% en septiembre, por arriba del límite superior de la meta establecida por la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual) a causa, principalmente, de los mayores precios internacionales de los combustibles, lo cual provocó que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos se ajustaran al alza para el cierre de 2018 (4.25%). El

Banco de México prevé que la inflación retome una tendencia a la baja y se aproxime al nivel objetivo en lo que resta del año y en 2019; por lo que, convergería a la meta en el primer semestre de 2020. En mayo, dicho banco central decidió incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia, ubicándola en 7.75%, luego de haberla incrementado en 25 puntos básicos en febrero, con el propósito de coadyuvar al cumplimiento de la referida meta de inflación en el horizonte de mediano plazo.

En Brasil, el ritmo inflacionario se mantuvo en niveles inferiores a 3.0% durante los primeros cinco meses del año; sin embargo, mostró un repunte a partir de junio, resultado principalmente, del incremento en el precio de los alimentos, asociado a los efectos temporales de la huelga de transportistas a finales de mayo, la cual causó un fuerte desabastecimiento en los principales centros urbanos del país. En septiembre, la inflación se situó en 4.53%, levemente superior al valor central de la meta (4.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). El Banco Central de Brasil, con el propósito de apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, redujo 50 puntos básicos el nivel de la tasa SELIC (tasa interés de política monetaria) en sus reuniones de febrero y marzo, y la mantuvo en 6.50% en mayo, junio, agosto y septiembre, su nivel mínimo histórico.

En Chile, la inflación ha mostrado una tendencia alcista en lo que va de 2018 y en septiembre se ubicó en 3.14%, nivel que se sitúa dentro de los límites de tolerancia de la meta establecida por el Banco Central de Chile (3.0% +/- 1 punto porcentual), comportamiento asociado, fundamentalmente, a alzas estacionales de la inflación de alimentos; mayores precios de los combustibles y al traspaso a los precios internos de la depreciación del peso. El Banco Central de Chile prevé que la inflación cierre alrededor de la meta en 2018, impulsada por la evolución favorable de las condiciones macroeconómicas y sus perspectivas, lo cual justificaría iniciar con un proceso de normalización de su política

monetaria, incrementado la tasa de política monetaria en los próximos meses, tasa que se ha mantenido en 2.50% desde mayo de 2017.

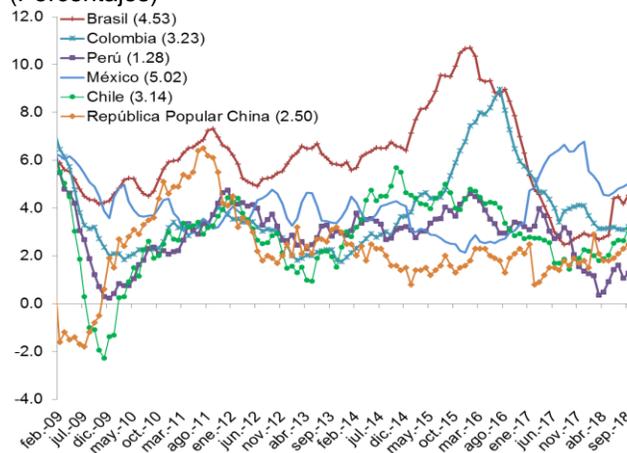
En Colombia, la inflación registró una importante disminución en los primeros tres meses del año, con la cual se acercó a la meta de inflación establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), comportamiento debido, en parte, al desvanecimiento del efecto atribuido al aumento de los impuestos a principios de 2017 y por la amplia oferta de alimentos, que ha reducido el precio de los mismos. No obstante, a partir del segundo trimestre del año, un moderado crecimiento de la demanda interna y la falta de presiones del lado del tipo de cambio, influyeron en la reducción y la estabilización de la inflación ligeramente por encima del valor central de la meta, con lo cual en septiembre se ubicó en 3.23%. Este comportamiento favorable permitió que la autoridad monetaria redujera, en sus reuniones de enero y de abril, la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos (en cada oportunidad), situándola en 4.25%, reflejando una postura de política monetaria ligeramente acomodaticia. No obstante, dicha autoridad considera que persisten algunos riesgos al alza, entre los que destacan repuntes en los precios de los combustibles y de los alimentos, los cuales podrían generar algunas alzas transitorias sin que ello implique un resultado fuera del rango de tolerancia de la meta para fin de año.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 1.28% en septiembre, dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%) en un contexto de ausencia de presiones inflacionarias generalizadas. La baja inflación, se asocia principalmente, a la reducción de los precios de los alimentos y bebidas como reflejo de la regularización de la actividad agrícola tras el fenómeno climatológico de El Niño en 2017. Ante este escenario, el banco central redujo, en el primer semestre del año, en dos ocasiones su tasa de interés de política monetaria, por un total de 50 puntos básicos, ubicándola en 2.75%, con el objeto

de facilitar la convergencia de la inflación al valor central del rango meta (2.0%), ante un crecimiento de la actividad económica menor a su potencial.

### Gráfica 12

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



(1) Datos a septiembre de 2018.

Fuente: Bancos centrales.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación continuó fluctuando en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región. Al respecto, destaca la estabilidad de la mayoría de las divisiones de gasto, aunque recientemente se han empezado a evidenciar presiones al alza sobre los alimentos y los combustibles. Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, el Banco Central de Costa Rica en su reunión de enero y el Banco Central de la República Dominicana en su reunión de julio, incrementaron su tasa de interés en 25 puntos básicos ubicándolas en 5.00% y 5.50% respectivamente, ante el aumento en las expectativas de inflación influenciadas por los mayores precios del petróleo, además del incremento de la presiones de demanda interna para el caso de la República Dominicana.

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

## Cuadro 2

### Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación (Porcentajes)

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2017	Proyecciones		2017	Proyecciones	
		2018	2019		2018	2019
<b>Principales socios comerciales de</b>						
<b>Guatemala</b>						
Estados Unidos	2.2	2.9	2.4	2.2	2.1	2.3
El Salvador	2.3	2.5	2.3	2.0	1.4	2.0
Honduras	4.8	3.5	3.6	4.7	4.7	4.5
Zona del Euro	2.4	2.1	1.8	1.4	1.9	1.7
México	2.0	2.2	2.4	6.8	4.3	3.1
<b>Otros socios comerciales</b>						
Colombia	1.8	2.8	3.6	4.1	3.1	3.0
Japón	1.7	1.2	1.2	0.6	1.4	1.7
Brasil	1.0	1.4	2.4	2.9	4.2	4.2
Chile	1.5	4.0	3.4	2.3	2.9	3.0
Perú	2.5	4.1	4.1	1.4	2.4	2.0
Reino Unido	1.7	1.4	1.5	3.0	2.3	2.1
República Popular China	6.9	6.6	6.3	1.8	2.5	2.3
<b>Mundial</b>	3.7	3.7	3.7	3.3	4.2	3.6
<b>-Economías avanzadas</b>	2.3	2.4	2.1	1.7	1.9	2.0
<b>-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo</b>	4.7	4.7	4.7	4.5	5.7	4.7
<b>-América Latina y el Caribe (1)</b>	1.3	1.2	2.2	5.9	6.8	4.9
<b>-Centroamérica</b>	3.3	2.3	2.8	4.1	3.7	4.1
<b>Principales socios (2)</b>	2.4	2.7	2.4	2.9	2.5	2.5

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

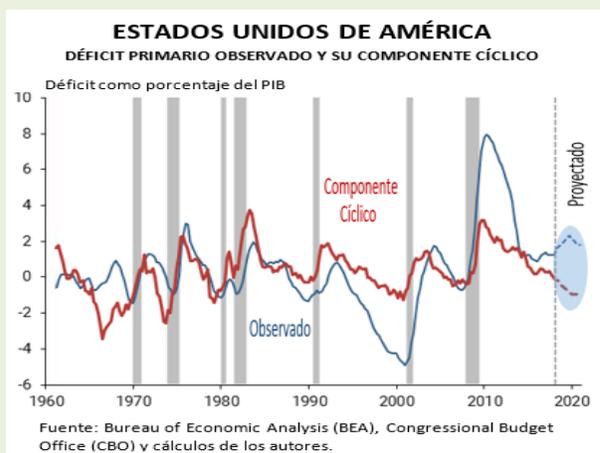
(1) En la inflación, se excluye a Argentina y Venezuela y se refiere a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

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

## RECUADRO 5 POLÍTICA FISCAL EN BUENOS Y MALOS MOMENTOS

Desde una perspectiva macroeconómica, la postura de la política fiscal suele evaluarse a partir de los movimientos del déficit primario (diferencia entre el gasto y los ingresos del gobierno, excluyendo los pagos de intereses de la deuda) como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB). En ese sentido, la evidencia empírica indica que el déficit primario tiende a ser altamente contracíclico, lo que significa que aumenta durante las desaceleraciones económicas (malos momentos) y disminuye durante las expansiones (buenos momentos). Recientemente, la política fiscal de los Estados Unidos de América se ha tornado evidentemente procíclica, debido, en buena medida, a los recortes tributarios implementados a finales del año anterior y que han proporcionado un estímulo significativo a la economía. En ese contexto, Mahedy y Wilson (2018) evalúan qué tan procíclica es la política fiscal estadounidense en relación a las tendencias pasadas, así como los efectos macroeconómicos del estímulo fiscal.

Al respecto, para cuantificar el grado de ciclicidad de la política fiscal, los autores estiman la relación entre el déficit primario y la brecha del producto (diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial, ambos en términos reales). Para ello, utilizan un análisis de regresión para el periodo de 1960 a 2017 con datos trimestrales, extrayendo el componente cíclico del déficit primario.



Como puede observarse, el componente cíclico del déficit primario típicamente se incrementa durante tiempos de recesión, para luego contraerse a medida que la economía se recupera. Sin embargo, al evaluar el comportamiento reciente del déficit primario de Estados Unidos de América destaca que, desde la Segunda Guerra Mundial, no se registraba un déficit primario que fuera notablemente divergente de su componente cíclico. En efecto, a finales de la década de 1960, cuando Estados Unidos de América participó en la Guerra de Vietnam, los gastos militares y, por ende, el del gobierno general, aumentaron bruscamente en medio de una prolongada expansión económica, siendo estas las principales causas de la divergencia respecto su componente cíclico.

Fuente: Mahedy, Tim y Wilson, Daniel (2018). "Fiscal Policy in Good Times and Bad". FRBSF Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco. Junio.

Cabe indicar que el aumento de la divergencia en las direcciones del déficit primario y su componente cíclico (como se muestra en la parte proyectada del gráfico), sugiere que la postura de política fiscal tendería a ser más procíclica en los próximos años, de hecho, el aumento proyectado en el déficit federal durante los próximos años representaría la postura de política fiscal más procíclica desde la Guerra de Vietnam. En opinión de los autores, esto es relevante, ya que estudios recientes han encontrado que un estímulo fiscal tiene un menor impacto cuando la economía se encuentra en expansión, lo que implicaría que el impulso a corto plazo para el crecimiento del PIB de Estados Unidos de América podría ser menor a lo previsto.

Asimismo, los autores señalan que el comportamiento contracíclico del déficit primario es impulsado, principalmente, por el gasto gubernamental debido a que una parte significativa este consiste en programas diseñados, de tal manera, que la cantidad de personas elegibles para los beneficios aumenta en las recesiones económicas y disminuye en las expansiones. Por su parte, los ingresos tienden a ser, generalmente, más procíclicos, debido a que los ingresos tributarios (conformados principalmente por los ingresos de personas individuales y las ganancias corporativas) crecen más rápido en las expansiones económicas que en las recesiones.

Por otra parte, la literatura económica ha analizado si el estímulo fiscal afecta el desempeño económico de manera diferente en los buenos tiempos que en los malos tiempos. Particularmente, algunos estudios evalúan si el "multiplicador fiscal", definido como la respuesta del PIB ante un cambio en la política fiscal, depende del estado de la economía. En ese sentido, los resultados obtenidos por los autores indican que el multiplicador fiscal es más pequeño durante las expansiones que durante las recesiones. Alternativamente, estudios realizados desde un enfoque microeconómico sugieren que, en promedio, la propensión marginal a consumir en la economía y, a su vez, el multiplicador fiscal, deberían disminuir en las expansiones, fundamentado en que la proporción de la población que tiene restricciones de liquidez generalmente se reduce durante las expansiones.

En conclusión, los autores enfatizan que, la reciente política fiscal de Estados Unidos de América ha tomado un giro fuertemente procíclico, impulsado principalmente por los recortes de impuestos. Asimismo, señalan que se ha previsto que la actividad económica registre incrementos relevantes en los próximos dos o tres años como resultado de dichas medidas fiscales; sin embargo, mencionan que los efectos del estímulo fiscal en la actividad económica podrían ser mucho menores, considerando que la actividad económica estadounidense aún se encuentra en una fase de expansión, lo que sugiere que, en el contexto actual, las previsiones de crecimiento económico pueden ser demasiado optimistas.

## II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

### A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Producto Interno Bruto (PIB), observado en el segundo trimestre de 2018, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.3%, superior a la registrada en el trimestre previo (2.0%) y a la observada en el mismo trimestre del año anterior (2.2%).

La evolución del PIB en el segundo trimestre de 2018, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas (con excepción de la explotación de minas y canteras), destacando transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y servicios privados. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor de 89% del crecimiento del segundo trimestre.

En ese contexto, en el crecimiento de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, incidió, principalmente, el dinamismo de la actividad de telecomunicaciones, debido al incremento de suscriptores de telefonía y servicios de aplicaciones que utilizan internet móvil, así como al aumento en la contratación de servicios de cable residencial; además, fue influenciado por el incremento en la demanda de transporte terrestre por parte de algunas actividades agrícolas e industriales.

El desempeño de la actividad de industrias manufactureras fue influenciado positivamente por el dinamismo observado en las actividades relacionadas con la fabricación de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, derivado del incremento observado tanto en las ventas locales, como en las exportaciones de prendas de vestir. Asimismo, el grupo de otros productos manufacturados se vio favorecido por las actividades de productos metálicos, maquinaria y equipo; papel, edición e impresión; fabricación de productos destinados a la construcción; y productos químicos, resultado del aumento en la demanda interna. Por su parte, el mayor dinamismo en las actividades

relacionadas con la elaboración de alimentos, bebidas y tabaco, se asoció al incremento en la demanda externa de aceites y grasas de origen vegetal y animal; y de alimentos preparados para animales; así como a la mayor demanda interna de carne de aves, cacao, chocolate y productos de la confitería, entre otros.

El dinamismo del comercio al por mayor y al por menor obedeció, principalmente, al incremento observado en la demanda final e intermedia, que influyó favorablemente en la actividad económica interna y en la mayor importación de bienes. Entre los productos que destacaron por el incremento en sus ventas se encuentran alimentos y bebidas; textiles y prendas de vestir; combustibles; electrodomésticos; y aparatos, artículos y equipo de uso doméstico.

El crecimiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, registró un mayor dinamismo debido al comportamiento positivo mostrado por la actividad de crianza de aves de corral que estuvo influenciada por el incremento en la demanda interna. El desempeño favorable de los cultivos tradicionales se asoció, principalmente, al incremento en los rendimientos obtenidos en la producción de café y cardamomo. Por su parte, el mejor comportamiento observado en las actividades de cultivos no tradicionales se debió a la mayor producción de palma africana utilizada como insumo para la elaboración de aceites, así como al aumento en la producción de tubérculos y hortalizas, específicamente de papa, brócoli y tomate, destinados al mercado externo.

Finalmente, el resultado de los servicios privados, estuvo influenciado por el dinamismo observado en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, entre las que destacaron las actividades inmobiliarias, de arquitectura e ingeniería, de publicidad, de alquiler de maquinaria y de otras actividades empresariales como servicios de seguridad, centros de llamadas (*call-centers*), servicio de dotación de personal, entre otras. El desempeño del mantenimiento y reparación de vehículos

obedeció al aumento en la demanda de estos servicios por parte de los hogares, consistente con el incremento mostrado en las estadísticas del parque vehicular. Por su parte, el crecimiento de las actividades de enseñanza, salud y servicios sociales se asoció al mayor dinamismo observado en la demanda de servicios médicos y odontológicos; así como de servicios diversos relacionados con la salud humana.

### Cuadro 3

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB	2017			2018	
		II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.1	1.9	3.6	3.4	1.7	3.9
Explotación de Minas y Canteras	0.8	-0.1	-44.4	-41.8	-54.8	-53.9
Industria Manufacturera	18.7	-1.4	3.8	2.8	2.3	4.0
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.9	2.1	7.5	5.1	7.8	9.2
Construcción	2.2	2.6	3.0	2.8	2.2	3.0
Comercio al por mayor y al por menor	11.2	3.5	3.3	2.6	3.7	4.0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.3	3.4	3.4	6.7	4.2	7.8
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	6.7	3.4	3.9	3.0	4.1	6.4
Alquiler de Vivienda	10.2	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1
Servicios Privados	15.9	3.7	3.1	3.3	3.5	2.8
Administración Pública y Defensa	7.8	1.8	2.2	4.2	2.3	3.0
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		2.2	2.7	2.9	2.0	3.3

(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.

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, en el segundo trimestre de 2018, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 5.9%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares. Este comportamiento refleja la mejora en el ingreso y en el empleo reportado en las estadísticas de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS), el incremento en las remesas familiares y el desempeño del crédito al consumo. Cabe indicar que el incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados podría estar limitando el crecimiento del ingreso real disponible y, por ende, un mayor consumo privado. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un crecimiento de 4.7%, como resultado del

incremento observado, en términos reales, de las remuneraciones pagadas y de la compra de bienes y servicios de algunos renglones presupuestarios por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), esta creció 3.5%, principalmente por el desempeño positivo de la inversión en construcción de obras de ingeniería civil por parte de la administración pública, así como por el incremento en la inversión de bienes de capital de origen importado destinada para la industria, telecomunicaciones y construcción.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una reducción de 5.0%, explicado, principalmente, por la caída del volumen exportado de azúcar, níquel, preparados a base de cereales, caucho natural, materiales plásticos y sus manufacturas, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 5.6%, en términos reales, resultado del comportamiento registrado en el volumen importado de bienes de consumo, materias primas y productos intermedios, materiales de construcción y bienes de capital, específicamente los destinados para el transporte, la industria, las telecomunicaciones y la construcción.

### Cuadro 4

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2017			2018	
		II	III	IV	I	II
<b>Demanda Interna</b>		3.1	1.9	3.0	2.0	6.1
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	85.8	3.6	3.1	3.6	3.0	5.9
Gasto de Gobierno Central	9.0	1.7	-0.8	6.0	3.0	4.7
Formación Bruta de Capital Fijo	13.0	2.8	2.4	1.9	1.8	3.5
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	28.9	-0.5	1.8	0.4	-2.8	-5.0
<b>(-) Importaciones de bienes y servicios</b>	43.9	3.6	-1.2	1.6	-2.4	5.6
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		2.2	2.7	2.9	2.0	3.3

(1) Medido por el destino del gasto.

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

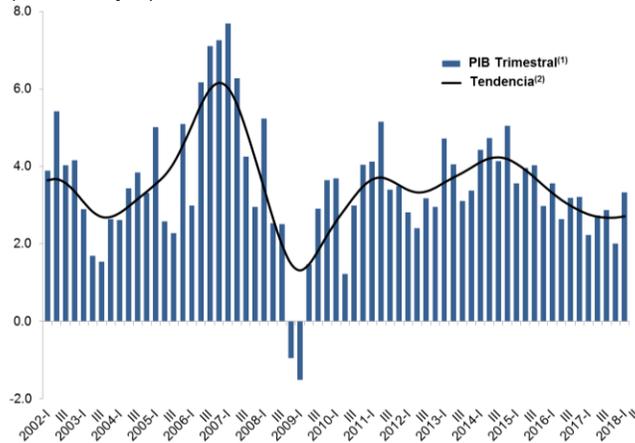
(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Por su parte, a agosto de 2018, el IMAE registró un crecimiento interanual de 3.2%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor; industrias manufactureras; servicios privados; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y transporte, almacenamiento y comunicaciones; mientras que la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes también fue de 3.2%, congruente con el crecimiento previsto del PIB anual para 2018 (entre 2.8% y 3.2%).

**Gráfica 13**

Producto Interno Bruto Trimestral (Porcentajes)



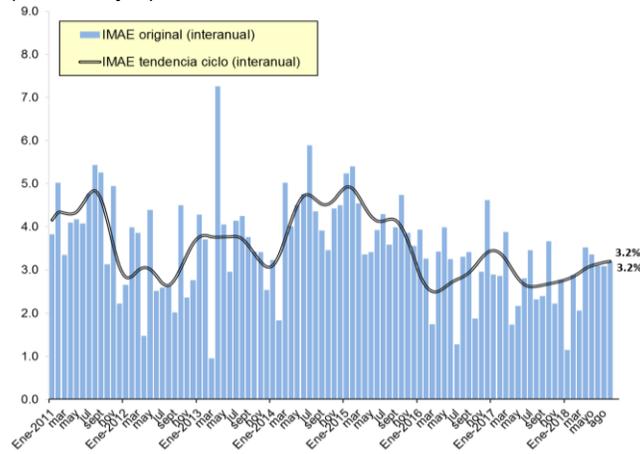
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a junio de 2018.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 14**

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



(1) Base 2001 = 100.

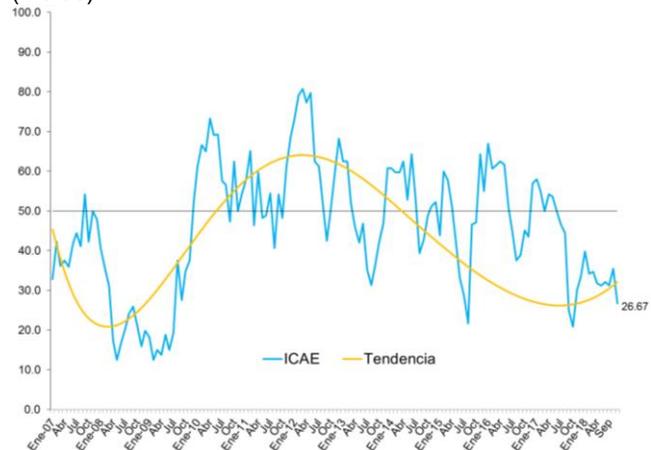
(2) Con información a agosto de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al ICAE, este se ubicó en 26.67 puntos en septiembre, levemente superior al nivel observado el mismo mes del año anterior (25.00 puntos), situándose aún en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), reflejando la percepción del panel de analistas privados con respecto al clima de negocios y de inversión que prevalecería en los próximos seis meses. Aunque los resultados de septiembre reflejaron un nivel moderado de confianza económica, las expectativas del referido panel respecto del crecimiento económico, previstas para 2018 y para 2019, no registraron cambios significativos en comparación con las proyecciones efectuadas el mes previo, lo cual es indicativo de que la incertidumbre que afectó la percepción económica, es considerada transitoria.

**Gráfica 15**

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



(1) Con información a septiembre de 2018.

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

## B. SECTOR EXTERNO

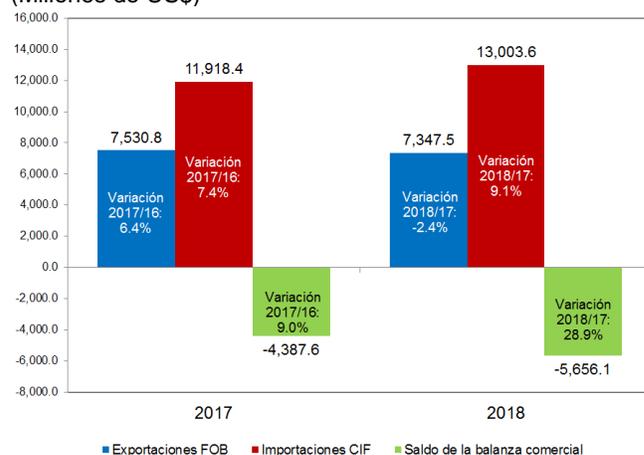
El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró una disminución de 2.4% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a agosto de 2018, respecto de similar periodo de 2017, explicado por la disminución en el volumen exportado (10.6%), compensado, en parte, por el aumento en el precio medio (9.1%). En ese periodo, el

valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 9.1%, reflejo del incremento tanto del precio medio de importación (7.7%) como del volumen importado (1.3%). El referido aumento en el precio medio, se explica, fundamentalmente, por el alza registrada en el precio del petróleo y sus derivados en los mercados internacionales respecto al mismo periodo del año anterior.

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$5,656.1 millones, superior en US\$1,268.5 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$ 4,387.6 millones).

### Gráfica 16

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



(1) Con información a agosto de cada año.

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

Con relación a los términos de intercambio, estos habían sido favorables para Guatemala en los últimos años, lo que, aunado a los importantes flujos de remesas familiares, generó un cambio en el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual pasó de un déficit a un superávit de alrededor del 1.5% del PIB en 2016 y del 1.6% del PIB en 2017, asociado, en parte, a que en 2016 la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones; en tanto que en 2017 el repunte de los precios de las importaciones fue levemente superior al de las exportaciones. Cabe resaltar que dicho resultado se ha venido revirtiendo conforme los precios

internacionales de algunas materias primas, en especial del petróleo y sus derivados, han empezado a subir<sup>33</sup>.

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

El valor exportado de azúcar disminuyó US\$196.9 millones (28.7%), derivado de la caída tanto del volumen (18.7%) como del precio medio (12.3%), que pasó de US\$19.99 en agosto de 2017 a US\$17.53 por quintal en agosto de 2018. Según *The Public Ledger*<sup>34</sup> y *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del azúcar se asocia al aumento de la producción de caña en Brasil, India y Tailandia, por condiciones climáticas favorables.

Las ventas al exterior de plomo registraron una caída de US\$147.4 millones (97.5%), y las de piedras y metales preciosos y semipreciosos de US\$84.5 millones (91.0%); las cuales se explican por la suspensión temporal de operaciones de la Minera San Rafael (desde mediados de 2017) y del cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora<sup>35</sup>.

La disminución en el valor de las exportaciones de café de US\$40.4 millones (6.3%), se asocia a la caída en el precio medio (10.7%), al pasar de US\$170.27 a US\$151.97 por quintal entre agosto de 2017 y agosto del presente año, dicha caída fue compensada, parcialmente, por un incremento en el volumen (5.0%). De acuerdo con *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del café se

<sup>33</sup> Esta situación ha reducido la presión hacia la apreciación en el tipo de cambio nominal, que se observó desde 2014 hasta mediados del año anterior.

<sup>34</sup> Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

<sup>35</sup> El valor total exportado a agosto de 2017 por Minera San Rafael y Montana Exploradora ascendió a US\$254.8 millones, mientras que a agosto de 2018 no exportó nada debido a la citada suspensión de operaciones.

explica, principalmente, por el incremento en la producción tanto en Brasil como en Vietnam debido a condiciones climáticas favorables. En los últimos años, el volumen exportado del grano se ha venido recuperando, luego del impacto de la plaga de roya que afectó las plantaciones nacionales entre 2012 y 2013<sup>36</sup>.

Las exportaciones de caucho natural (hule) registraron una disminución de US\$21.5 millones (18.0%), debido a la reducción en el precio medio (19.6%); el cual fue compensado, parcialmente, por un aumento en el volumen exportado (2.0%). El comportamiento a la baja en el precio internacional, se asocia, principalmente, a la disminución en la demanda por parte de la República Popular China, principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$63.2 millones (42.3%), explicado por un incremento en el precio medio (26.4%) y en el volumen (12.5%). Este comportamiento obedece principalmente a dos factores; el primero, a un cambio en la composición del volumen exportado, privilegiando las exportaciones de ferróniquel cuyo precio medio es mayor que el del resto de exportaciones en este rubro y, el segundo, a la moderada recuperación de los precios internacionales de algunos de estos metales.

El valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario se incrementó US\$51.0 millones (5.6%), debido, principalmente, al aumento en el volumen exportado (8.6%), dado que el precio medio de exportación disminuyó levemente (2.8%). El aumento en las exportaciones se asocia, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores (AGEXPORT), fundamentalmente a la mayor demanda de Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor del 93% de las exportaciones.

Las exportaciones de legumbres y hortalizas registraron un alza de US\$28.0 millones (23.6%), como

consecuencia del aumento tanto en el precio medio (17.0%) como en el volumen (5.6%). En el comportamiento del volumen destacan las mayores ventas de arvejas y hortalizas cocidas o congeladas, asociadas a una mayor demanda, especialmente, de Estados Unidos de América, El Salvador, Reino Unido, Países Bajos y México; países a los que se destinó alrededor del 94% del total exportado.

Las ventas al exterior de frutas frescas, secas o congeladas registraron un aumento de US\$24.3 millones (11.7%), que se explica, por el incremento tanto en el precio medio (8.3%) como en el volumen (3.1%). En el comportamiento del volumen destacan las mayores ventas de melón, sandía y piña ante una mayor demanda por parte de Estados Unidos de América; país al que se destinó alrededor del 80% del total exportado bajo este rubro.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$18.4 millones (7.9%), explicado por el alza en el precio medio por quintal (10.1%), al pasar de US\$469.44 en agosto de 2017 a US\$517.02 en similar mes de 2018; dicho aumento fue compensado, parcialmente, por la caída en el volumen exportado (2.0%). De acuerdo con el Comité de Cardamomo de la AGEXPORT, en el comportamiento del precio internacional continúa influyendo la disminución del volumen de producción de India, como consecuencia de condiciones climáticas adversas.

Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de estas (9.1%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza del precio medio de importación (7.7%) y del volumen (1.3%). El alza que se observó en el precio medio de los combustibles y lubricantes fue contrarrestada, parcialmente, por la disminución que registró el precio medio de las importaciones de bienes de capital; mientras que el leve aumento en el volumen importado, se explica, fundamentalmente, por el incremento en la mayoría de bienes importados, contrarrestado, parcialmente, por la menor demanda de combustibles y

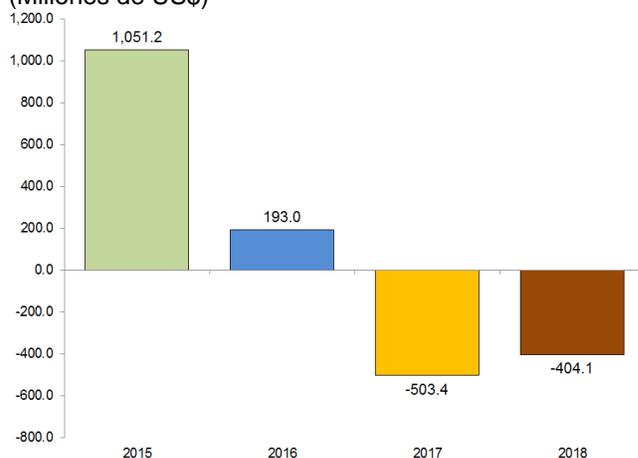
<sup>36</sup> Las plantaciones de café incrementan la productividad entre 4 y 5 años después de la siembra.

lubricantes. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los rubros de combustibles y lubricantes (22.6%), de materias primas y productos intermedios (10.7%), de materiales de construcción (9.3%), de bienes de consumo (5.1%) y de bienes de capital (0.5%).

El aumento del precio internacional del crudo desde finales de 2016 ha provocado, al igual que lo observado en 2017, que el ahorro en la factura petrolera (rubro de combustibles y lubricantes) que se acumuló entre 2015 y 2016, tienda a reducirse (desahorro de US\$503.4 millones en 2017). A agosto de 2018, la factura petrolera registró un aumento de US\$404.1 millones respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual refleja la disolución gradual del ahorro obtenido en dicha factura en años previos.

#### Gráfica 17

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



(1) Con información a agosto de 2018.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de septiembre, se situó en US\$6,823.8 millones, superior en US\$726.5 millones (11.9%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo, resultado de la moderación de los envíos extraordinarios (constituidos principalmente por ahorros). No obstante, durante el presente año el flujo de remesas familiares ha continuado mostrando un crecimiento importante, dado

que el desempleo hispano en Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos.

Al 30 de septiembre de 2018, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$12,309.2 millones, mayor en US\$539.7 millones al de diciembre de 2017, como resultado, principalmente, de las compras efectuadas mediante el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales previsto en la política cambiaria vigente<sup>37</sup> (US\$433.9 millones) y por las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$504.4 millones), lo cual fue contrarrestado, parcialmente, por los pagos netos por deuda externa del sector público y por la amortización neta de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América emitidos por el Banco de Guatemala. El referido nivel de RIN equivale a 7.4 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.

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 la única ancla nominal de su política monetaria. Dicha flexibilidad del tipo de cambio nominal es importante porque permite que los choques de oferta se absorban adecuadamente, evitando que los ajustes se trasladen directamente al empleo y a la producción, pues resulta en un amortiguador de los choques externos, como por ejemplo el derivado de las variaciones en los términos de intercambio. En ese sentido, el Banco de Guatemala, mediante una regla transparente y conocida por el mercado, participa en el Mercado Institucional de Divisas exclusivamente con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, sin alterar su tendencia; en adición, durante los primeros cinco meses del año y entre agosto

<sup>37</sup> Cabe indicar que dicho mecanismo ha sido utilizado entre enero y mayo y entre agosto y septiembre del presente año.

y septiembre<sup>38</sup>, mantuvo vigente la medida de acumulación de reservas monetarias internacionales, cuyo objetivo principal fue el de reducir el excedente de divisas en el mercado cambiario, para fortalecer la posición externa del país en momentos que es factible, en particular para enfrentar retos que eventualmente pudieran surgir de una coyuntura internacional adversa en la que el Banco Central tuviera que utilizar sus reservas internacionales para moderar una excesiva volatilidad cambiaria y, por ende, evitar que los efectos nocivos de dicha volatilidad se trasladaran a la actividad económica y a los precios.

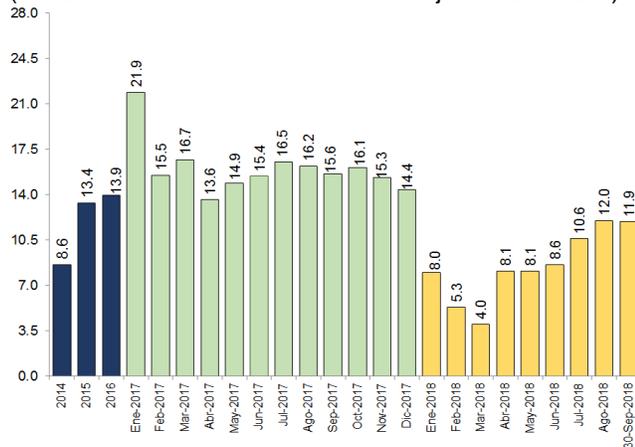
El tipo de cambio nominal registró, al 30 de septiembre, una depreciación interanual de 4.87% (depreciación acumulada de 4.86%), comportamiento asociado a la reversión de sus fundamentos, que hasta agosto de 2017, habían propiciado una tendencia a la apreciación.

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

<sup>38</sup> El Comité de Ejecución, a petición de la Junta monetaria, realizó un análisis sobre comportamiento del tipo de cambio nominal. En ese sentido, el Comité consideró que la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario ha sido efectiva para moderar volatilidad cambiaria, sin alterar su tendencia, pero que esta no soluciona el problema del exceso acumulado (*stock*); en tanto que, el mecanismo de acumulación de reservas internacionales que estuvo vigente entre enero y mayo del presente año, sí mostró efectividad para dicho propósito, moderando, aunque parcialmente, el referido exceso acumulado de divisas. Por lo que, con base en dicho análisis, acordaron recomendar volver a utilizar el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales hasta por un monto de US\$150.0 millones (para completar los US\$500.0 millones aprobados originalmente), entre el 17 de agosto y octubre del presente año. Por otra parte, manifestaron que, en su opinión, la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, en las circunstancias actuales, parece no ser atractiva para los participantes del mercado y, que por consiguiente, era recomendable que se finalizara con la referida captación de depósitos a plazo.

**Gráfica 18**

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

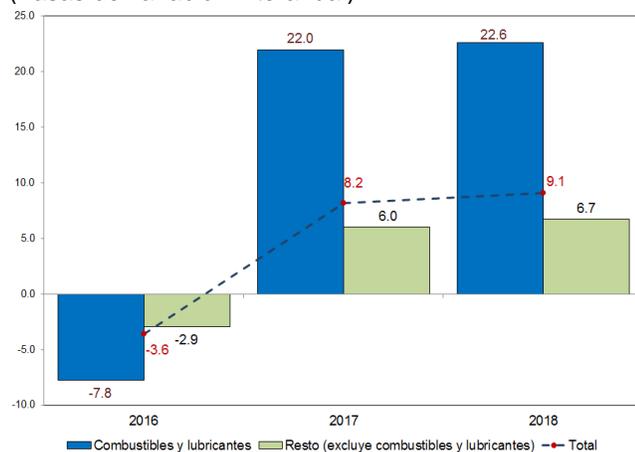


Fuente: Banco de Guatemala.

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

**Gráfica 19**

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



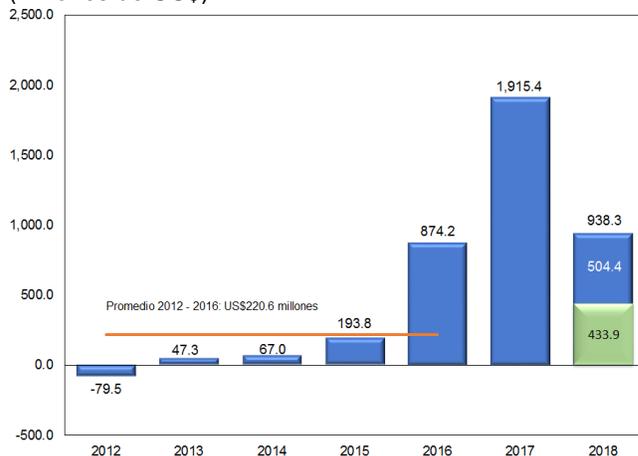
(1) Con información a diciembre de cada año. 2018 a agosto.  
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

El tercer factor se refiere a la disminución del valor de las exportaciones en lo que va del presente año, que como se indicó, obedece a la disminución de los precios internacionales de algunos productos de exportación, pero también al menor volumen exportado de algunos productos de las industrias extractivas.

La participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas (MID), al 30 de septiembre de 2018, ha generado compras netas de divisas por US\$504.4 millones por activación de la regla cambiaria y US\$433.9 millones por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, lo que sitúa la participación del Banco Central en US\$938.3 millones, equivalente a 2.63% del total negociado en el MID (US\$1,915.4 millones, equivalente a 5.84% del total negociado, al 30 de septiembre del año anterior). Al 30 de septiembre, el saldo de los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América se situó en US\$87.5 millones, menor en US\$107.5 millones al saldo registrado el 31 de diciembre de 2017.

### Gráfica 20

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



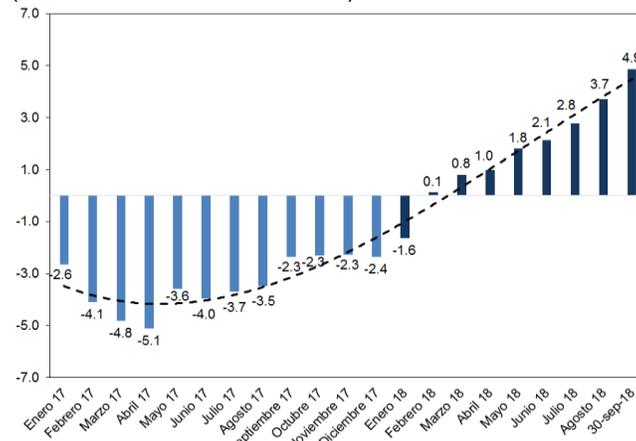
(1) Con información al 30 de septiembre de cada año.  
(2) En 2018 se incluyen US\$504.4 millones por la activación de la regla de participación y US\$433.9 por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.  
Fuente: Banco de Guatemala.

La apreciación interanual del tipo de cambio nominal en 2017 que alcanzó un máximo de 5.3% el 17

de abril de ese año y que se revirtió gradualmente hasta alcanzar una apreciación de 2.4% al finalizar 2017, se ha tornado, al 30 de septiembre, en una depreciación interanual de 4.9%, como se ilustra en la gráfica siguiente.

### Gráfica 21

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



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

## C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

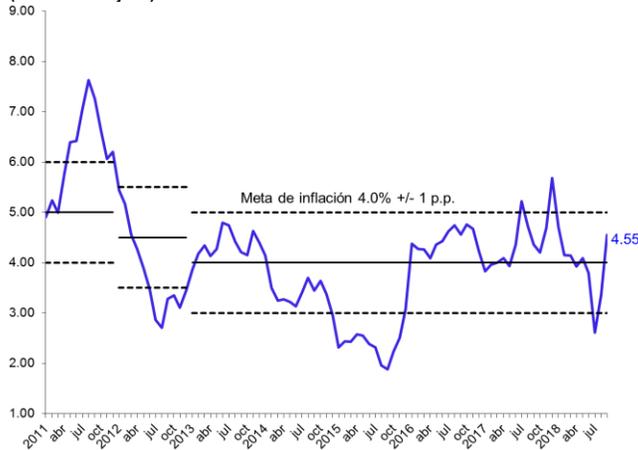
### 1. Evolución reciente de la inflación

A septiembre de 2018, el ritmo inflacionario se situó en 4.55% valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual). Entre enero y julio del presente año, la evolución de precios mostró la reversión de los choques de oferta de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas registradas el año anterior; en tanto que en agosto y septiembre, dicha división de gasto volvió a mostrar un crecimiento importante, resultado del alza en los precios medios de varios gastos básicos, particularmente, el maíz blanco, los productos de tortillería y algunas hortalizas y frutas. Por su parte, las divisiones de gasto de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles continúan mostrando un comportamiento al alza asociado al incremento en el precio medio de los energéticos derivado,

fundamentalmente, del incremento observado en el precio internacional del petróleo y sus derivados.

### Gráfica 22

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)  
(Porcentajes)

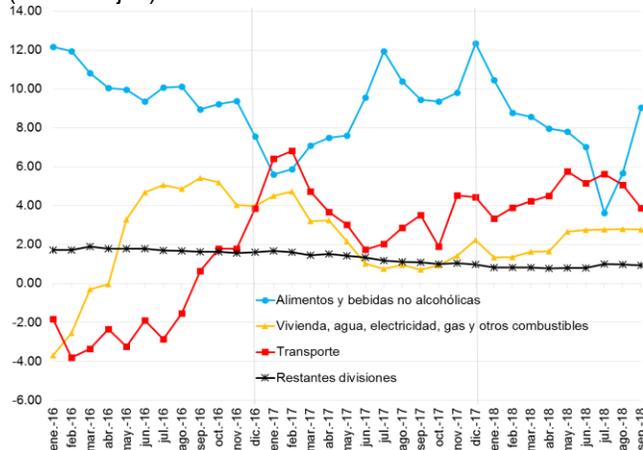


(1) Con información a septiembre de 2018.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En general, la trayectoria de la inflación se explicó, principalmente, por el comportamiento de los precios de los bienes de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, dado que el resto de divisiones de gasto, excluyendo a transporte y vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, presentó un comportamiento relativamente estable, como se ilustra en la gráfica siguiente.

### Gráfica 23

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



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

Respecto a la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas, durante 2017 registró una tendencia al alza, afectada por choques de oferta que provocaron que la variación interanual de dicha división de gasto pasara de 5.60% en enero a 12.35% en diciembre, siendo este el máximo valor registrado en ese año; sin embargo, como se indicó, la reversión del choque de oferta provocó que a julio de 2018, la variación interanual de dicha división se situara en 3.63%, (inferior en 8.72 puntos porcentuales respecto del valor registrado en diciembre de 2017), su valor mínimo en los últimos seis años. No obstante, en septiembre se registró una variación interanual de 9.08%. Dicha división está compuesta por diez grupos de gasto<sup>39</sup>, dentro de los cuales, usualmente los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos; y de frutas son los que más han influido en el comportamiento en la inflación de alimentos; sin embargo, recientemente el rubro de pan y cereales también registró una participación importante. En efecto, durante el presente año, entre los factores que incidieron en el alza de los gastos básicos que conforman los grupos de gasto antes indicados destacan la estacionalidad de la producción, el clima, que se tradujo en un invierno moderado<sup>40</sup> durante la primera etapa del mismo y el dinamismo de la demanda tanto interna como externa. A septiembre, los principales gastos básicos que fueron afectados en el grupo de pan y cereales, son el maíz y los productos de tortillería, asociado principalmente a expectativas de daños en la producción de este grano, derivado de la sequía prolongada que afectó a algunas zonas de siembra; no obstante, de acuerdo con reportes del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), dichas expectativas no se concretaron y se ha

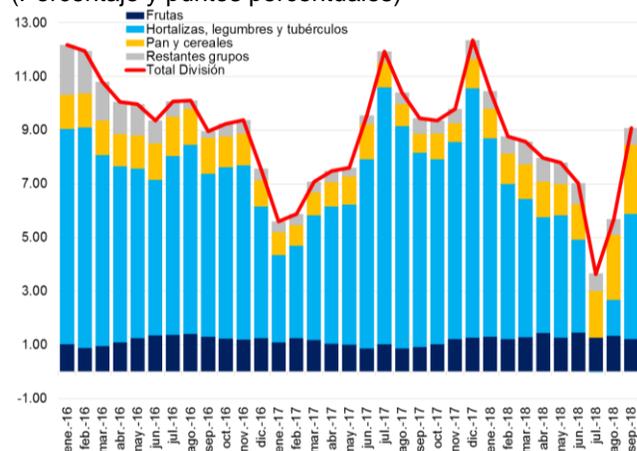
<sup>39</sup> Pan y cereales; carnes; pescados y mariscos; productos lácteos, quesos y huevos; aceites y grasas; frutas; hortalizas, legumbres y tubérculos; azúcar, mermelada, miel, chocolate y dulces de azúcar; otros productos alimenticios; y aguas minerales, refrescos, gaseosas y jugos de fruta.

<sup>40</sup> Entre julio y agosto se registró un periodo de ausencia de lluvias denominado canícula prolongada que afectó, principalmente, al Corredor Seco, en el oriente del país afectando la producción agrícola de autoconsumo.

empezado a observar una moderación en los precios de ese producto. En tanto que en el grupo de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, destacó el incremento observado en el tomate, culantro, güisquil, la cebolla y la papa. Por su parte, en el grupo de gasto de frutas, los principales gastos básicos que influyeron en su comportamiento fueron la naranja, el aguacate y las frutas de estación.

**Gráfica 24**

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



(1) Con información a septiembre de 2018.

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

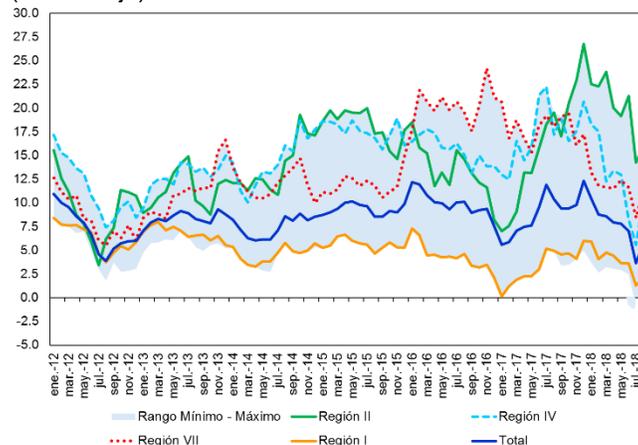
La inflación de la división de alimentos, en términos generales, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan presiones en los precios finales de los productos, como: la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos;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

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

Región II, Norte (departamentos de Alta Verapaz y Baja Verapaz); la Región IV, Suroriente (departamentos de Jutiapa, Jalapa y Santa Rosa); y la Región VII, Noroccidente (departamentos de Huehuetenango y Quiché). En contraste, la Región I, Metropolitana (departamento de Guatemala), muestra un comportamiento considerablemente menor en los precios de los alimentos, lo cual, dada su ponderación dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC), tiende a moderar la inflación de alimentos a nivel de la República.

**Gráfica 25**

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



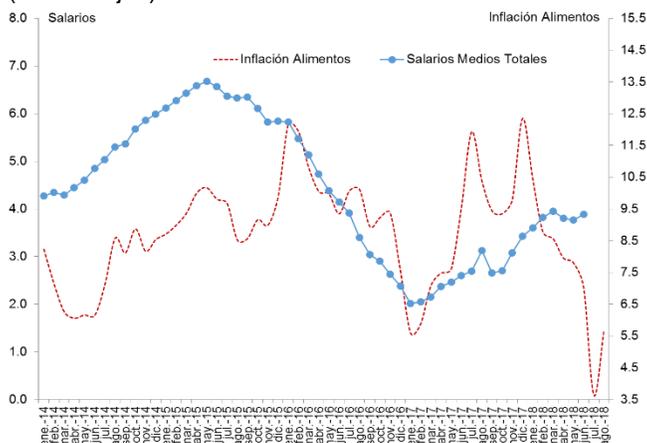
(1) Con información a septiembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

En general, se observa en la gráfica 26 que los salarios medios y la inflación de alimentos muestran una correlación, registrando una desaceleración que abarca el periodo de junio de 2015 a enero de 2017 y mostrando una leve tendencia al alza a partir de 2017.

## Gráfica 26

Salarios Medios de los Afiliados Cotizantes al IGSS (1) e Inflación de Alimentos (2) (Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2018.

(2) Con información a septiembre de 2018.

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

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

En lo referente a la división de transporte, esta continúa mostrando una tendencia al alza, situación registrada desde julio de 2017 y que se explica por el comportamiento observado en el precio internacional del petróleo y que afectó el precio de los energéticos, destacando, entre estos, las gasolineras y el diésel.

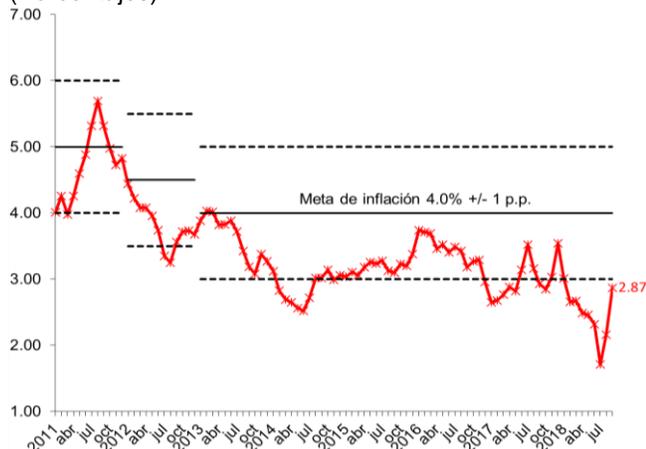
En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, a septiembre presenta un incremento el cual está asociado, por una parte, al aumento observado en el precio del gas propano registrado en noviembre de 2017, como resultado del alza observada en el precio internacional del petróleo y, por la otra, a los dos incrementos en los pliegos tarifarios trimestrales del servicio de electricidad durante el presente año<sup>41</sup>, tanto para la tarifa social como para la tarifa no social, autorizado por la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE).

<sup>41</sup> Trimestres de febrero a abril y de mayo a julio de 2018. Para el trimestre de agosto a octubre de 2018 se registró un moderado incremento en los pliegos tarifarios de dos de las tres principales distribuidoras del país, mientras que la tercera distribuidora mostró una leve disminución en los mismos, cuyo efecto neto fue de una reducción en el costo del servicio a nivel país.

En cuanto a la inflación subyacente<sup>42</sup>, 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 septiembre registró una variación interanual de 2.87%, situándose por debajo del límite inferior de la meta establecida por la autoridad monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que al aislar los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos, así como de los incrementos en el precio de los energéticos, el nivel de inflación es congruente con la posición cíclica de la economía; es decir, con presiones de demanda moderadas que se mantendrían durante la mayor parte del presente año.

## Gráfica 27

Inflación Subyacente (1) (Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2018.

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

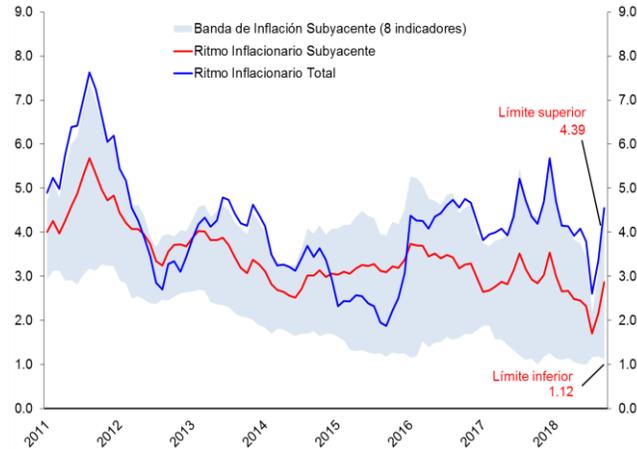
El Banco de Guatemala elabora ocho diferentes medidas de inflación subyacente mediante metodologías tanto de exclusión fija como de exclusión variable. La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 28). Al

<sup>42</sup> A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable. Para una mayor referencia ver el Anexo 2 de la "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2016 y Perspectivas Económicas para 2017".

considerar el rango de variación de los métodos citados, a septiembre de 2018, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.12% y 4.39%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación han tenido una incidencia limitada.

**Gráfica 28**

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

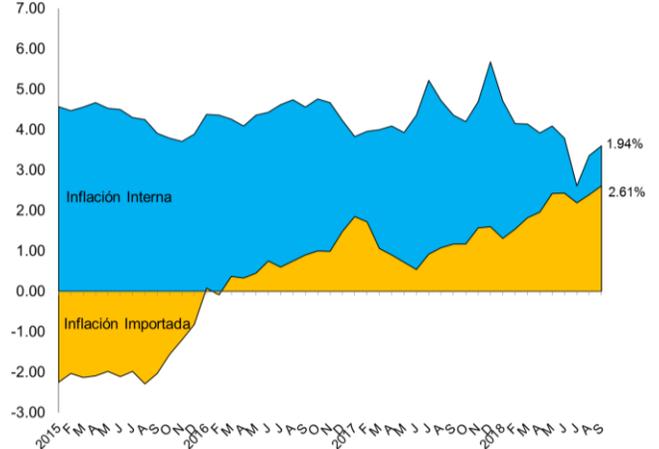


(1) Con información a septiembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada que desde junio de 2017 registra un moderado crecimiento, explicado, en buena medida, por la evolución del precio del petróleo y sus derivados, así como de la inflación de los principales países socios comerciales. A septiembre de 2018, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 1.94% y la importada de 2.61%.

**Gráfica 29**

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



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

El efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues la postura de dicha política ha sido acomodaticia, derivado de que la coyuntura ha favorecido una inflación total en torno al valor central de la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00% entre septiembre de 2015 y octubre de 2017, para luego disminuirla en 25 puntos básicos en noviembre y mantenerla en ese nivel durante las sesiones de Junta Monetaria para decisión de tasa de interés líder de política monetaria realizadas durante el presente año, 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, que ocurrieron en un contexto de desaceleración del crédito bancario al sector privado. Como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda; es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a

diferencia del anterior esquema de política monetaria de agregados monetarios en el que se establecen metas operativas para dichos agregados.

## 2. Proyecciones y expectativas de inflación

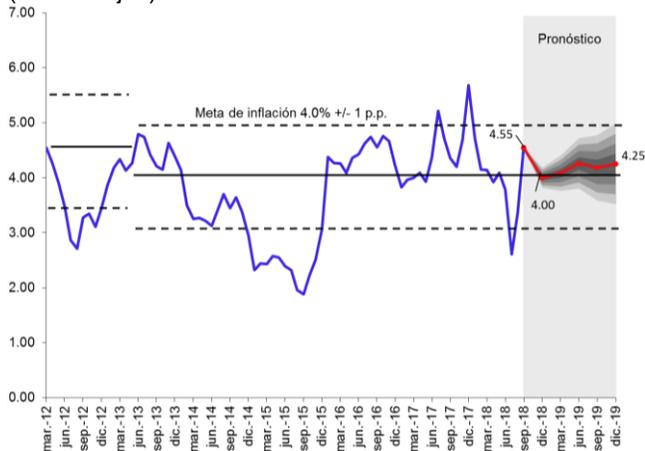
### a) Proyecciones de inflación

Los pronósticos de inflación indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 4.00% para diciembre de 2018 y de 4.25% para diciembre de 2019, ubicándose por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia. Por su parte, el pronóstico de inflación subyacente se sitúa en 3.00% para diciembre de 2018 y en 3.25% para diciembre de 2019.

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

**Gráfica 30**

Ritmo Inflacionario Total (1)  
(Porcentajes)

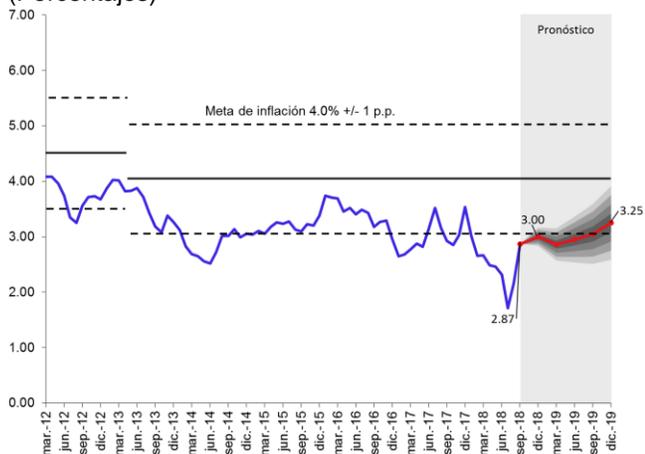


(1) Información observada a septiembre de 2018 y proyectada para diciembre 2019.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

**Gráfica 31**

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)  
(Porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

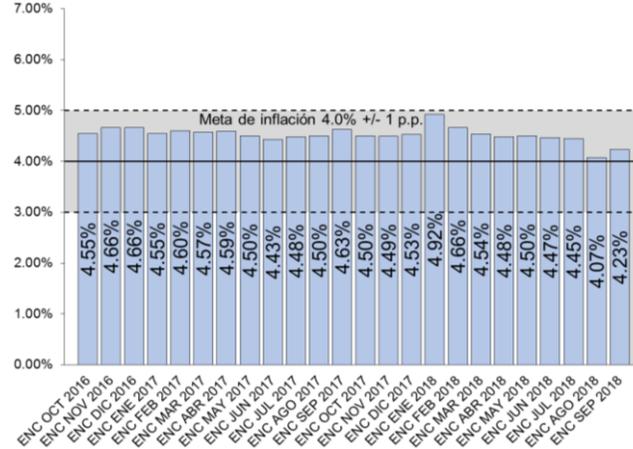
### b) Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2018 como para finales de 2019, se situaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.23% para diciembre de 2018 y en 4.40% para diciembre de 2019. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios de los

combustibles, el comportamiento del tipo de cambio nominal, la trayectoria del precio internacional del petróleo, el desempeño de la política fiscal, los precios de las materias primas y la estacionalidad de los productos agrícolas.

**Gráfica 32**

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

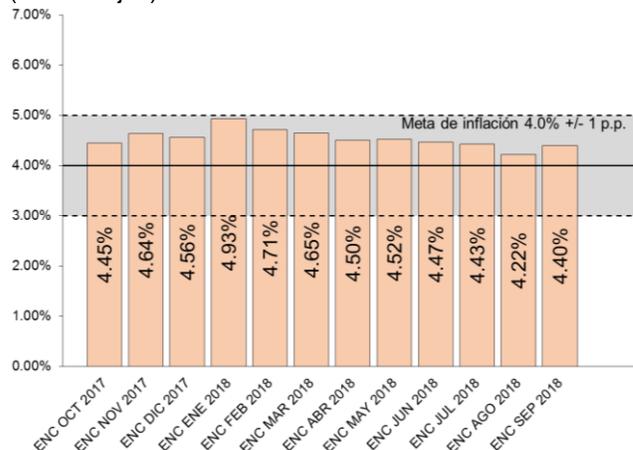


(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de septiembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 33**

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

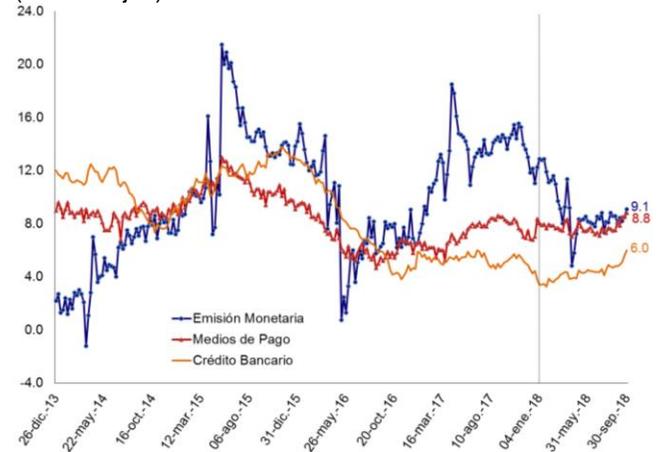
### 3. Variables informativas de la política monetaria

#### a) Agregados monetarios y crédito bancario al sector privado

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

**Gráfica 34**

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

#### i) Emisión monetaria

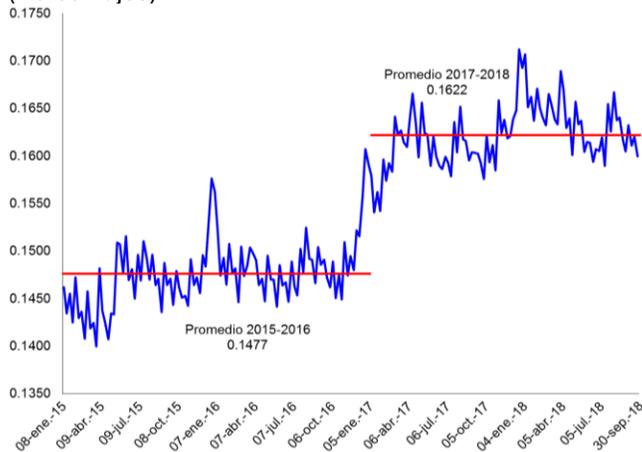
Durante el presente del año, el ritmo de la emisión monetaria ha mostrado una moderación. Este comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial que obedece, principalmente, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico asociado, en parte, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio que refleja eventos no esperados. Con relación al componente tendencial, el comportamiento de la emisión monetaria, aunque se ha moderado en comparación con el crecimiento de dos dígitos que mostró en la mayor parte de 2017, es congruente con la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual) y con el desempeño de la actividad económica previsto para 2018. En cuanto al componente cíclico, a pesar que

desde finales de enero este ha mostrado niveles levemente inferiores a los estimados, se ha comportado de manera congruente con su estacionalidad.

Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria estuvo relacionado a un incremento temporal e inusual (componente aleatorio) en la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez<sup>43</sup>. El aumento en el referido coeficiente se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos derivado del ingreso de divisas por remesas familiares observado en 2017. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez, en promedio, durante 2017-2018 se ubicó en 0.1622, superior al valor promedio observado en los años previos (0.1477); no obstante, en lo que va de 2018 ha evidenciado cierta normalización, congruente con la desaceleración en el ingreso de divisas por remesas familiares, entre otros factores.

### Gráfica 35

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



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

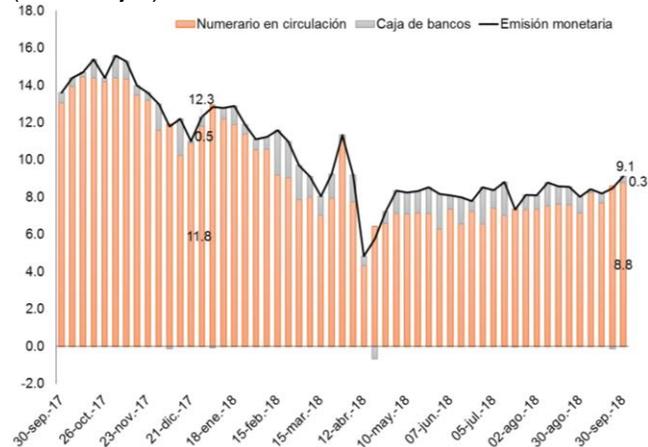
<sup>43</sup> El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Este es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 30 de septiembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 10.2%, incidiendo en 8.8 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria a esa fecha (11.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2017); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 2.4% con una incidencia, al 30 de septiembre del presente año, de 0.3 puntos porcentuales, inferior a la de finales del año anterior (gráfica 36).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario<sup>44</sup> no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria, los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala y un excedente de encaje bancario.

### Gráfica 36

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



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

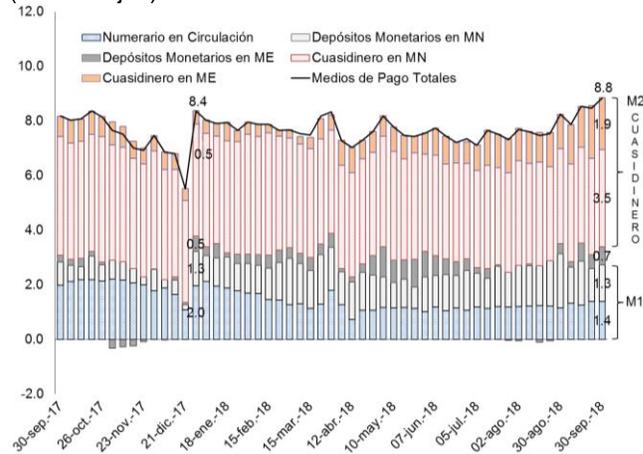
<sup>44</sup> Al 30 de septiembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$938.3 millones equivalente a Q6,931.4 millones.

## ii) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 30 de septiembre de 2018, registraron un crecimiento interanual de 8.8% (8.4% en diciembre de 2017). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año se explica, principalmente, por el dinamismo mostrado por las captaciones en moneda nacional.

Al analizar por moneda el crecimiento de los medios de pago, este se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 81.7% de dicho agregado y, en lo que va de 2018, estos muestran un crecimiento interanual de 7.6%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera al 30 de septiembre registraron una variación interanual de 14.8% (6.0% en diciembre de 2017).

**Gráfica 37**  
Medios de Pago Totales por Componente (1)  
(Porcentajes)



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

Con relación a los componentes de los medios de pago se observa que, en términos agregados, el medio circulante (M1)<sup>45</sup> ha reflejado un crecimiento estable (7.7% al 30 de septiembre), asociado, principalmente, a un proceso moderado de recomposición entre el numerario en circulación y los

<sup>45</sup> Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

depósitos monetarios en moneda nacional, los cuales, al 30 de septiembre de 2018, mostraron una incidencia de 1.3 puntos porcentuales similar a la de 2017. En tanto que el numerario en circulación pasó de una incidencia de 2.0 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2017 a 1.4 puntos porcentuales al 30 de septiembre. Por su parte, el cuasidinero<sup>46</sup>, en moneda nacional y extranjera, ha mostrado una tasa de variación interanual de 7.5% y 20.5%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido elevados al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2017 al 30 de septiembre de 2018 en Q5,014.4 millones.

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

**Gráfica 38**  
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 septiembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

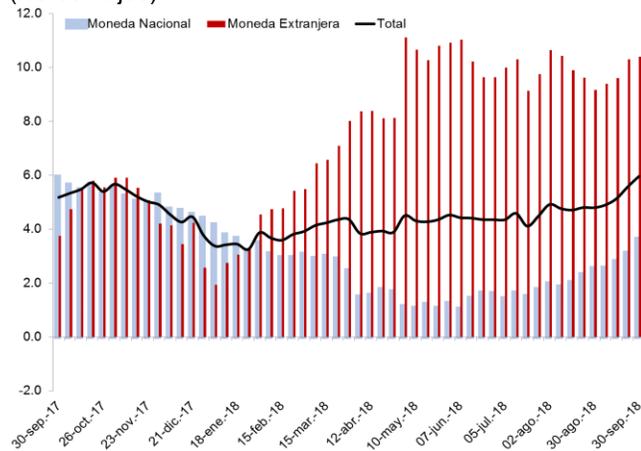
<sup>46</sup> Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

### iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de septiembre registró un crecimiento interanual de 6.0%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (10.4%), ya que el crédito en moneda nacional creció únicamente 3.6%.

**Gráfica 39**

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



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

El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un ritmo de crecimiento moderado (2.3% en promedio en lo que va del presente año), explicado principalmente por el menor dinamismo del crédito destinado al consumo y del otorgado al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 79.3% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de septiembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 3.4%, en tanto que al sector empresarial mayor aumentó 4.2%.

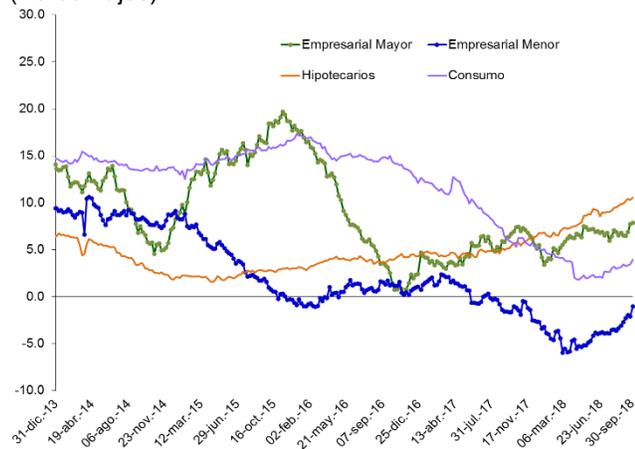
Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 30 de septiembre, creció a un ritmo de 10.4%, asociado, principalmente, a una recuperación de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor del 89.9% del financiamiento concedido en dicha moneda), asociado entre otros factores, al desempeño del crédito para el sector de

industrias manufactureras y establecimientos financieros, los cuales, a agosto, mostraron tasas de crecimiento de 15.5% y 11.1%, respectivamente.

Al analizar el crédito al sector privado total por tipo de deudor, destaca en lo que va del año, la recuperación del crédito al sector empresarial mayor y, en menor medida, la del consumo, la prevalencia de una tendencia al alza en el crédito hipotecario y la recuperación del crédito al sector empresarial menor, aunque este aún registra tasas de crecimiento negativas.

**Gráfica 40**

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

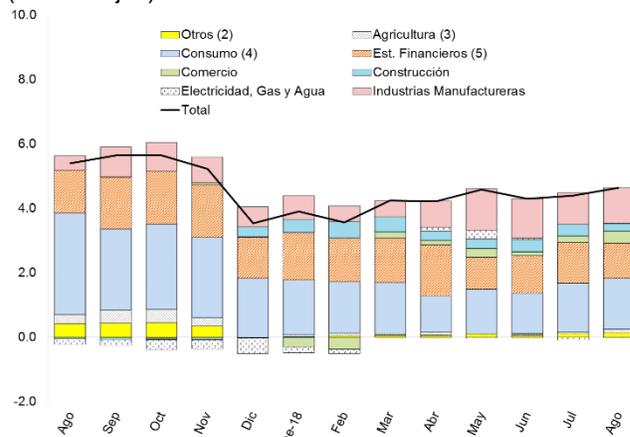


(1) Con información al 30 de septiembre de 2018.  
Fuente: Superintendencia de Bancos.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia: consumo (con una variación interanual de 4.1%), establecimientos financieros (10.3%) e industrias manufactureras (9.2%).

### Gráfica 41

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



- (1) Con información a agosto de 2018.
  - (2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
  - (3) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
  - (4) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.
  - (5) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
- Fuente: Banco de Guatemala.

Con relación a las fuentes de recursos que impulsan la actividad crediticia total, se observa que la misma ha sido financiada, principalmente, con las captaciones bancarias con el sector privado y, para el crédito en moneda extranjera, con líneas de crédito contratadas por el sistema bancario nacional con bancos del exterior.

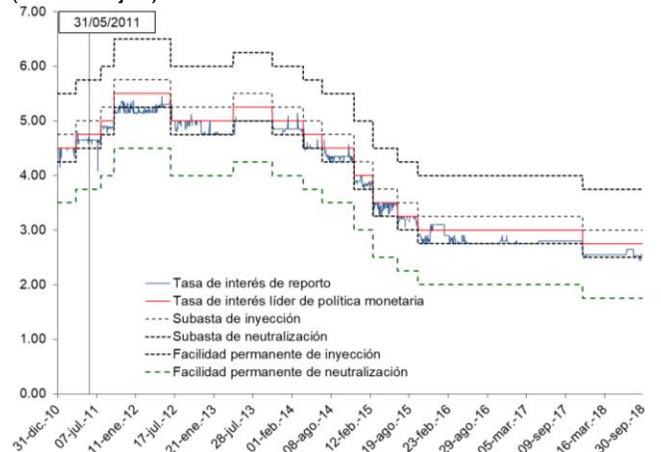
#### b) Tasas de interés

##### i) De corto plazo

La tasa de interés para operaciones de reporte 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 42

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



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

##### ii) De largo plazo

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

### Gráfica 43

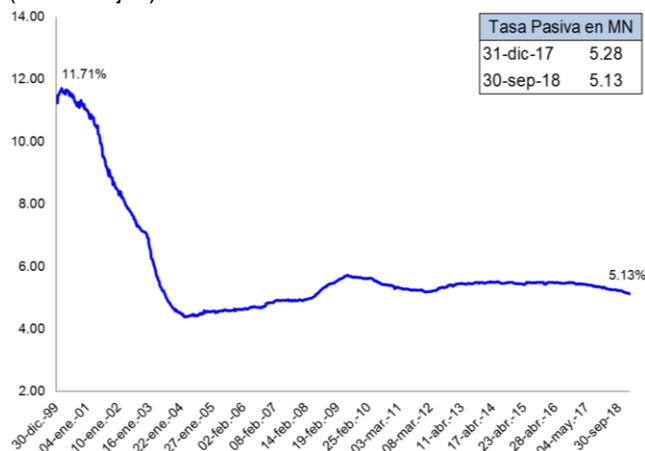
Tasa de Interés Activa (1)  
(Porcentajes)



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

#### Gráfica 44

Tasa de Interés Pasiva (1)  
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 30 de septiembre de 2018.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, disminuyó trece puntos básicos, al pasar de 13.00% en diciembre de 2017 a 12.87% al 30 de septiembre de 2018 (gráfica 43). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.13% (gráfica 44), menor en quince puntos básicos al valor observado a diciembre de 2017 (5.28%).

#### c) 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 desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2018, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los

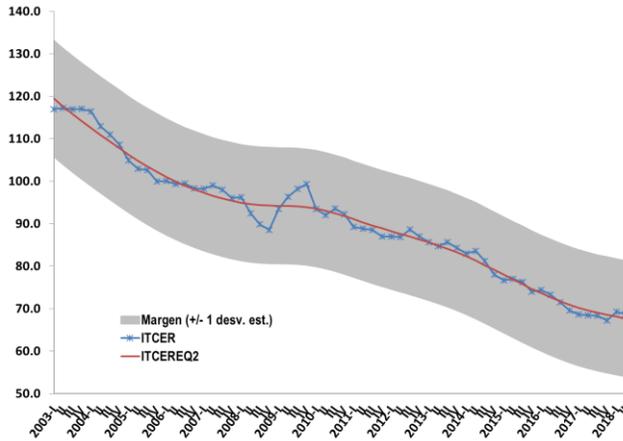
modelos 1 y 2<sup>47</sup> estiman una leve sobredepreciación de 1.64% y 1.46%, respectivamente (gráfica 47), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 también registra una sobredepreciación de 8.89% (gráfica 48), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>48</sup>. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un ITCER en equilibrio. Por su parte, cuando el indicador se encuentra entre el primero y el segundo umbral, sería indicativo de un ITCER ligeramente sobreapreciado o sobredepreciado. En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría un ITCER sobreapreciado y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de un ITCER sobredepreciado (para el caso de la presente estimación, el ITCER estaría sobredepreciado).

<sup>47</sup> El modelo 1 se basa en la metodología determinada para Guatemala por el profesor Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de sostenibilidad externa y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

<sup>48</sup> El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país de 2015 al 2018, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó en el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

**Gráfica 45**

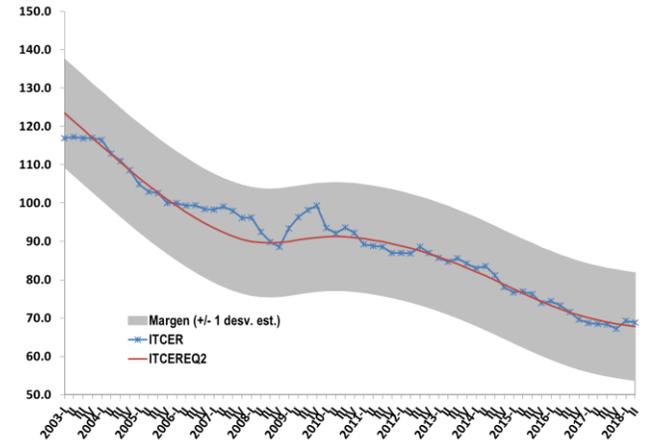
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)  
(Índice)



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

**Gráfica 46**

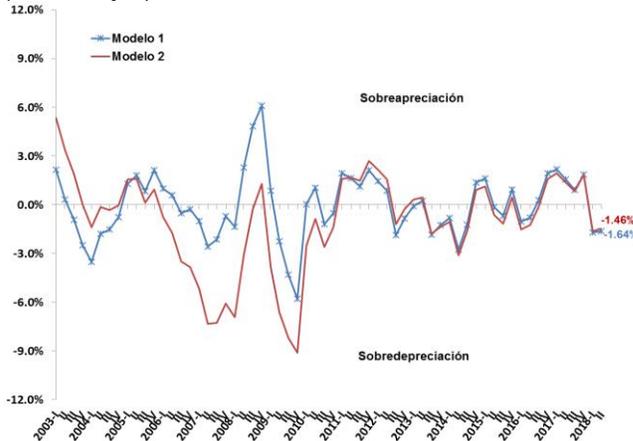
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)  
(Índice)



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

**Gráfica 47**

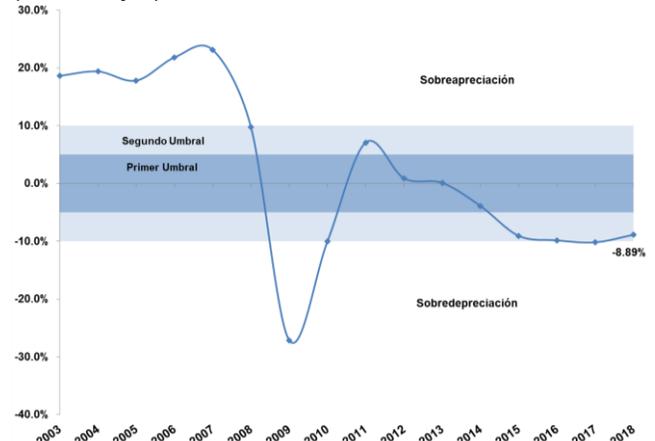
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)  
(Porcentajes)



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

**Gráfica 48**

Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)  
(Porcentajes)



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

#### d) Tasa de interés real neutral<sup>49</sup>

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 (deflacionarias)<sup>50</sup>. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria,

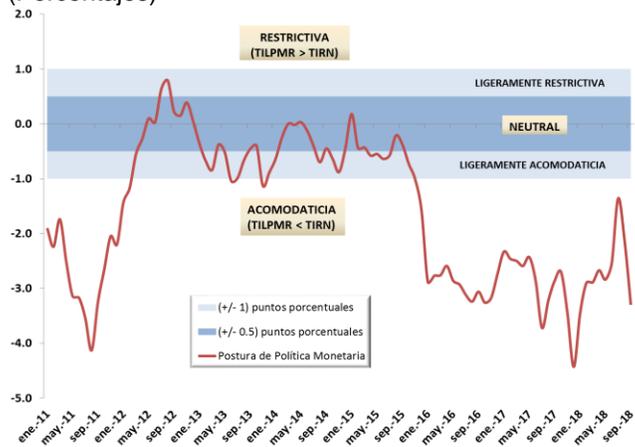
definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria, es decir, si la TILPM es mayor a la TIRN, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPM es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a septiembre de 2018, este indicador sugiere que la postura de la política monetaria es acomodaticia.

<sup>49</sup> Un mayor detalle sobre esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

<sup>50</sup> De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

### Gráfica 49

Postura de la Política Monetaria (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2018.

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.

### e) Índice de condiciones monetarias<sup>51</sup>

El índice de condiciones monetarias (ICM)

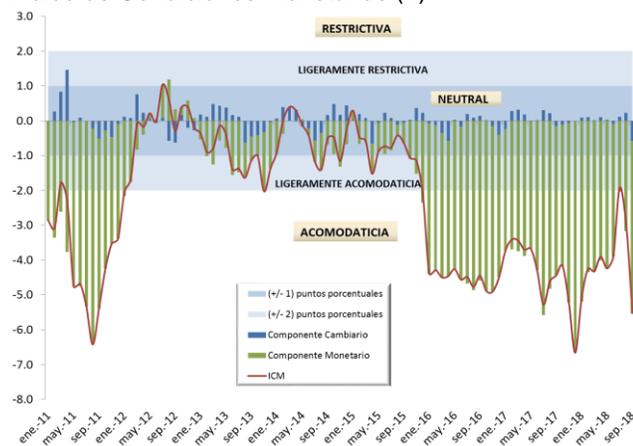
es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo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

<sup>51</sup> Un mayor detalle de esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

contexto, con información a septiembre de 2018, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

### Gráfica 50

Índice de Condiciones Monetarias (1)



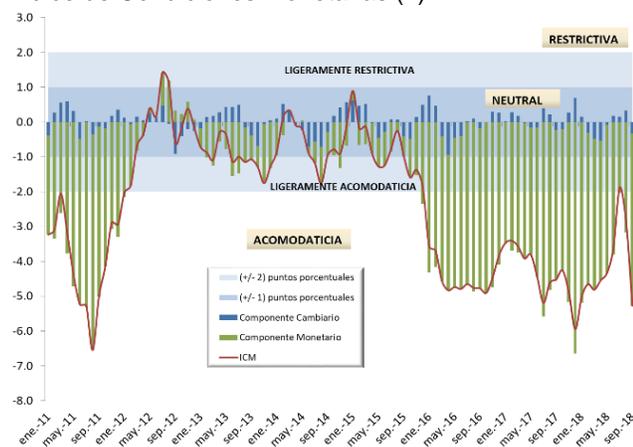
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a septiembre de 2018.

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.

### Gráfica 51

Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a septiembre de 2018.

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.

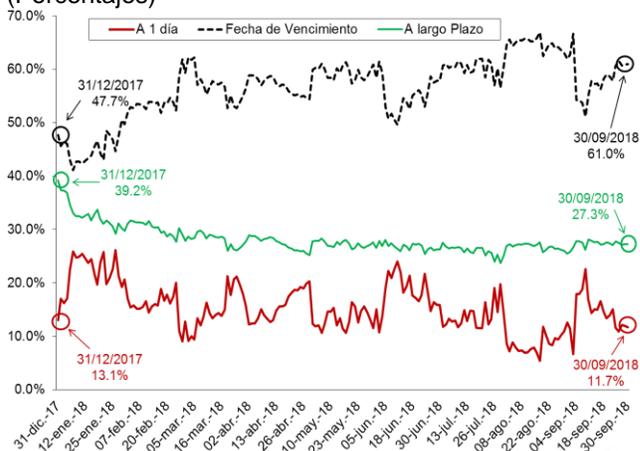
Fuente: Banco de Guatemala.

## D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. En el periodo bajo análisis se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario y a la reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 30 de septiembre, las referidas operaciones crecieron Q4,171.3 millones. Cabe indicar que al finalizar 2017, el 13.1% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de septiembre de 2018 la referida proporción se redujo a 11.7%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 47.7% en diciembre de 2017 a 61.0% a septiembre de 2018, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 11.9 puntos porcentuales (de 39.2% en 2017 a 27.3% en 2018). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.2% del PIB.

### Gráfica 52

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de septiembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

## E. FINANZAS PÚBLICAS

Durante la mayor parte del primer semestre, las finanzas públicas se caracterizaron por la persistente dificultad para elevar el gasto público, a pesar de la significativa disponibilidad de recursos en la caja fiscal del gobierno central. Algunos de los principales factores que limitaron su ejecución fueron la no aprobación del plan de gastos propuesto y la entrada en vigencia del presupuesto del año anterior<sup>52</sup>, así como la baja ejecución del financiamiento externo.

Los ajustes para viabilizar la ejecución presupuestaria y la aprobación de dos préstamos con organismos financieros internacionales<sup>53</sup> mejoraron la ejecución del gasto público a partir de junio, aunque todavía insuficiente para lograr un aumento en términos reales<sup>54</sup>; no obstante, hacia el cuarto trimestre, los gastos asociados a atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de Fuego y los destinados a la recuperación de la red vial del país podrían contribuir a elevar la ejecución presupuestaria.

En el contexto anterior, según el Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal a finales de año se ubicaría en 1.5% del PIB, mayor al del año anterior (1.3% del PIB), como resultado de la reducción estimada en la carga tributaria (0.2% del PIB)<sup>55</sup>.

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

<sup>52</sup> La distribución analítica fue aprobada mediante Acuerdo Gubernativo Número 300-2017 por un monto de Q76,989.5 millones. Al 30 de septiembre, el presupuesto fue ampliado en varias ocasiones por un monto total de Q1,391.9 millones, como resultado, el presupuesto vigente al 30 de septiembre alcanzó Q78,381.4 millones.

<sup>53</sup> El Congreso de la República aprobó la contratación de dos préstamos con el BID y el BIRF por US\$150.0 millones y US\$250.0 millones, respectivamente. De este último, el 31.5% implicaría una ampliación presupuestaria para atender los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego, lo cual contribuiría a dinamizar la ejecución del gasto público en el segundo semestre; mientras que el restante 68.5% sustituiría fuente de financiamiento por bonos del tesoro.

<sup>54</sup> El gasto público como porcentaje del PIB, en los últimos dos años, se ha ubicado en su mínimo histórico desde hace dos décadas.

<sup>55</sup> Según el MFP, la carga tributaria a finales de año se ubicaría en 10.0%, la más baja en los últimos veinte años.

año anterior. Cabe resaltar que en 2017, luego de varios años de no haberse cumplido con el pago para la restitución de las deficiencias netas del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas emitió bonos del tesoro por un monto de Q646.0 millones, para cubrir parcialmente las deficiencias netas correspondientes al ejercicio contable de 2015. Como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaría y crediticia por parte del gobierno central coadyuva a alcanzar más rápidamente la estabilidad en el nivel general de precios y, por tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, la cual se considera un activo para el país, valorado no solo por la sociedad guatemalteca, sino también por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo.

## 1. Ingresos

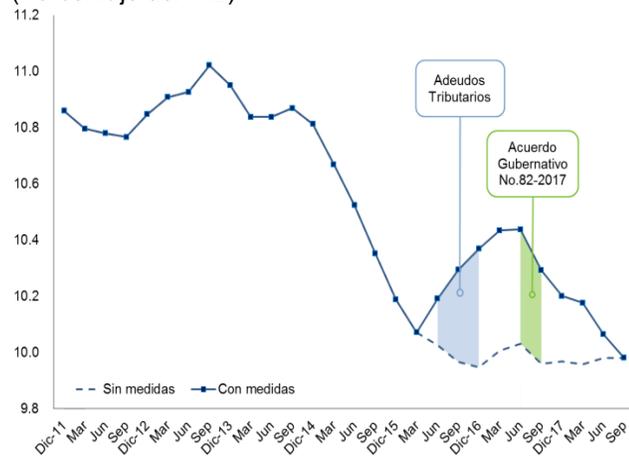
Al 30 de septiembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.4% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 3.5% que registraron los ingresos tributarios (94.8% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 2.0%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2017. Cabe destacar que la desaceleración en la recaudación tributaria durante el presente año, entre otros factores, se debió a los ingresos extraordinarios recibidos el año anterior, derivados de la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017 (exoneración de multas), entre mayo y septiembre de 2017, en ese sentido, se esperaría una recuperación de la recaudación tributaria en el último trimestre, aunque a un ritmo moderado.

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos aumentaron 0.1%, afectados por el bajo desempeño del Impuesto sobre la Renta, el cual cayó 1.5%; en tanto que el Impuesto de Solidaridad aumentó 7.0%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 5.5%, destacando el

desempeño del IVA importaciones y de los derivados del petróleo los cuales crecieron 11.2% y 3.5%, respectivamente, mientras que el IVA doméstico creció 1.7%. Cabe agregar que la medida fiscal implementada el año anterior se reflejaría en bajas tasas de crecimiento este año en el ISR y el IVA doméstico, principalmente; mientras que, el aumento en el valor de las importaciones durante este año, en particular, las de combustibles y lubricantes, se reflejó en el buen desempeño del IVA importaciones.

### Gráfica 53

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



(1) Cifras preliminares a septiembre de 2018.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

## 2. Gastos

La falta de aprobación del plan de gastos propuesto para 2018 y la entrada en vigencia del presupuesto del año anterior moderaron el ritmo de ejecución de gasto en los primeros meses del año. En efecto, al 31 de mayo de 2018, el gasto público aumentó 3.6%; no obstante, en la medida en que las entidades gubernamentales han ajustado sus planes de trabajo a los techos presupuestarios del año anterior y se han realizado las modificaciones presupuestarias correspondientes, conjugado con mayores ingresos provenientes del endeudamiento público (ver gráfica 56), el ritmo de gasto mejoró su dinámica a partir de junio, alcanzando, al 30 de septiembre, una variación

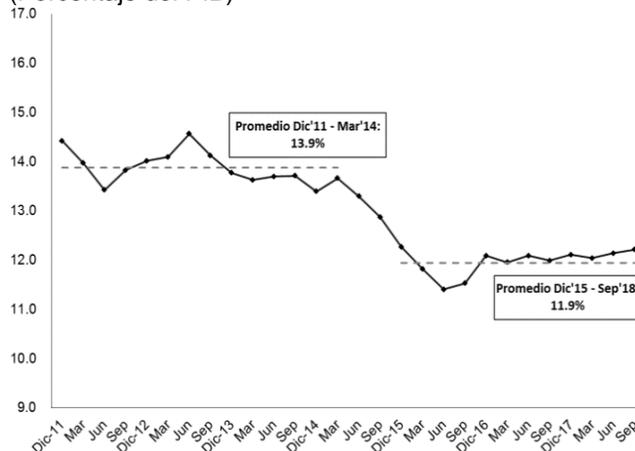
interanual acumulada de 8.4% (ver gráfica 55). Adicionalmente, los gastos asociados a atender la emergencia originada por la erupción del Volcán de Fuego, los destinados a la recuperación de la red vial del país y los desembolsos que puedan darse por la reciente aprobación del financiamiento externo podrían contribuir a elevar la ejecución presupuestaria en el último trimestre, aunque el debilitamiento de la carga tributaria (ver gráfica 53) y la incertidumbre en la continuidad del financiamiento externo (ver gráfica 56) representan riesgos al crecimiento del gasto público sostenible, en particular, para el financiamiento de la inversión en infraestructura productiva y en capital humano; en ese sentido, recuperar el gasto público como porcentaje del PIB a un nivel cercano a 14.0% de años previos constituye otro reto importante de la política fiscal (gráfica 54).

Al 30 de septiembre, los gastos de funcionamiento aumentaron 6.9% y los de capital 16.3%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, el aumento fue resultado de los mayores gastos en bienes y servicios, transferencias al sector privado e intereses de la deuda pública. Por su parte, el incremento en los gastos de capital fue resultado de mayores gastos en inversión directa.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 66.3%, mayor a la registrada a septiembre de 2017 (62.3%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (71.5%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (68.4%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen, el Ministerio de Desarrollo Social (55.1%) y el Ministerio Agricultura, Ganadería y Alimentación (49.6%).

**Gráfica 54**

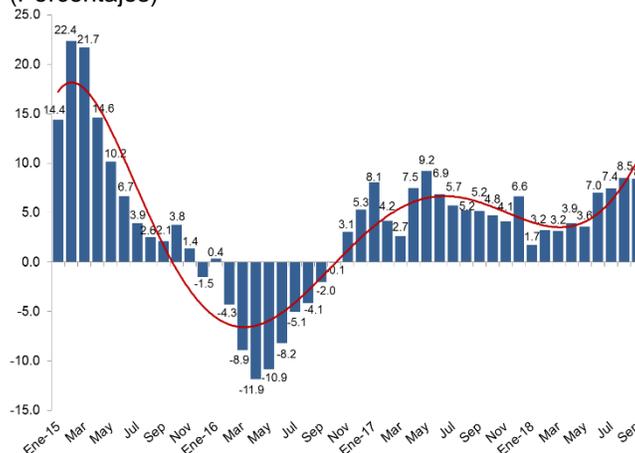
Gasto Público Trimestral Anualizado (1)  
Años: 2012-2018  
(Porcentaje del PIB)



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

**Gráfica 55**

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



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.  
(2) Cifras preliminares a septiembre de 2018.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

### 3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de septiembre, resultó en un déficit fiscal de Q3,918.0 millones (0.7% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q1,552.9 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue positivo en Q739.6 millones, resultado de

desembolsos de préstamos por Q2,688.0 millones<sup>56</sup> y amortizaciones por Q1,948.4 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q8,416.5 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q9,469.0 millones, vencimientos por Q1,498.8 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q446.3 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q5,238.1 millones.

Para el ejercicio fiscal 2018 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q13,749.1 millones, de los cuales Q10,863.5 millones corresponden a la nueva emisión y Q2,885.6 millones al *roll-over*; sin embargo, de conformidad con el artículo 5, Decreto Número 15-2018, Q1,267.5 millones se sustituyen por préstamos externos (9.2% del total a colocar).

Al 30 de septiembre, se había colocado el 68.9% monto previsto. Las colocaciones en moneda nacional se han realizado a las fechas de vencimiento 03/07/2019, 07/08/2021, 07/08/2023, 21/07/2025, 02/08/2029, 02/10/2025, 23/09/2030, 15/03/2033 y 18/04/2033 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.0%, 6.13%, 6.38%, 6.10%, 6.34%, 6.69%, 6.31%, 6.65% y 6.42%, respectivamente. A partir de agosto iniciaron las colocaciones de bonos del tesoro expresados en dólares estadounidenses con fecha de vencimiento 15/08/2023 y tasa de rendimiento promedio de 4.25%.

Al 30 de septiembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q80,706.2 millones, mayor en Q7,970.3 millones respecto al 31 de diciembre de 2017 (Q72,735.9 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,272.9 millones, mayor en US\$91.4 millones respecto del registrado a finales de 2017 (US\$8,181.5 millones). Según el MFP, la deuda

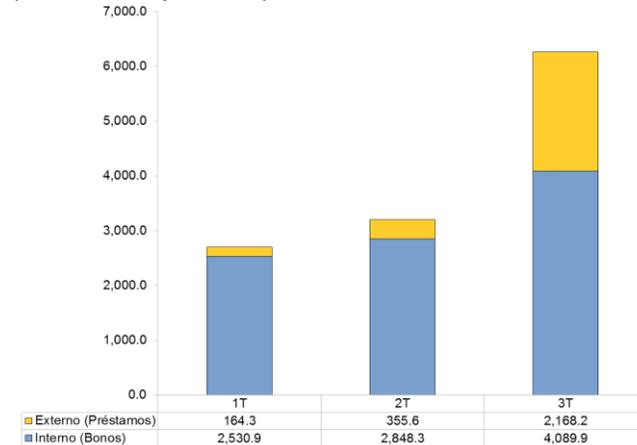
pública total como porcentaje del PIB al final de 2018 se ubicaría en 24.3% (23.9% en 2017).

### Gráfica 56

#### Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)

Año: 2018

(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de septiembre de 2018, flujos trimestrales.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

<sup>56</sup> En agosto se recibieron \$250.0 millones provenientes del BIRF, correspondientes al "Primer Préstamo de Políticas de Desarrollo para la Mejora de la Gobernanza de los Recursos Públicos y Nutrición". Según Decreto Número 15-2018, de los recursos del préstamo del BIRF, se aprobó una ampliación presupuestaria hasta por Q582.5 millones destinados a financiar los gastos por los daños ocasionados por la erupción del Volcán de Fuego.

**Cuadro 5**

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

Concepto	2017 <sup>p/</sup>	2018 <sup>p/</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>44,556.6</b>	<b>46,081.6</b>	<b>1,525.0</b>	<b>3.4</b>
A. Ingresos (1+2)	44,504.8	45,940.3	1,435.5	3.2
1. Ingresos Corrientes	44,502.1	45,938.0	1,435.9	3.2
a. Tributarios	42,184.7	43,662.8	1,478.1	3.5
b. No Tributarios	2,317.3	2,275.2	-42.2	-1.8
2. Ingresos de Capital	2.7	2.3	-0.4	-15.5
B. Donaciones	51.8	141.3	89.5	172.8
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>46,109.5</b>	<b>49,999.6</b>	<b>3,890.1</b>	<b>8.4</b>
A. De Funcionamiento	38,571.1	41,230.4	2,659.3	6.9
B. De Capital	7,538.4	8,769.2	1,230.8	16.3
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal</b>	<b>-1,552.9</b>	<b>-3,918.0</b>	<b>-2,365.1</b>	<b>152.3</b>
<b>(-) Déficit</b>				
<b>IV. Financiamiento Total</b>	<b>1,552.9</b>	<b>3,918.0</b>	<b>2,365.1</b>	<b>152.3</b>
A. Interno	4,712.0	8,416.5	3,704.5	78.6
B. Externo	1,607.6	739.6	-868.0	-54.0
C. Variación de Caja	-4,766.6	-5,238.1	-471.5	9.9
(-) aumento (+) disminución				
<b>Carga tributaria</b>	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>		
<b>Superávit ó Déficit / PIB</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.7</b>		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

# ANEXOS

## ANEXO 1

### IMPORTANCIA DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

#### I. INTRODUCCIÓN

La estabilidad macroeconómica se refiere a la ausencia de desequilibrios pronunciados, tanto internos como externos, que podrían resultar en elevados niveles de volatilidad y en un desempeño macroeconómico insostenible. Aunque no existen criterios cuantitativos específicos para definir la estabilidad macroeconómica, esta se refleja en bajos niveles de inflación, tasas de interés estables, una posición externa sólida (déficits en cuenta corriente moderados) y un tipo de cambio que, aunque flexible, no enfrenta variaciones pronunciadas.

Desde hace varios años, Guatemala goza de un entorno en el que predomina la estabilidad macroeconómica como consecuencia de un proceso de reformas profundas que resultaron en una base jurídica sólida para la conducción de la política monetaria y cambiaria, así como para la regulación y supervisión financiera, de manera congruente con los criterios que se derivan de la teoría económica y con los estándares internacionales. Este proceso sentó las bases para el establecimiento del esquema de metas explícitas de inflación (EMEI) como el marco para la conducción de la política monetaria, el cual, en combinación con un manejo prudente de la política fiscal, ha propiciado las condiciones para generar un crecimiento económico sostenible.

#### II. ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

El logro de la estabilidad macroeconómica no es un fin en sí mismo, sino que su importancia se debe a que esta contribuye al crecimiento económico. Según Fischer (1992), desde una perspectiva teórica, la estabilidad influye en el crecimiento económico tanto en el corto como en el largo plazo, principalmente por medio de la reducción de la incertidumbre. En el corto plazo, la incertidumbre tiende a retrasar o a replantear los planes de inversión y, si es acompañada por salidas

de capital, implica una menor disponibilidad de recursos para invertir, lo cual afecta el crecimiento. Mientras que, en el largo plazo, la incertidumbre derivada de las decisiones de política económica puede imponer distorsiones al funcionamiento del sistema de precios, lo cual podría reducir la productividad y, subsecuentemente, limitar el crecimiento económico.

Desde una perspectiva empírica, la relación entre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de la economía ha sido estudiada ampliamente y, en general, para los países de América Latina se ha encontrado evidencia que sugiere que el crecimiento económico es menor cuando la inflación es elevada y volátil, así como cuando existen desalineamientos fundamentales del tipo de cambio, entre otros factores (Loayza, Fajnzylber y Calderón, 2005).

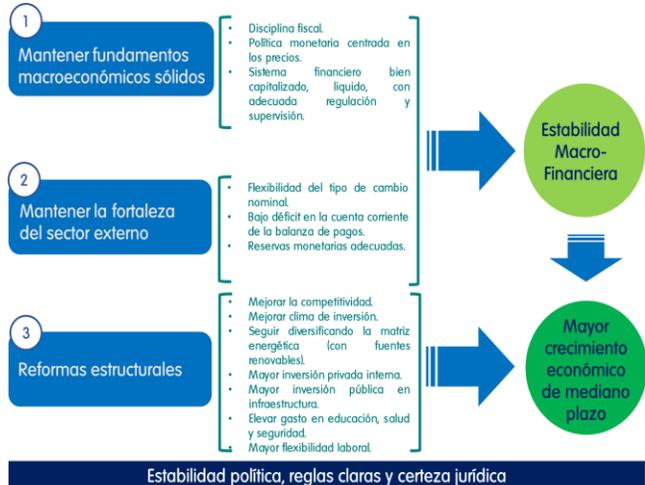
Por tanto, es importante que un objetivo de la política económica sea contribuir a mitigar los desequilibrios macroeconómicos, tanto de manera directa como indirecta. De manera directa, evitando implementar políticas insostenibles que profundicen dichos desequilibrios; es decir, asumiendo una postura fiscal consistente con la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo, una orientación de la política monetaria congruente con niveles de inflación bajos y estables y un régimen cambiario que, aunque flexible, permita contener la volatilidad y limite las desviaciones del tipo de cambio respecto del comportamiento de sus fundamentales. De manera indirecta, por medio de la utilización de los instrumentos de política económica para estabilizar la economía en respuesta a choques exógenos (Banco Mundial, 2005).

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para un crecimiento económico de largo plazo sostenible, sin embargo, no es suficiente. En efecto, la Gran Recesión ocurrió luego de un periodo prolongado de estabilidad macroeconómica, por lo que se ha

desarrollado un consenso con respecto a que un marco de política adecuado también debe incluir elementos destinados a contener la acumulación de riesgos en el sistema financiero, tanto desde una perspectiva de los participantes individuales del mercado financiero (regulación y supervisión microprudencial) como de manera agregada (política macroprudencial)<sup>57</sup> (Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2010). Adicionalmente, las políticas de largo plazo que buscan mejorar la productividad, así como las destinadas a modificar el marco institucional y la normativa que regula el actuar de los participantes de una economía<sup>58</sup>, son fundamentales para alcanzar un crecimiento económico sostenido (Dabla-Norris, Ho, Kochhar, Kyobe y Tchzaide, 2013).

**Gráfica A1.1**

**Enfoque Integral para Lograr Mayor Crecimiento Económico**



Fuente: Banco de Guatemala.

### III. ESTABILIDAD MACROECONÓMICA EN GUATEMALA

En la década de los 1980, los elevados déficits fiscales del gobierno de Guatemala fueron financiados parcialmente por medio de créditos directos y por subsidios cambiarios otorgados por el Banco Central, los

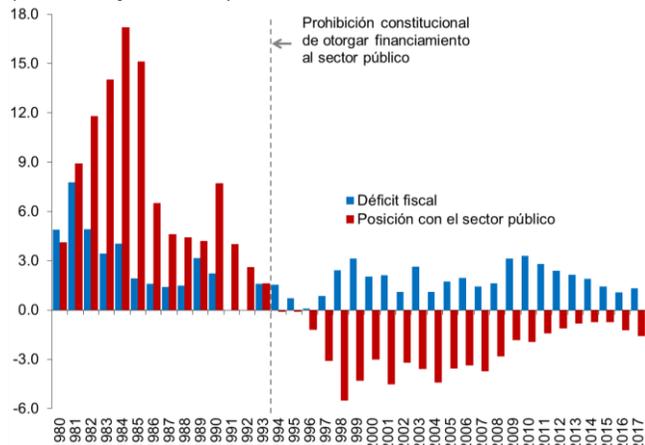
<sup>57</sup> Las políticas macroprudenciales son las que utilizan instrumentos prudenciales para prevenir la acumulación de riesgos sistémicos, limitando la incidencia que estos podrían tener sobre el sector real de la economía debido a posibles interrupciones en la provisión de servicios financieros (*FSB, FMI y BIS, 2011*).

<sup>58</sup> Conocidas como “reformas estructurales”.

cuales generaron excedentes de liquidez en la economía que resultaron en fuertes incrementos de la inflación, tasas de interés elevadas y depreciaciones pronunciadas del tipo de cambio nominal, además de que provocaron el debilitamiento patrimonial del Banco de Guatemala.

**Gráfica A1.2**

**Déficit Fiscal (1) y Posición del Banco de Guatemala con el Sector Público (2) (Porcentaje del PIB)**



(1) Valores positivos indican un resultado deficitario y valores negativos un resultado superavitario.

(2) Se refiere a la tenencia de Bonos del Tesoro por parte del Banco de Guatemala, menos los depósitos del sector público en el Banco de Guatemala.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas y Banco de Guatemala.

Desde entonces, la trayectoria hacia la estabilidad macroeconómica en Guatemala ha requerido de un proceso prolongado de reformas profundas tendientes a adecuar el marco legal guatemalteco a las condiciones prevalecientes en la economía nacional e internacional. Este proceso incluyó la liberalización de las tasas de interés y del tipo de cambio (1989); el Programa de Modernización del Sistema Financiero Nacional<sup>59</sup> (a partir de 1993), incluyendo la prohibición constitucional del Banco de Guatemala de otorgar financiamiento, directo o indirecto, garantía o aval al Estado, a sus

<sup>59</sup> Resolución JM-647-93 del 30-09-1993. Este programa contenía diversas medidas agrupadas en cinco categorías: i) Estabilidad monetaria para el crecimiento y desarrollo económico; ii) Liberación financiera y diversificación de la oferta de productos y servicios bancarios; iii) Fortalecimiento de la normativa prudencial; iv) Modernización de la supervisión financiera; y v) Regulaciones del mercado de valores y de capitales.

entidades descentralizadas o autónomas y a las entidades privadas no bancarias; y el Programa de Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional<sup>60</sup> (a partir de 2000).

En ese contexto, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, aprobada mediante Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, privilegió la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios como el objetivo fundamental del Banco Central, lo que, en conjunto con las reformas indicadas, sentó las bases para el establecimiento del EMEI como el marco para la conducción de la política monetaria en el país. En adición, garantizó los medios para que el Banco de Guatemala contara con autonomía operativa y financiera<sup>61</sup>, la cual le permitiría gestionar los instrumentos de política monetaria de manera independiente para alcanzar dicho objetivo. Finalmente, estableció los mecanismos para que el Banco Central ejerciera su función de manera transparente frente al público y con una adecuada rendición de cuentas ante al Congreso de la República, ambos elementos importantes para fortalecer la credibilidad del Banco Central y que contribuirían a evitar el problema de inconsistencia temporal de la política monetaria<sup>62</sup>. Otros elementos fundamentales del EMEI, como la meta cuantitativa de inflación y las variables que orientan la toma de decisiones de política monetaria, son establecidos por la Junta Monetaria.

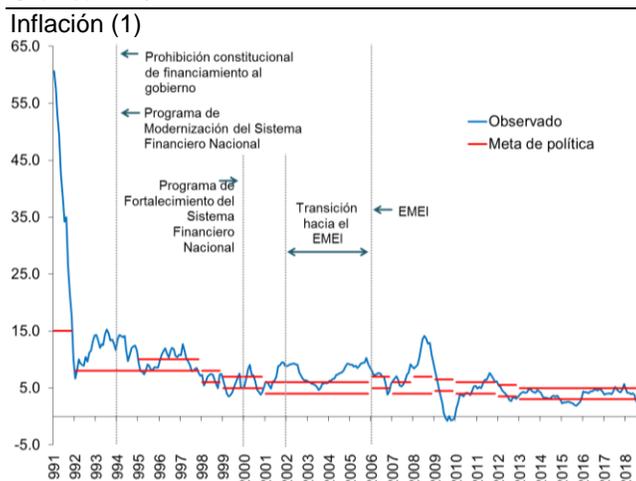
<sup>60</sup> Resolución JM-235-2000 del 15-06-2018. Las medidas de este programa están contenidas en tres grandes temas: i) Bases para la reforma integral; ii) Reforma integral a las leyes financieras; y iii) Modificaciones reglamentarias. Las leyes que se aprobaron o reformaron como parte de la reforma integral a las leyes financieras fueron: Ley Orgánica del Banco de Guatemala, Ley Monetaria, Ley de Bancos y Grupos Financieros, Ley de Supervisión Financiera y Ley de Libre Negociación de Divisas.

<sup>61</sup> Un elemento importante de la autonomía financiera es el fortalecimiento del patrimonio del Banco Central, por medio del reconocimiento de las deficiencias netas del Banco de Guatemala por parte del Ministerio de Finanzas Públicas.

<sup>62</sup> Una vez que los agentes económicos se han formado expectativas con respecto al comportamiento de la inflación, la autoridad monetaria podría tener incentivos para desviarse de los compromisos anunciados, por diversas razones. En este contexto, la transparencia y la rendición de cuentas permiten hacer responsables a las autoridades del Banco Central de dichas desviaciones, debido a que están obligados a fundamentarlas, lo que genera desincentivos para desviarse de la meta.

En este contexto, el manejo de la política monetaria bajo el EMEI, en combinación con una política fiscal prudente, ha propiciado que la inflación y las expectativas con respecto a la misma permanezcan en torno al margen de tolerancia de la meta establecida por el Banco Central (4.0% +/- 1 punto porcentual) y ha logrado consolidar el largo historial de inflación baja en el país, a pesar de la incertidumbre interna, incluyendo los episodios de inestabilidad política, y la incertidumbre externa. Las desviaciones de la inflación con respecto a la meta han sido generadas por choques de oferta temporales que no han generado efectos de segunda vuelta.

**Gráfica A1.3**



(1) Variación interanual del índice de Precios al Consumidor. Con información a agosto.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Adicionalmente, dentro del proceso de reforma se establecieron criterios para la regulación y supervisión prudencial que tenderían a fortalecer el sistema financiero nacional y a mejorar su capacidad de realizar intermediación financiera, en congruencia con los estándares internacionales vigentes<sup>63</sup> y con la evolución de los mercados financieros. Entre otros beneficios,

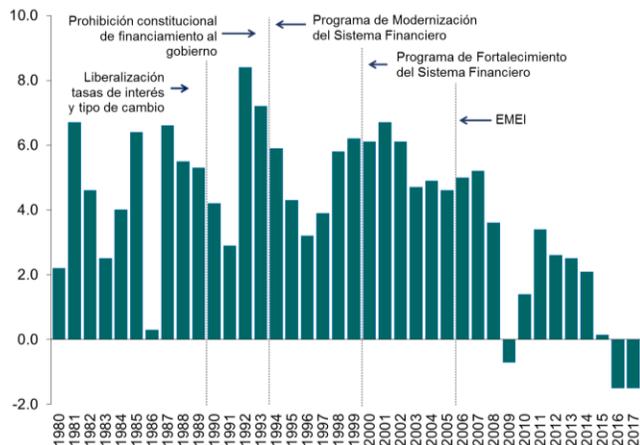
<sup>63</sup> En 1988, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria publicó un enfoque consensuado para la medición del riesgo y el establecimiento de requerimientos de capital por riesgo de crédito, el cual debía de ser de un mínimo de 8.0% de los activos ponderados por riesgo. En 1996, dicho enfoque fue modificado para incluir requerimientos de capital por riesgo de mercado (Banco de Pagos Internacionales, 2018).

estas reformas permitieron que las salidas recientes de bancos del sistema (2006-07) hayan sido procesos ordenados que no resultaron en crisis, además de que, desde hace varios años, no se han reportado desequilibrios macroeconómicos provenientes de perturbaciones en el sector financiero.

La estabilidad de las condiciones macroeconómicas internas ha permitido que no se acumulen desequilibrios frente al resto del mundo de manera persistente, lo cual reduce la dependencia del financiamiento externo y las vulnerabilidades que se derivan de la misma. En particular, luego de establecer la prohibición constitucional relacionada con el financiamiento del Banco Central al gobierno, se observó una rápida desacumulación de estas vulnerabilidades. Más recientemente (2014-2017), el resultado en cuenta corriente ha estado fuertemente influenciado por la evolución de los precios internacionales del petróleo, y el fuerte flujo de remesas familiares proveniente del exterior.

**Gráfica A1.4**

**Déficit en Cuenta Corriente (1)**  
(Porcentaje del PIB)



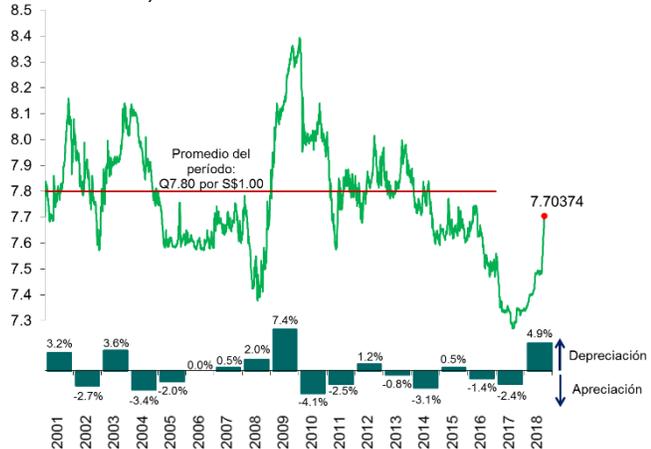
(1) Valores positivos indican un resultado deficitario y valores negativos un resultado superavitario.  
Fuente: Banco de Guatemala.

A pesar de que en los años recientes el resultado en cuenta corriente no necesariamente ha reflejado las condiciones macroeconómicas internas, debido a los factores exógenos mencionados, el tipo de cambio nominal ha continuado fluctuando de manera congruente

con dicho balance, debido a que el régimen cambiario establecido en la política cambiaria es flexible, en congruencia con el EMEI, lo que permite que el tipo de cambio funcione como mecanismo de ajuste ante choques externos. En consecuencia, el comportamiento del tipo de cambio nominal ha sido consistente con la evolución de sus fundamentos, incluso en los episodios en los que se ha reportado inestabilidad política.

**Gráfica A1.5**

**Tipo de Cambio Nominal (1)**  
(Quetzales por US\$1.00 y variación relativa acumulada en cada año)

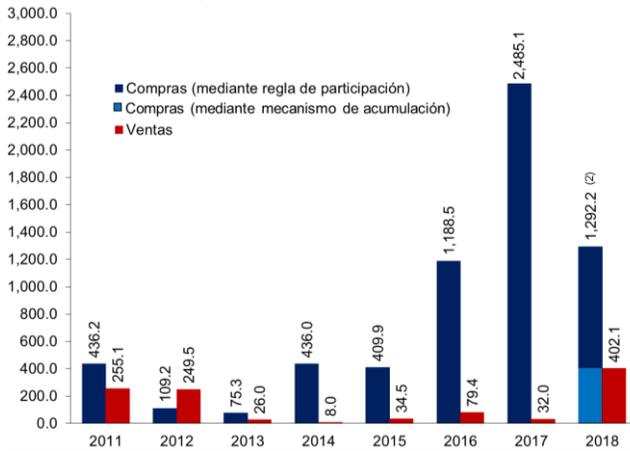


(1) Al 26 de septiembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

Adicionalmente, la política cambiaria vigente ha permitido que el Banco de Guatemala modere la volatilidad del tipo de cambio sin afectar su tendencia, por medio de participaciones en el mercado cambiario que se basan en criterios transparentes y ampliamente conocidos por los participantes del mercado. Esta participación ha contribuido a moderar los efectos de la volatilidad cambiaria sobre el desempeño de la economía nacional y sobre las expectativas de los agentes económicos, de manera que, en el largo plazo, el tipo de cambio ha permanecido relativamente estable.

**Gráfica A1.6**

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



(1) Al 25 de septiembre de 2018.

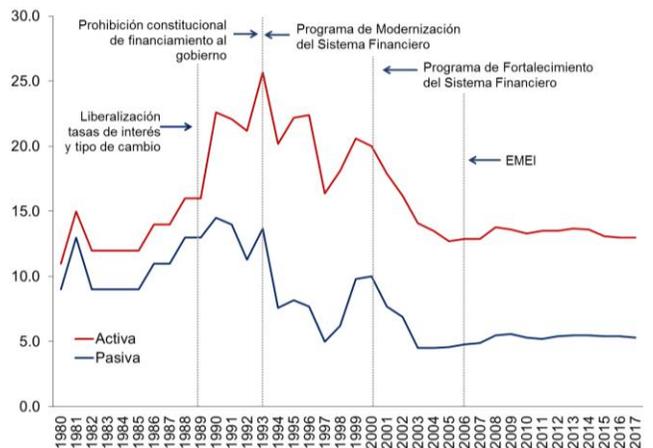
(2) Incluye US\$890.4 millones por la activación de la regla de participación y US\$401.8 millones por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.

Fuente: Banco de Guatemala.

Como consecuencia de todo lo anterior, Guatemala goza, desde hace varios años, de un entorno en el que prevalece la estabilidad macroeconómica, lo que ha resultado en bajos niveles de volatilidad en las tasas de crecimiento económico y de inflación. Incluso, se ha evidenciado el bajo impacto económico de perturbaciones inusuales, como la crisis política e institucional de 2015; y que las fluctuaciones del crecimiento de la actividad económica tienden a ser moderadas. A su vez, este contexto ha permitido que las tasas de interés permanezcan relativamente estables.

**Gráfica A1.7**

Tasas de Interés del Sistema Bancario en Moneda Nacional (1)  
(Porcentaje)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario. La tasa activa excluye préstamos con tarjeta de crédito y la pasiva excluye depósitos a la vista.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

El entorno de estabilidad descrito ha sido reconocido frecuentemente en las evaluaciones que las agencias calificadoras de riesgo y los organismos financieros internacionales realizan al país. Al respecto, el Fondo Monetario Internacional destacó recientemente, entre otros aspectos, que el buen manejo de la política monetaria contribuyó a mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación durante el periodo de su diagnóstico, por lo que se prevé que la inflación se mantenga dentro del margen de tolerancia fijado como meta por el Banco Central; y que las reservas monetarias internacionales se encuentran en niveles históricamente altos, lo que evidencia, en parte, la solidez de la posición externa del país (FMI, 2018). Asimismo, las agencias calificadoras de riesgo han indicado que la calificación crediticia del país está respaldada, entre otros factores, por el historial de estabilidad macroeconómica del país.

### Gráfica A1.8

#### Resumen de Opiniones de las Agencias Calificadoras de Riesgo



Fuente: Banco de Guatemala.

#### IV. CONSIDERACIONES FINALES

En general, un enfoque integral para lograr un mayor crecimiento económico incorpora políticas macroeconómicas de corto plazo destinadas a mantener fundamentos macroeconómicos sólidos, incluyendo un sistema financiero estable y la fortaleza del sector externo, así como reformas estructurales tendientes a incrementar la productividad y a atender los principales desafíos para el crecimiento económico del país<sup>64</sup>. Asimismo, es indispensable que prevalezca la estabilidad política y la certeza jurídica, debido a que estas contribuyen a generar un ambiente propicio para las inversiones y, consecuentemente, para el crecimiento económico.

En este sentido, la estabilidad macroeconómica en Guatemala, que se ha evidenciado en el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) y la resiliencia del crecimiento económico ante diversos choques, constituye un activo para el país porque contribuye a generar las condiciones más favorables para el adecuado desenvolvimiento de la economía nacional, en congruencia con el objetivo

<sup>64</sup> Estos desafíos fueron discutidos en el Anexo 2 de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre 2017, y Perspectivas para 2018.

fundamental del Banco de Guatemala. Este entorno de estabilidad es resultado de un manejo prudente y disciplinado de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, así como de un sistema financiero estable, lo cual es validado por las percepciones de los organismos financieros internacionales y las agencias calificadoras de riesgos.

## ANEXO 2

### EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN GUATEMALA EN EL PERIODO 2014-2018

#### I. INTRODUCCIÓN

En Guatemala el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense es flexible; es decir, que se determina por la interacción entre oferentes y demandantes en el mercado cambiario, lo que lo hace congruente con el esquema de metas explícitas de inflación, utilizado por el Banco de Guatemala para la conducción de la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, la cual busca, como objetivo fundamental, el mantenimiento de una inflación baja y estable (4.0% +/- 1 punto porcentual); de tal forma que le permita concentrar sus esfuerzos para lograr dicho objetivo.

Vale agregar que dicha flexibilidad del tipo de cambio nominal también es importante porque sirve de amortiguador ante choques externos, evitando que los desequilibrios en el sector externo (balanza de pagos) se trasladen directamente al empleo y a la producción, por lo que la participación del Banco de Guatemala en el referido mercado cambiario busca la neutralidad; es decir, que no favorezca a oferentes o demandantes de divisas, lo cual permite al Banco Central centrarse en su objetivo fundamental (la estabilidad en el nivel general de precios).

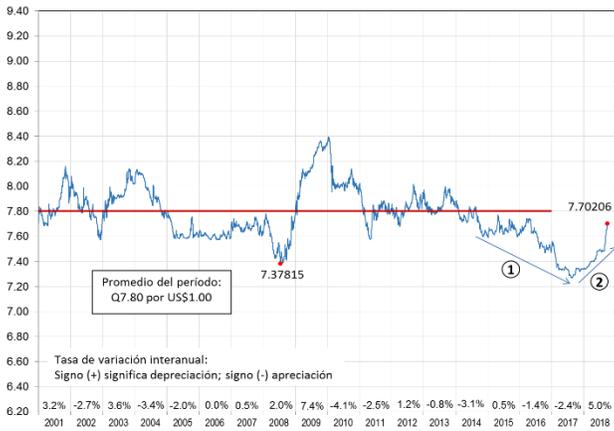
En el contexto descrito, el presente anexo describe la evolución del tipo de cambio nominal en los últimos años, haciendo énfasis en el comportamiento de los fundamentos que generaron la tendencia a la apreciación entre septiembre de 2014 y mediados de agosto de 2017 y la posterior tendencia a la depreciación que se ha observado desde la segunda parte de agosto del año pasado, resultado del cambio en el comportamiento de dichos fundamentos. Posteriormente, se presentan algunas consideraciones con respecto a la política cambiaria implementada durante este periodo, describiendo las principales medidas adoptadas, así como su grado de efectividad.

#### II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Desde una perspectiva de largo plazo, el comportamiento del tipo de cambio nominal ha sido relativamente estable (gráfica 1), con episodios de apreciación, pero también de depreciación; sin embargo, desde septiembre de 2014 y hasta mediados de agosto de 2017, se registró una tendencia continua a la apreciación, explicada por un excedente de oferta de divisas en el mercado cambiario, resultado, principalmente, de una combinación de factores que afectaron sus fundamentos, por el lado de la oferta, el significativo aumento en el ingreso de divisas por concepto de remesas familiares y, por el lado de la demanda, los menores requerimientos de divisas para el pago de importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), como resultado de la caída del precio internacional del petróleo y sus derivados, así como de otras materias primas que importa el país. Posteriormente, en la medida en que se observó un proceso de reversión gradual de dichos factores, el tipo de cambio nominal reflejó un cambio de tendencia (hacia la depreciación) a partir de la segunda quincena de agosto de 2017, que prevalece hasta la fecha.

### Gráfica A2.1

Tipo de Cambio Nominal (1)  
2001-2018 (2)



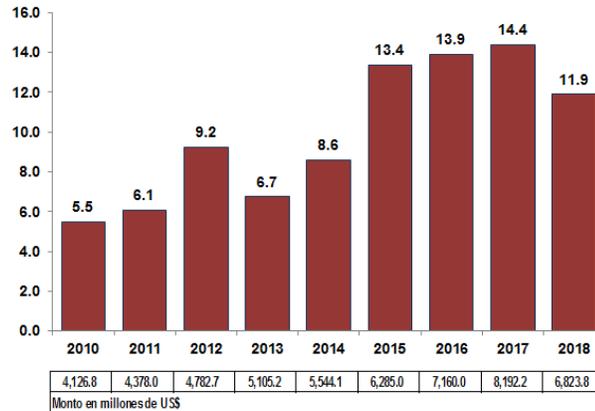
(1) Quetzales por US\$1.00.  
(2) Cifras al 30 de septiembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

En efecto, al analizar el periodo de apreciación del tipo de cambio nominal (entre septiembre de 2014 y agosto de 2017), **por el lado de la oferta**, se observa que el flujo de remesas familiares registró un crecimiento extraordinario entre 2015 y 2017, asociado, principalmente, al incremento en el número de guatemaltecos que viven en Estados Unidos de América<sup>65</sup> y a la reducción del nivel de desempleo hispano en dicho país, así como al continuo y creciente temor que generó la postura anti-inmigratoria del gobierno estadounidense, lo cual estimuló que algunos migrantes, como una medida precautoria, enviaran parte de sus ahorros en adición a la remesa usual, generando un exceso importante de divisas en el mercado cambiario. No obstante, a partir del presente año se observa que, aunque las remesas familiares continúan mostrando un importante dinamismo, estas han tendido a moderarse (gráfica 2.2), lo cual, como se indicó, propició una corrección cambiaria (proceso de depreciación), congruente con el cambio en el comportamiento de este factor fundamental del tipo de cambio nominal.

<sup>65</sup> Con base en la encuesta efectuada para 2016, por la Organización Internacional para las Migraciones.

### Gráfica A2.2

Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1)  
2010-2018 (2)  
(Porcentajes)

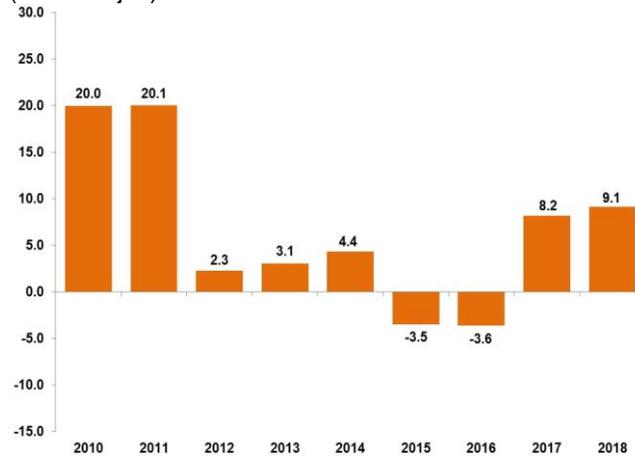


(1) Se refiere a la variación interanual.  
(2) Cifras al 30 de septiembre de 2018.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**Por el lado de la demanda**, la reducción en el valor de las importaciones (gráfica 2.3), asociada, por una parte, a la disminución de los precios internacionales del petróleo, que provocó un ahorro en la importación de combustibles y lubricantes entre 2015 y 2016, lo que contribuyó, en adición al flujo de remesas familiares comentado anteriormente, a incrementar el referido excedente de divisas en el mercado cambiario y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también registraron disminuciones en sus precios medios de importación. Sin embargo, este factor también empezó a revertirse desde agosto del año anterior, contribuyendo a consolidar la tendencia a la depreciación que se observa en el comportamiento del tipo de cambio nominal desde dicha fecha.

### Gráfica A2.3

Valor de las Importaciones CIF (1)  
2010-2018 (2)  
(Porcentajes)



(1) Se refiere a la variación interanual.

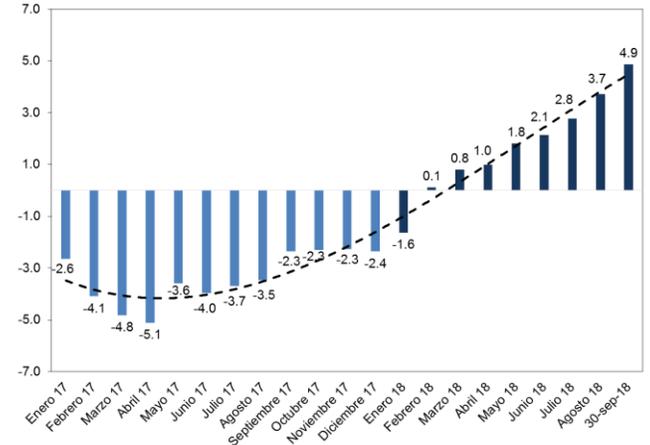
(2) Cifras a agosto de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, el excedente de divisas en el mercado cambiario que se generó desde 2014, reflejó la combinación de factores que, por un lado, originaron un incremento en la oferta (mayores flujos de remesas familiares) y, por el otro, una reducción en la demanda (menores importaciones); los cuales aunados a un ajuste en las expectativas de los agentes económicos, propiciaron que en abril de 2017 se registrara una apreciación interanual de 5.1% (la mayor en el periodo analizado); sin embargo, en línea con la reversión en el comportamiento de los fundamentos antes comentados y la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, las condiciones en el mercado cambiario han propiciado el cambio de tendencia en el tipo de cambio nominal, que al 30 de septiembre de 2018 registra una depreciación interanual de 4.9%, como se ilustra en la gráfica siguiente.

### Gráfica A2.4

Tipo de Cambio Nominal (1)  
2017-2018 (2)  
(Porcentajes)



(1) Se refiere a la variación interanual.

(2) Cifras al 30 de septiembre de 2018.

Fuente: Banco de Guatemala.

### III. RESPUESTA DE POLÍTICA CAMBIARIA

El Banco de Guatemala, conforme la política cambiaria vigente, dispone de varios instrumentos para participar en el mercado cambiario. En primer lugar, la regla de participación, que es un instrumento ampliamente conocido por el mercado, es transparente y es simétrica; es decir, no privilegia ninguna tendencia, dado que esta se activa tanto para la compra como para la venta de divisas y se utiliza fundamentalmente para reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal. Con el propósito de hacer más eficiente la participación del Banco Central en el mercado mediante dicha regla y considerando la dinámica que se venía observando en el mercado cambiario desde 2014 (comentado en el apartado anterior), se implementaron los siguientes ajustes: i) a partir de enero del 2017, se incrementó el número máximo de subastas diarias de compra o venta de divisas (según sea el caso) de cuatro subastas de US\$8.0 millones a cinco subastas de US\$8.0 millones, con lo cual el monto máximo de participación aumentó de US\$32.0 millones a US\$40.0 millones; y ii) a partir del 24 de febrero de 2017, se modificó el horario de participación, a efecto de que la regla respondiera de manera más eficiente. Dichos ajustes permitieron, por

una parte, moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia y, por la otra, contribuir a reducir parte del excedente de divisas que prevalecía en el mercado.

En segundo lugar, la captación de depósitos a plazo (DP) en dólares estadounidenses, que es un instrumento de carácter temporal que permite retirar liquidez en dicha moneda en periodos de excesos e inyectarla en periodos de insuficiencia. A partir de febrero de 2017, el Banco de Guatemala implementó esta medida y convocó a licitación de DP en dólares estadounidenses a los plazos de 91, 182 y 273 días; lo cual también coadyuvó a moderar el exceso de divisas en el mercado cambiario, aunque en este caso de manera temporal. Cabe destacar que, conforme a las condiciones actuales del mercado cambiario, la utilización de esta medida finalizó en la primera quincena de agosto del presente año.

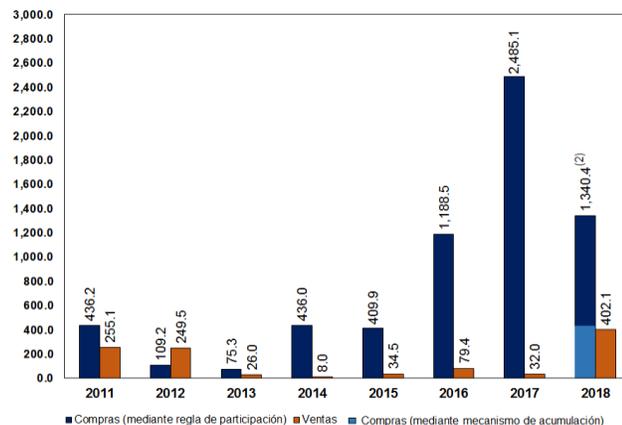
En tercer lugar, el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, que es un instrumento orientado a eliminar, de manera más permanente, los excedentes de divisas en el mercado, con la ventaja de que dicha acumulación le permitiría al Banco Central enfrentar posibles ventas de divisas que tenga que realizar si se diera volatilidad excesiva, en este caso hacia la depreciación. En ese contexto y tomando en cuenta la persistencia del excedente de divisas en el mercado cambiario, el Banco de Guatemala ha implementado este mecanismo en dos ocasiones durante 2018, entre enero y mayo y posteriormente entre agosto y octubre, previendo alcanzar una acumulación de reservas monetarias internacionales de hasta US\$500.0 millones.

En ese contexto, en el periodo analizado, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario ha sido efectiva y, como se indicó, ha privilegiado moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia y ha desempeñado un papel fundamental en la reducción de gran parte del exceso de divisas en el mercado cambiario. En efecto,

entre 2014 y el 30 de septiembre de 2018, el Banco Central realizó compras netas por US\$4,869.9 millones mediante la regla de participación, de febrero de 2017 a agosto de 2018 captó US\$438.7 millones mediante licitaciones de depósitos a plazo (DP) en dólares estadounidenses y durante 2018 compró US\$433.9 millones mediante el mecanismo de acumulación de reservas monetarias. Cabe indicar que dicha participación del Banco de Guatemala moderó la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin modificar su tendencia.

### Gráfica A2.5

Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario Mediante Subasta de Compra y Venta de Divisas 2011-2018 (1)  
(Millones de US\$)



(1) Cifras al 30 de septiembre de 2018.

(2) Incluye US\$906.5 millones por la activación de la regla de participación y US\$433.9 millones por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales.

Fuente: Banco de Guatemala.

## ANEXO 3

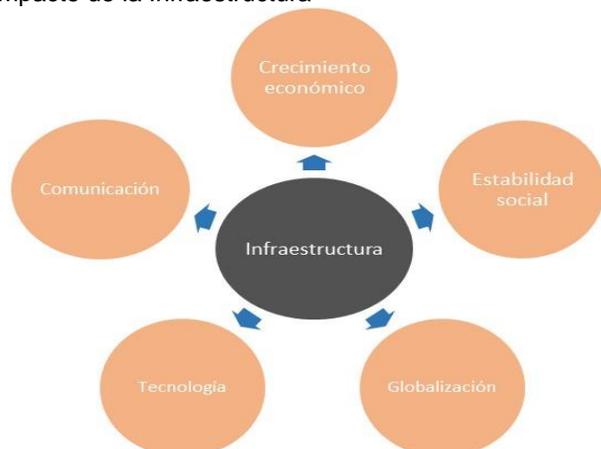
### INFRAESTRUCTURA: FACTOR CLAVE PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

#### I. DEFINICIÓN Y TIPOS DE INFRAESTRUCTURA

La infraestructura es un insumo de capital fundamental para la producción y generación de riqueza, además de ser un elemento necesario en todas las etapas del desarrollo de las economías. Su impacto puede ser transformador, favoreciendo la productividad y la competitividad en los mercados internacionales, y con ello, el crecimiento y el desarrollo económico y social de un país.

#### Gráfica A3.1

Impacto de la Infraestructura



Fuente: Elaboración propia.

Las inversiones en obras de infraestructura contribuyen a incrementar la cobertura y calidad de los servicios públicos (por ejemplo, salud, educación y recreación), reduciendo los costos asociados a la movilidad y a la logística, mejorando el acceso a diversos mercados (de bienes y servicios, de trabajo y financieros), otorgando de esta manera, un entorno propicio para incrementar el bienestar de la población.

Los servicios en redes de la infraestructura energética, de transporte, telecomunicaciones, agua potable y saneamiento, constituyen un elemento articulador de la estructura económica de los países y sus mercados y son mecanismos concretos de acoplamiento de las economías con el resto del mundo,

haciendo posible la movilidad de carga y de pasajeros y las transacciones dentro de un espacio geográfico y económico determinado y con el exterior (Rozas y Sánchez, 2004).

En cuanto a los tipos de infraestructura que existen, cabe indicar que la clasificación puede hacerse con base a dos criterios: orientación y dominio. De acuerdo al primer criterio, existen dos tipos: social y económica. La primera hace referencia a todos aquellos bienes orientados a incrementar el bienestar social de la población e influir en la actividad productiva de un país; por ejemplo, escuelas y hospitales. Por su parte, la infraestructura económica registra todos los bienes de capital originados por la inversión y que son caracterizados por ser de largo plazo, indivisibles y de alta participación en el proceso productivo; por ejemplo, aeropuertos y edificios.

#### Gráfica A3.2

Clasificación de la Infraestructura



Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, la clasificación según el criterio de dominio; es decir, de acuerdo a quien posee la propiedad de dicha inversión de capital, permite dividir a la infraestructura en pública y privada; no obstante, en la actualidad existen las Alianzas Público-Privadas (APP), las cuales promueven la vinculación del capital del

sector privado en la decisión de invertir en infraestructura económica. En el caso de Guatemala, la Ley de Alianzas para el Desarrollo de Infraestructura Económica (Decreto 16-2010), establece el marco normativo para la celebración y ejecución de contratos de alianzas para el desarrollo de infraestructura económica del país. Específicamente, la ley regula los contratos de alianzas para el desarrollo de infraestructura económica, destinados a la creación, construcción, desarrollo, utilización, aprovechamiento, mantenimiento, modernización y ampliación de infraestructura (autopistas, carreteras, puertos, aeropuertos, proyectos de generación, conducción y comercialización eléctrica y ferroviaria), incluyendo la provisión de los equipamientos necesarios para el cumplimiento de lo dispuesto en dicha ley y su reglamento. Sin embargo, vale destacar que la ley no es aplicable a la infraestructura en educación, salud y agua potable.

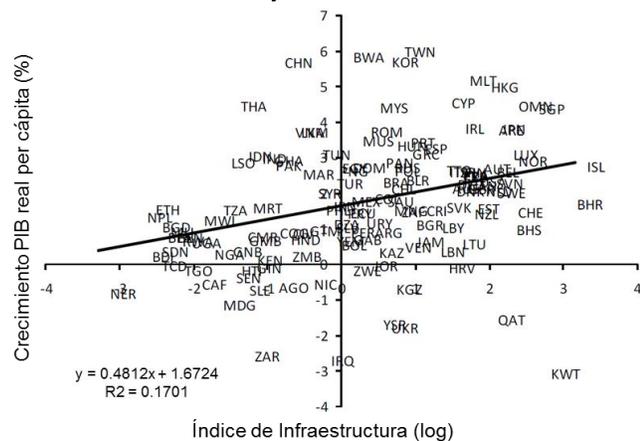
## II. INFRAESTRUCTURA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

El trabajo de David Aschauer (1989)<sup>66</sup> marcó el inicio del estudio y análisis de los efectos de la inversión en infraestructura pública en la productividad de un país. Particularmente, Aschauer evaluó el impacto que la infraestructura pública tenía sobre el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, concluyendo que, por un lado, la infraestructura pública es un factor clave en el mejoramiento de las condiciones físicas que las empresas aprovechan para la fabricación de sus productos o prestación de servicios y, por el otro, que el capital público proporciona externalidades positivas que compensan algunos costos de producción.

Por su parte, los trabajos de los economistas del Banco Mundial, Marianne Fay y Mary Morrison (2007) y César Calderón y Luis Servén (2010), fueron pioneros en estudiar el comportamiento de la inversión en

infraestructura en América Latina. En esa misma línea, hay que destacar el trabajo de César Calderón y Luis Servén (2010), “*Infrastructure in Latin America*” (*World Policy Research Working Paper 5317*), del Banco Mundial, que proporcionó la primera base de datos de inversiones en infraestructura en América Latina, la cual dio cobertura a seis países de la región desde 1980 hasta 2006 y constituyó la serie de información más amplia disponible hasta ese momento. De acuerdo con Calderón y Servén (2010), se estima que el impacto de un incremento adicional de infraestructura de 1.0% podría aumentar la tasa de crecimiento del PIB per cápita hasta en 0.5 puntos porcentuales, en promedio. Asimismo, el autor señala que el crecimiento económico se beneficia no sólo por la cantidad de infraestructura, sino también por la calidad de la misma.

**Gráfica A3.3**  
Nivel de Infraestructura y Crecimiento Económico



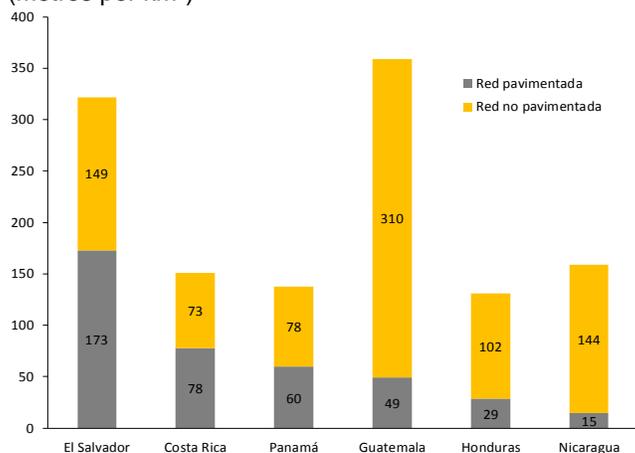
Fuente: Calderón, C. y Servén, L. (2010).

<sup>66</sup> El trabajo “*Is Public Expenditure Productive*”, fue publicado en el *Journal of Monetary Economics* No. 23.



### Gráfica A3.6

Centroamérica: Densidad de la Red Vial (Metros por km<sup>2</sup>)



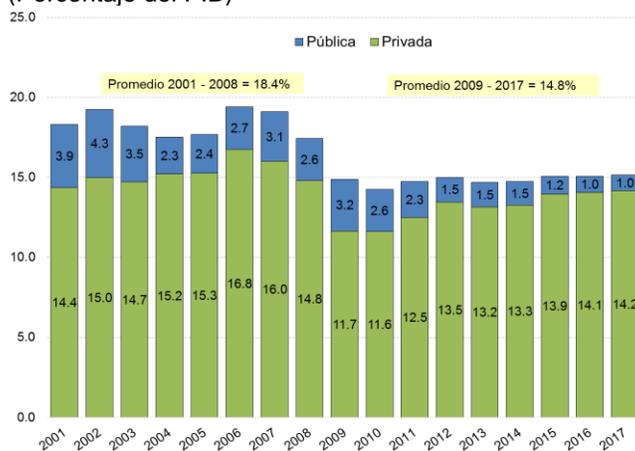
Fuente: Schwartz (2012).

## IV. INFRAESTRUCTURA EN GUATEMALA

En Guatemala, los niveles de inversión conjunta (pública y privada) han disminuido en alrededor de 3.5 puntos porcentuales del PIB, con respecto a los niveles registrados previo a la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, afectando en buena medida a la inversión privada, la cual representa alrededor del 90.0% de la inversión total.

### Gráfica A3.7

Guatemala: Inversión Pública y Privada 2001-2017 (1) (Porcentaje del PIB)



(1) Cifras preliminares para 2016 y 2017.

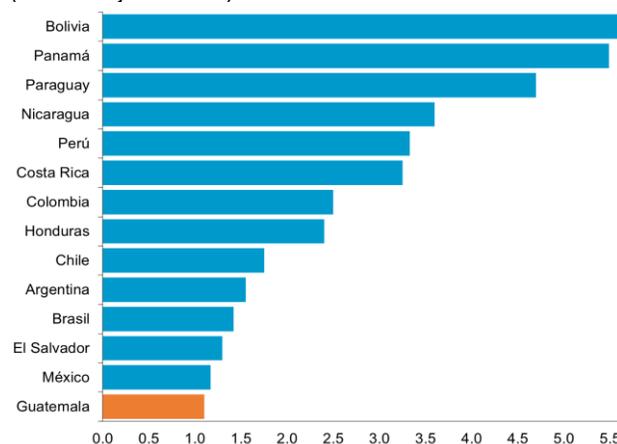
Fuente: Banco de Guatemala.

Cabe destacar que la inversión pública en infraestructura del país es una de las más bajas de

América Latina y de los mercados emergentes, limitando la capacidad de crecimiento de la economía y las posibilidades de mejorar el nivel de vida de su población. (Flamini y Teodoru, 2017).

### Gráfica A3.8

América Latina: Inversión Pública en Infraestructura 2013 (Porcentaje del PIB)



Fuente: Base de datos *Infralatam* de CAF, BID y CEPAL.

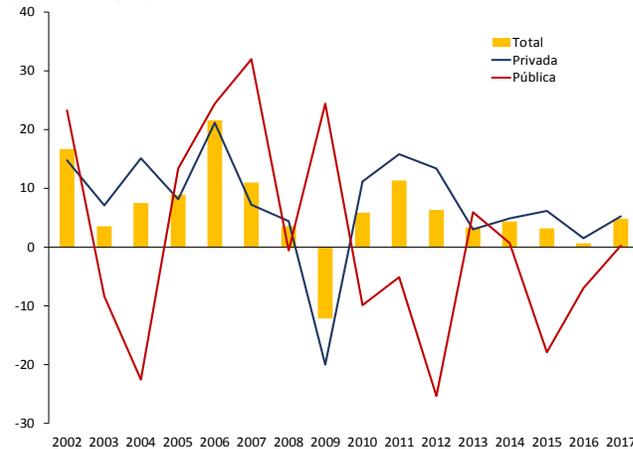
Asimismo, tanto la inversión pública como la privada, presentan una marcada volatilidad, lo que se atribuye a factores exógenos como la ocurrencia de desastres naturales y sucesos económicos adversos a nivel internacional. En el caso del sector público, el crecimiento de la inversión ha estado asociado a los programas de reconstrucción luego de la destrucción provocada por el huracán Mitch (2002) y la tormenta Stan (2005-2006) y a la ejecución de grandes proyectos públicos de infraestructura como la ampliación del Aeropuerto Internacional La Aurora y la construcción del Transmetro, iniciados en 2006.

Por su parte en el sector privado, se observó una caída en los niveles de inversión durante 2009, que fue provocada, en cierta medida, por el incremento de los precios de las materias primas y los efectos de la crisis financiera internacional; sin embargo, a partir de 2010 se recuperó como resultado del auge en los proyectos de construcción privada de edificaciones comerciales. En los años recientes, el menor crecimiento de la inversión podría estar asociado a la desaceleración observada en

el crédito al sector privado, a la entrada en vigencia de las reformas a la Ley de Contrataciones del Estado y al ciclo político, entre otros factores.

### Gráfica A3.9

Guatemala: Formación Bruta de Capital Fijo a Precios Corrientes 2002-2017 (1) (2) (Porcentajes)



(1) Variación interanual.

(2) Cifras preliminares para 2016 y 2017.

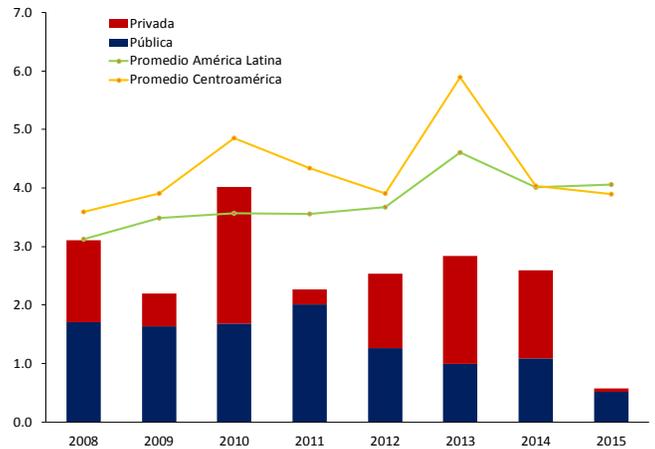
Fuente: Banco de Guatemala.

## V. DESAFÍOS PARA EL CRECIMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA EN GUATEMALA

Según estimaciones de la CEPAL (2014), los países de la región tendrían que haber invertido 6.2% del PIB entre 2012 y 2020 para satisfacer las necesidades de infraestructura estimadas para ese horizonte de tiempo. Sin embargo, según la CEPAL, en Guatemala la inversión en agua potable, energía, telecomunicaciones y transporte ha sido de alrededor de 2.5% del PIB, en promedio, entre 2008 y 2015, por lo que el déficit en infraestructura está aumentando.

### Gráfica A3.10

Inversión en Infraestructura Económica en Guatemala y América Latina (1) 2008-2015 (Porcentaje del PIB)



(1) Inversión pública y privada en agua potable, energía, telecomunicaciones y transporte.

Fuente: Base de datos *Infralatam* de CAF, BID y CEPAL.

Las deficiencias en la infraestructura es uno los principales obstáculos para el desarrollo de actividades comerciales en Guatemala, lo cual ha limitado una mayor integración comercial con la región y, en cierta medida, ha coadyuvado a elevar los costos de los artículos básicos, principalmente de los alimentos, en comparación con el resto de los países de la región. Cabe destacar que la calidad de la infraestructura varía ampliamente entre diferentes zonas de Guatemala, lo cual exacerba la desigualdad del ingreso entre las regiones, especialmente entre zonas urbanas y rurales.

Al respecto, Flamini y Teodoru (2017) señalan que una mayor inversión en infraestructura en Guatemala, tendría un impacto positivo en términos de crecimiento económico, así como en la reducción de la pobreza y de la desigualdad del ingreso. La mejora en las redes de transporte terrestre facilitaría el comercio regional y el transporte interno, lo que aumentaría la oferta de bienes y disminuiría los precios; además, dicha reducción de costos de logística, propiciarían una mejora de la competitividad y un aumento del empleo, entre otros beneficios. Asimismo, indican que un aumento sostenido del 1.0% del PIB en inversión pública en los próximos cinco años aumentaría el producto en 1.2%. Lo

que es congruente con las conclusiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de que un aumento del 1.0% del PIB en el gasto en infraestructura, en promedio, aumentaría el PIB en aproximadamente 1.5%, tanto en economías avanzadas como emergentes.

En dicho contexto, la experiencia internacional sugiere que existen aspectos importantes que podrían ser mejorados en la gestión de la inversión pública en infraestructura. Según las estimaciones del FMI (2016), en América Latina existen evidentes rezagos en comparación con las economías avanzadas en cuanto a la disponibilidad de financiamiento, la transparencia de la ejecución, la gestión de los proyectos y el monitoreo de los activos, entre otros aspectos.

De esa cuenta, el diseño de los proyectos de infraestructura debe centrarse tanto en la infraestructura de servicios como en la infraestructura física, haciéndose necesario establecer normas de calidad e indicadores de seguimiento tomando en cuenta el espacio fiscal, contingencias y las fuentes de financiamiento. Asimismo, es necesario fortalecer la capacidad de supervisión de los entes públicos encargados de proveer infraestructura; mejorar la capacidad de los reguladores, las empresas estatales y los organismos de competencia; mejorar los sistemas de concesiones; y fortalecer los órganos de auditoría para garantizar que la asignación y el uso de los fondos públicos sean eficientes. Asimismo, es necesario crear programas de gestión de riesgo de desastres para mitigar los efectos económicos y financieros de los desastres naturales, incluyendo los fenómenos climáticos.

Adicionalmente, se podrían implementar acciones de política para incentivar la inversión privada en infraestructura. Existe evidencia de que los mecanismos jurídicos e institucionales inciden en el nivel, la composición y el impacto de la inversión en infraestructura (FMI, 2016). Por tanto, es necesario implementar reformas al marco regulatorio, garantizar la protección adecuada de los contratos y promover el

desarrollo de mercados financieros profundos que faciliten el financiamiento para los proyectos de inversión.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Aschauer, David Alan (1989). "Is public expenditure productive?". *Journal of monetary economics*, 23(2), 177-200. Marzo.
2. Banco de Desarrollo de América Latina, Banco Interamericano de Desarrollo y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2017). "Infralatam: Datos de inversión en infraestructura: América Latina y el Caribe". Mayo.
3. Banco de Guatemala (2017). "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre 2017, y Perspectivas para 2018". Diciembre.
4. Banco Mundial (2005). "Economic Growth in the 1990s: Learning from a decade of reform". Marzo.
5. Banco de Pagos Internacionales (2018). "History of the Basel Committee". Recuperado el 27 de septiembre de 2018 de Bank for International Settlements: <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>. Abril.
6. Blanchard, Olivier; Dell'Ariccia, Giovanni y Mauro, Paolo (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy". IMF Staff Position Note. Febrero.
7. Calderón, César y Servén, Luis (2010). "Infrastructure in Latin America". The World Bank. Documento de trabajo 5317. Junio.
8. Carstens, Agustin (2018). "Global market structures and the high price of protectionism". Banco de Pagos Internacionales. Agosto.
9. Chen, Jiaqian; Ebeke, Christian; Lin, Li; Qu, Haonan; Schoelermann, Hanni y Siminitz, Jesse (2018). "Long-term impact of Brexit on the EU". Fondo Monetario Internacional. Agosto.
10. Comisión Económica para América Latina (2014). "La brecha de infraestructura económica y las inversiones en América Latina". Boletín No. 332 (4-2014). Abril.
11. Consejo de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional y Banco de Pagos Internacionales (2011). "Macroprudential Policy Tools and Frameworks: progress report to the G20". Octubre.
12. Dabla-Norris, Era; Ho, Giang; Kochhar, Kalpana; Kyobe, Annette y Tchazide, Robert (2013). "Anchoring Growth: The Importance of Productivity-Enhancing Reforms in Emerging Market and Developing Economies". IMF Staff Discussion Note. Diciembre.
13. Estudio Económico de América Latina y el Caribe (2018). "Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política". Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Documento informativo (Capítulo 3). Agosto.
14. Fay, Marianne y Morrison, Mary (2006). "Infrastructure in Latin America and the Caribbean: recent developments and key challenges". The World Bank. Diciembre.
15. Fischer, Stanley (1992). "Macroeconomic stability and growth". *Cuadernos de Economía*, 29 (87), pp. 171-186. Agosto.
16. Flamini, Valentina y Teodoru, Iulia (2017). "Mayor y mejor infraestructura en Guatemala". Diálogo a Fondo. Fondo Monetario Internacional. Febrero.
17. Fondo Monetario Internacional (2016). "Regional Economic Outlook. Western Hemisphere: Managing Transitions and Risks". Abril.
18. Fondo Monetario Internacional (2018). Country Report 18/154: Guatemala Staff Report for the 2018 Article IV Consultation. Junio.

19. International Monetary Fund (2018). "Challenges to Steady Growth". World Economic Outlook. Octubre.
20. Loayza, Norman; Fajnzylber, Pablo y Calderón, César (2005). "Economic Growth in Latin America and the Caribbean: stylized facts, explanations and forecasts". The World Bank. Marzo.
21. Mahedy, Tim y Wilson, Daniel (2018). "Fiscal Policy in Good Times and Bad". FRBSF Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco. Junio.
22. Nielsen, Thomas (2018). "Imbalances in China: is growth in peril from a housing market downturn?". European Central Bank. Economic Bulletin, Issue 5. Agosto.
23. Rozas, Patricio y Sánchez, Ricardo (2004). "Desarrollo de infraestructura y crecimiento económico: revisión conceptual". Naciones Unidas. Serie recursos naturales e infraestructura no. 75. Santiago de Chile. Octubre.
24. Schwartz, Jordan (2012). "Logistics in Central America: the path to competitiveness". The World Bank. Documento de trabajo 75098. Junio.
25. World Bank Group (2011). "Transformation Through Infrastructure". Infrastructure Strategy Update 2012-2015". Diciembre.