

**INFORME DE  
POLÍTICA MONETARIA  
A SEPTIEMBRE DE 2019**





# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>I.</b>	<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>ESCENARIO INTERNACIONAL</b>	<b>6</b>
A.	PANORAMA GENERAL	6
B.	CRECIMIENTO ECONÓMICO	7
C.	MERCADOS FINANCIEROS	16
D.	PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS	20
1.	Petróleo	20
2.	Maíz amarillo y trigo	26
E.	INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA	27
<b>III.</b>	<b>ESCENARIO INTERNO</b>	<b>35</b>
A.	ACTIVIDAD ECONÓMICA	35
1.	Producto interno bruto	35
2.	Otros indicadores de actividad económica	39
B.	ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA	42
1.	Evolución reciente de la inflación	42
2.	Proyecciones y expectativas de inflación	49
3.	Postura de la política monetaria y balance de riesgos de inflación	52
4.	Otras variables informativas de política	56
<b>IV.</b>	<b>SÍNTESIS</b>	<b>72</b>
ANEXOS		
I.	SECTOR EXTERNO	74
II.	FINANZAS PÚBLICAS	78
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS		82

---

<sup>1</sup> El Informe fue elaborado con información disponible al 23 de octubre de 2019.



## I. RESUMEN EJECUTIVO

**Escenario internacional.** Al tercer trimestre de 2019, la economía mundial continuó expandiéndose, aunque a un ritmo menor al observado el año anterior, debido a que el crecimiento siguió siendo moderado en algunas de las principales economías, influenciado, entre otros factores, por la desaceleración del comercio mundial y de la producción industrial, además por la incertidumbre asociada a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y algunos de sus principales socios comerciales (particularmente la República Popular China) y las tensiones políticas relacionadas con el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*), las cuales se intensificaron durante el segundo y el tercer trimestre del año. En efecto, se anticipa que este entorno de incertidumbre continuaría afectando el crecimiento de la actividad económica en lo que resta de 2019; sin embargo, las recientes decisiones de política monetaria de algunos bancos centrales de economías avanzadas y de economías emergentes y en desarrollo, orientadas a estimular la demanda agregada, han atenuado el impacto negativo asociado a dichos factores. En ese contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía mundial registraría un crecimiento de 3.0% en 2019 y de 3.4% en 2020.

En las economías avanzadas, la actividad económica se desaceleró y, aunque las perspectivas continúan siendo positivas para 2019 y 2020 (1.7% en ambos años), el crecimiento sería menor al observado en los dos años anteriores y a lo anticipado previamente. En los Estados Unidos de América, ha habido cierta desaceleración debido al desvanecimiento gradual de los efectos de la reforma fiscal implementada a inicios de 2018 y al impacto de las tensiones con algunos de sus principales socios comerciales desde el año anterior. La persistencia de los factores mencionados y el inicio de la fase descendente del ciclo económico, cuya última expansión habría sido una de las más prolongadas en la historia económica de dicho país, incidirían en que el crecimiento económico se sitúe en 2.3% en 2019 y en 1.8% en 2020. En la Zona del Euro, la actividad económica continuó expandiéndose, aunque de forma moderada y en niveles inferiores a los observados el año anterior, influenciada por un entorno externo menos favorable y una reducción de la confianza empresarial. En ese contexto, se prevé un crecimiento económico de 1.2% tanto en 2019 como en 2020, que continuaría respaldado, principalmente, por el desempeño de la demanda interna; sin embargo, la actividad económica podría seguir deteriorándose si las tensiones comerciales a nivel mundial se intensifican y si prevalece la incertidumbre política relacionada con el *Brexit*, cuya materialización está prevista para el 31 de octubre del presente año, aunque a la fecha el proceso de negociaciones aún continúa.

Por su parte, el desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo siguió condicionado por un entorno de mayor incertidumbre externa y de tensiones de orden político y geopolítico, aunque, el crecimiento sigue estando respaldado por el consumo privado. En ese contexto, se anticipa una desaceleración del crecimiento durante 2019 (3.9%) y un repunte hacia 2020 (4.6%); no obstante, se espera una significativa heterogeneidad entre países y regiones, además de que dichas proyecciones continúan expuestas a diversos riesgos a la baja, principalmente, a la implementación de medidas comerciales proteccionistas a nivel mundial y a los cambios en la percepción y tolerancia al riesgo, que podrían provocar un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

En Centroamérica, el crecimiento de la actividad económica ha sido positivo, excepto en Nicaragua, y se prevé que la mayoría de estos países continúe con un desempeño favorable, tanto por el crecimiento de la demanda interna, asociada a que el consumo privado continuaría apoyado por las remesas familiares, como de la externa, dadas las perspectivas positivas que aún prevalecen para la economía estadounidense. Por tanto, se anticipa que la región crecería 2.2% en 2019 y 2.7% en 2020, aunque estas proyecciones están expuestas a las tensiones políticas en



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

Los mercados financieros internacionales mostraron variaciones significativas en lo que va de 2019; sin embargo, continuaron registrando ganancias respecto del cierre de 2018. Este comportamiento estuvo influenciado, principalmente, por las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China; en efecto, la anuencia de los gobiernos de dichos países a buscar una solución negociada al diferendo comercial, entre enero y abril y en junio, atenuó los riesgos para el desempeño de la economía mundial, lo que contribuyó a que los precios de las acciones se incrementaran; sin embargo, la intensificación de las tensiones en mayo y en agosto provocó que dichos precios se redujeran, ante la mayor incertidumbre y su posible impacto sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial. Por su parte, la interrupción del proceso de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas y, en algunos casos, los cambios en la orientación de las decisiones de política, hacia una postura más acomodaticia, contribuyeron al desempeño positivo de estos mercados.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala registraron, en términos generales, una mayor volatilidad y comportamientos mixtos respecto del cierre de 2018, ya que el precio *spot* del petróleo y del maíz amarillo se incrementaron, mientras que el del trigo se redujo. En el caso del petróleo, el alza estuvo asociada a las restricciones de oferta que se derivaron de los recortes a la producción implementados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes productores desde inicios del presente año, las sanciones impuestas por el gobierno estadounidense a algunos exportadores y las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, factores que fueron parcialmente contrarrestados por el efecto que tuvieron sobre los precios el incremento de la producción en otros países, en especial en los Estados Unidos de América, y las menores perspectivas para la demanda de crudo, derivadas de la intensificación del conflicto comercial entre los Estados Unidos de América y la República Popular China y los consecuentes efectos negativos sobre las perspectivas de la actividad económica mundial. En el caso del precio del maíz amarillo, éste registra un nivel por encima del observado a finales del año anterior, como consecuencia, principalmente, de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores que afectaron las perspectivas de oferta. Por su parte, el comportamiento del precio del trigo estuvo influenciado, principalmente, por las variaciones en las expectativas para la oferta mundial del cereal, ante las condiciones climáticas que afectaron a algunos de los principales países productores y por la intensificación de las tensiones comerciales, que hicieron variar las perspectivas de demanda del grano. En este contexto, en el escenario base, los pronósticos sugieren que, durante 2019 y 2020, los precios promedio del petróleo y del maíz amarillo registrarían una tendencia creciente; en tanto que el del trigo, se reduciría ligeramente, en comparación con los precios medios de 2018.

A nivel internacional, la inflación permaneció contenida, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo, y aunque registró incrementos durante los primeros cuatro meses del año, principalmente debido al aumento indicado de los precios internacionales del petróleo, posteriormente, la inflación se moderó, tanto por la reducción de dichos precios como por la desaceleración de la actividad económica; no obstante, en algunas economías que continuaron expuestas a tensiones financieras y cuyas monedas se depreciaron considerablemente, la inflación siguió siendo elevada. En América Latina, tanto en los principales países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación como en Centroamérica, el ritmo inflacionario se ubicó, en la mayoría de países, dentro de los márgenes de tolerancia de las metas establecidas por los respectivos bancos centrales. La ausencia de presiones inflacionarias significativas permitió que, ante las perspectivas de desaceleración de la actividad económica

y el incremento de la incertidumbre, algunos bancos centrales asumieran una postura de política monetaria más acomodaticia.

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

**Escenario interno.** El Producto Interno Bruto (PIB), durante el segundo trimestre de 2019, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.5%, superior a la registrada en el trimestre previo (3.1%). Para 2019, se proyecta que la actividad económica crecería en un rango de entre 3.0% y 3.8%, como resultado, principalmente, del incremento esperado en la demanda interna, asociado al crecimiento previsto en el gasto de consumo, tanto privado como público, y en la formación bruta de capital fijo. A agosto del presente año, la variación interanual de la serie original del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) fue de 3.7%, que dio como resultado una variación interanual de la tendencia-ciclo de 3.3%, congruente con el rango de crecimiento económico anual previsto para el presente año. En cuanto al comercio exterior, a agosto de 2019, se observó que el valor FOB de las exportaciones de bienes no registró variación (0.0%), respecto de similar periodo de 2018, explicado por el aumento en el precio medio (6.1%), compensado por la disminución en el volumen exportado (5.7%). La variación de las exportaciones fue resultado, principalmente, de los aumentos en las exportaciones de cardamomo; hierro y acero; banano; y energía eléctrica; así como, de las reducciones en los rubros de café; frutas frescas, secas o congeladas; y azúcar. Por su parte, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 0.8%, como resultado del alza en el volumen importado (10.7%), contrarrestado, parcialmente, por una disminución en el precio medio (8.9%), la cual continúa influenciada aunque cada vez en menor medida, por el comportamiento del precio internacional del petróleo, que a agosto de 2019, generó un aumento de US\$40.5 millones en el pago de la factura petrolera respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual sigue reflejando la disminución del ahorro obtenido en dicha factura en años previos, aunque a un ritmo moderado.

Al 30 de septiembre de 2019, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$7,747.6 millones, superior en US\$923.8 millones (13.5%) en comparación con similar periodo del año previo. El flujo de remesas familiares continúa siendo importante, derivado de que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos, además de los flujos extraordinarios de divisas que ha propiciado la actual política migratoria del gobierno estadounidense.

El nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN), al 30 de septiembre de 2019, registró un monto de US\$14,516.0 millones, mayor en US\$1,760.4 millones al del 31 de diciembre de 2018, resultado, principalmente, de la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala en el mercado internacional (US\$1,200.0 millones) y de las compras netas por la activación de la regla cambiaria (US\$932.4 millones), los cuales fueron compensados, parcialmente, por los pagos netos por deuda externa del sector público, por la amortización de los depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América emitidos por el Banco de Guatemala y por la disminución en la posición de encaje en moneda extranjera del sistema financiero. El referido nivel de RIN equivale a 8.2 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 0.43% (apreciación acumulada de 0.02%), resultado asociado al comportamiento de sus factores fundamentales, en particular, al dinamismo en el flujo de remesas familiares, al comportamiento del valor de las importaciones y a la ralentización en el crecimiento del valor de las exportaciones. En ese contexto, el Banco Central continuó participando en el mercado cambiario, mediante la regla de participación establecida, con el objetivo reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia.

El ritmo inflacionario a septiembre se situó en 1.80%, valor que se ubica por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual), en tanto que las expectativas de inflación para diciembre de 2019 y de 2020 se situaron en 4.43% y 4.46%, respectivamente, valores que se encuentran dentro del margen de tolerancia de la referida meta de inflación. Durante 2019, el comportamiento de la inflación refleja, principalmente, la evolución de los choques de oferta y su posterior moderación en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, particularmente, de los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos, de pan y cereales y, en menor medida, de frutas. Además, en el comportamiento de la inflación influyó la desaceleración registrada en la división de transporte, debido a la baja observada en el precio internacional del petróleo entre mayo y agosto, luego de registrar una tendencia hacia el alza en el primer cuatrimestre del presente año. Por su parte, la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, durante el presente año ha registrado alzas, asociadas, principalmente, al incremento en el precio medio del servicio de electricidad, las cuales han sido parcialmente compensadas por la reducción en el precio medio del gas propano. En tanto que el resto de divisiones de gasto presentaron un comportamiento relativamente estable. Adicionalmente a los choques de oferta, la inflación ha respondido a condiciones de demanda agregada favorables, particularmente las relativas al consumo privado, derivado del comportamiento de los salarios, de las remesas familiares y del crédito al consumo, que han reflejado la posición cíclica de la economía, la cual se estima que tendería a acelerarse moderadamente durante el resto de 2019 y en 2020.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (reporto a 1 día), éstas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que, las tasas de interés activa y pasiva del sistema bancario, continuaron, por un lado, relativamente estables, lo que evidencia los adecuados niveles de liquidez en la economía y, por el otro, en los niveles más bajos desde 2015, lo que propicia un apoyo al crecimiento económico del país.

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 ha mostrado mayor dinamismo y con una tendencia al alza ubicándose en 14.8% (11.0% a finales de 2018), comportamiento consistente con su estacionalidad y con el dinamismo que han registrado los flujos de remesas familiares; en tanto que los medios de pago (M2) crecieron 9.7%, en términos interanuales. Por su parte, el crédito bancario al sector privado continuó mostrando un crecimiento relativamente estable a lo largo del año (en torno a 7.0% de crecimiento), como resultado de la recuperación del crédito destinado al consumo, el aumento del crédito hipotecario, así como la moderación del crédito al sector empresarial mayor.

En lo relativo a las finanzas públicas, de acuerdo con el presupuesto aprobado para 2019, la política fiscal ha generado un estímulo fiscal mediante una expansión del gasto público, lo que daría como resultado que el déficit fiscal se sitúe en 2.0% del PIB a finales del presente año (1.8% en 2018). Según cifras preliminares al 30 de septiembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.1% en comparación con el mismo periodo del año anterior, influenciados por el moderado incremento de la recaudación tributaria (5.0%), la cual se encuentra por debajo de la



meta establecida por la Superintendencia de Administración Tributaria. Por su parte, los gastos aumentaron en 13.2% respecto de similar periodo del año anterior, debido, entre otros aspectos, a una mayor ejecución presupuestaria desde inicios del presente año. En efecto, el gasto público durante el primer cuatrimestre aumentó 20.7%, mientras que, en el periodo mayo-septiembre se moderó a 8.2%, resultado de las medidas de contención del gasto implementadas por el Ministerio de Finanzas Públicas, derivado, principalmente, de las previsiones poco optimistas sobre el desempeño de la recaudación tributaria. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q87,470.0 millones, mayor en Q5,024.0 millones respecto del 31 de diciembre de 2018 (Q82,446.0 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$9,139.4 millones, mayor en US\$914.8 millones al registrado a finales de 2018 (US\$8,224.6 millones). Al 30 de septiembre, el Ministerio de Finanzas Públicas había realizado colocaciones de bonos del tesoro equivalentes a 99.0% del monto programado para el ejercicio fiscal 2019 (Q18,419.0 millones).

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

En el entorno interno, el PIB durante el segundo trimestre del presente año creció 3.5%, superior al crecimiento del primer trimestre (3.1%), y se prevé que el crecimiento anual se ubique en un rango entre 3.0% y 3.8%. En el transcurso del presente año, el desempeño de la actividad económica ha evolucionado conforme lo previsto, como lo evidencian los principales indicadores de corto plazo. Por su parte, el manejo prudente de la política monetaria y cambiaria, apoyado por la disciplina de la política fiscal, ha contribuido a mantener la estabilidad de los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés), lo cual ha sido resaltado en las distintas evaluaciones efectuadas al país por organismos internacionales, como el FMI y las principales agencias calificadoras de riesgo.

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



## II. ESCENARIO INTERNACIONAL

### A. PANORAMA GENERAL

Al tercer trimestre de 2019, el crecimiento de la actividad económica se redujo en comparación con el observado en 2018, tal como lo reflejan los principales indicadores de actividad económica de corto plazo, particularmente la desaceleración del comercio mundial y la producción industrial, como consecuencia del efecto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas desde 2018, las cuales continuarían durante el último trimestre del año, por lo que se registraría una moderación del ritmo de crecimiento económico mundial durante 2019, en un entorno de mayor incertidumbre a nivel mundial. No obstante, la implementación de una política monetaria más acomodaticia en las principales economías avanzadas y en algunas de las de mercados emergentes y en desarrollo contribuiría a flexibilizar las condiciones financieras internacionales y apoyaría una recuperación del ritmo de crecimiento para 2020, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En este contexto, el FMI prevé un crecimiento económico mundial de 3.0% para 2019 y de 3.4% para 2020, por debajo de lo proyectado en julio (3.2% y 3.5%, respectivamente), debido a que las economías avanzadas se expandirían a un ritmo de 1.7% en ambos años, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 3.9% y 4.6%, en su orden.

Los mercados financieros internacionales registraron, en términos generales, un desempeño más favorable que el observado durante la mayor parte de 2018, ante las expectativas de que los bancos centrales de las economías avanzadas asumirían una postura de política más acomodaticia, las perspectivas de avance en las negociaciones comerciales y los resultados empresariales positivos, los cuales provocaron que los principales índices accionarios registraran alzas y los indicadores de volatilidad se moderaran entre enero y abril, en junio y en septiembre; sin embargo, la intensificación de las tensiones comerciales, principalmente entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, provocó que los precios de las acciones se redujeran y que la volatilidad se incrementara, particularmente, en mayo y en agosto. Estos factores también se reflejaron en los rendimientos de los bonos soberanos de las economías avanzadas, los cuales, en general, permanecieron en niveles inferiores a los observados en 2018. Por tanto, se anticipa que las condiciones financieras continuarían apoyando el crecimiento económico mundial en el corto plazo; no obstante, éstas permanecen expuestas a la materialización de diversos riesgos, principalmente, al incremento de la aversión al riesgo.

Los precios internacionales de las materias primas que pueden tener un efecto relevante en la inflación de Guatemala presentaron comportamientos diferenciados entre enero y septiembre de 2019. El precio *spot* del petróleo se mantuvo en niveles superiores a los observados a finales del año previo, pero inferiores a los de los primeros tres trimestres de 2018, influenciado por factores asociados a la oferta y a la demanda mundial de crudo, así como por el entorno internacional más volátil que prevaleció desde mayo del presente año. En particular, los recortes a la producción realizados por los principales países productores, las sanciones impuestas por el gobierno estadounidense a Irán y Venezuela y el incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente provocaron alzas entre enero y abril, en junio, julio y septiembre; mientras que el continuo incremento de la producción petrolera en algunos países, principalmente en los Estados Unidos de América, y la intensificación de las tensiones comerciales provocaron reducciones de dicho precio en mayo y en agosto. Por su parte, el precio del maíz amarillo, se situó en un nivel moderadamente por encima del nivel registrado a finales del año anterior, como consecuencia, principalmente, de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores. En contraste, el del trigo se ubicó por debajo del observado al cierre de 2018, luego de que se dispararan las preocupaciones sobre la producción

estadounidense que predominaron durante el segundo trimestre del año. En este contexto, en el escenario base, los pronósticos sugieren que el precio promedio del petróleo y del maíz amarillo tendrían una tendencia creciente en 2019 y 2020, moderada en el caso del petróleo y un poco más pronunciada en el caso del maíz amarillo; en tanto que el precio promedio del trigo, tendría una reducción moderada tanto en 2019 como en 2020.

En cuanto a la inflación a nivel internacional, ésta permaneció contenida al tercer trimestre del año, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo, debido, principalmente, a que los precios del petróleo se situaron por debajo de los niveles registrados en el mismo periodo del año previo y a que la actividad económica se ha moderado. En efecto, en las principales economías avanzadas, la inflación se ubicó, en general, por debajo de las metas de sus bancos centrales, mientras que en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación permaneció en torno a las metas de sus respectivos bancos centrales. Lo anterior y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico favorecieron el mantenimiento de una postura de política monetaria acomodaticia en diversos países.

## **B. CRECIMIENTO ECONÓMICO**

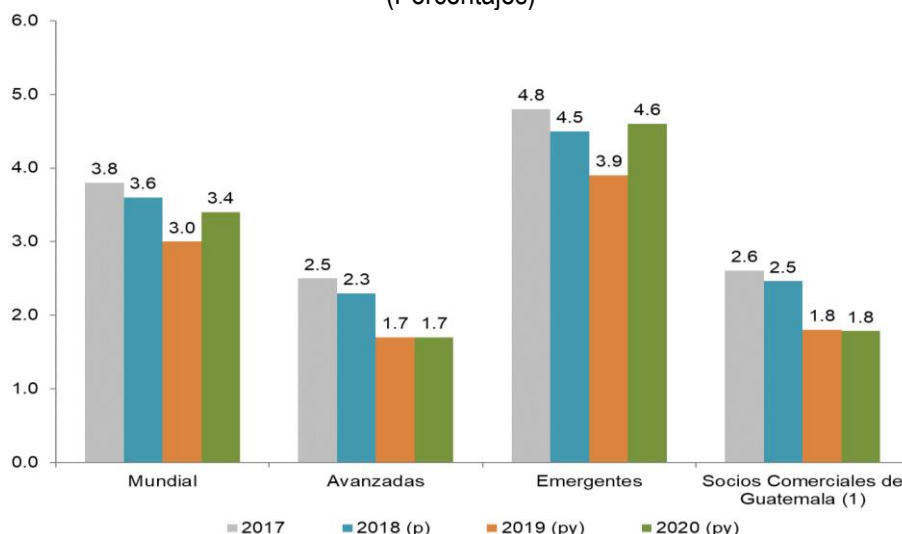
Al tercer trimestre de 2019, la actividad económica mundial continuó expandiéndose, aunque a un ritmo menos dinámico respecto del año anterior y a lo estimado previamente, como consecuencia de que el crecimiento del comercio y de la inversión se desaceleraron a nivel mundial, debido al efecto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas desde 2018; al menor ritmo de crecimiento económico, que contuvo el dinamismo de la demanda externa; así como al deterioro de la confianza empresarial, ante la incertidumbre que han generado la intensificación de las tensiones comerciales que el gobierno de los Estados Unidos de América mantiene con algunos de sus socios comerciales más importantes (particularmente, la República Popular China), la incertidumbre en torno al *Brexit* y las crecientes tensiones geopolíticas, particularmente en el Medio Oriente. Algunos de estos factores, que eran considerados como riesgos para el crecimiento de la economía mundial en los primeros meses del año, dada su materialización, a partir del segundo trimestre del año han propiciado una reducción gradual de las perspectivas de crecimiento de la actividad económica y el comercio mundiales; sin embargo, el mantenimiento de una postura de política monetaria acomodaticia en algunas de las principales economías podría contribuir a mitigar, al menos parcialmente, los efectos asociados a estos riesgos.

En consecuencia, se proyectan tasas de crecimiento para la economía mundial menores a las previstas anteriormente, de 3.0% para 2019 y de 3.4% para 2020 (3.2% y 3.5%, respectivamente), las cuales continúan expuestas a riesgos que, según el FMI, permanecen sesgados a la baja. En particular, además de los ya indicados, dicho organismo considera que otros factores que plantean riesgos para el desempeño de la actividad económica son: los cambios en la percepción de riesgo de los inversionistas, la acumulación de vulnerabilidades financieras, la posibilidad de que ocurran ataques cibernéticos, la persistencia de presiones desinflacionarias y las consecuencias del cambio climático.



Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual  
(Porcentajes)



(p) Preliminar.

(py) Proyectado.

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

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

En las economías avanzadas, al tercer trimestre de 2019, el crecimiento de la actividad económica continuó siendo positivo, en un entorno en el que los mercados laborales continuaron siendo robustos y la confianza de los consumidores permaneció en niveles elevados; no obstante, las previsiones de crecimiento económico se han moderado en algunos de estos países, debido a que los niveles elevados de incertidumbre han impactado negativamente la inversión y las exportaciones, lo cual ha afectado el crecimiento de la producción industrial. Ante este panorama, diversos bancos centrales de este grupo de economías en primera instancia, interrumpieron el proceso de normalización de su política monetaria, indicando que mantendrían una postura de política monetaria acomodaticia y, posteriormente, flexibilizaron aún más dicha política. Por lo anterior, se prevé que el crecimiento económico para este grupo de países se ubique en 1.7% tanto en 2019 como en 2020, el cual sería menor al previsto anteriormente, principalmente como reflejo del menor crecimiento previsto para los Estados Unidos de América y la Zona del Euro.

En los Estados Unidos de América, según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre de 2019 fue de 2.0%<sup>2</sup>, un ritmo menor que el del trimestre previo (3.1%), como consecuencia de la contracción de la inversión fija, ante el desvanecimiento gradual del efecto del estímulo fiscal aprobado en diciembre de 2017, así como de la reducción de las exportaciones, que estuvieron influenciadas, en parte, por la incertidumbre que continúa generando la política comercial estadounidense. No obstante, la actividad económica estuvo impulsada por la aceleración del consumo privado, que continuó apoyado, principalmente, en los elevados niveles de confianza de los consumidores; la fortaleza del mercado laboral, que se reflejó en una tasa de desempleo (3.7% en agosto) que se mantuvo en niveles bajos en comparación con su nivel de largo plazo (en torno a 4.0%, según estimaciones de la Reserva Federal); las mejoras en el patrimonio de los hogares;

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

y el mantenimiento de condiciones financieras favorables. Asimismo, el crecimiento del gasto público se incrementó, a lo que contribuyó la recuperación del gasto federal no relacionado con la defensa, tras la contracción que se evidenció en el trimestre previo.

Para 2019 y 2020 se prevé un crecimiento de la actividad económica estadounidense de 2.3% y 1.8%, respectivamente. La moderación prevista para la economía estadounidense refleja, fundamentalmente, la finalización de la fase expansiva del ciclo económico, los efectos negativos de las medidas arancelarias implementadas desde el año anterior, aunque se anticipa que el desempeño positivo de la demanda interna continuaría respaldando la actividad económica, como consecuencia del mantenimiento de tasas de desempleo bajas y por el apoyo proveniente de las políticas macroeconómicas. No obstante, la incertidumbre con respecto a estas perspectivas se ha incrementado en los meses recientes, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento económico mundial y de la persistencia de las tensiones entre el gobierno de los Estados Unidos de América y el de la República Popular China<sup>3</sup> y otros riesgos geopolíticos, incluyendo una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea.

En ese contexto, las decisiones de política monetaria recientes han estado orientadas a mantener el ritmo de la expansión económica, de manera que se cumpla con los objetivos de pleno empleo y de inflación de la Reserva Federal (FED). En particular, ante el entorno descrito de mayor incertidumbre con respecto a las perspectivas para la actividad económica y dado que las presiones inflacionarias han permanecido contenidas, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) redujo la tasa de interés objetivo de fondos federales en julio y en septiembre de 2019, en 25 puntos básicos en cada ocasión, hasta un rango entre 1.75% y 2.00%, conforme lo anticipó el mercado, luego de haberla mantenido sin cambios durante el primer semestre del año<sup>4</sup>. Además, dicho Comité reiteró que continuará actuando oportunamente para cumplir con sus objetivos e indicó que futuros ajustes al rango indicado dependerían de las condiciones económicas observadas y esperadas, lo cual sugiere que no necesariamente continuarían disminuyéndola; sin embargo, el mercado anticipa que el FOMC reduciría dicha tasa al menos una vez más en lo que resta del presente año. En cuanto a la reducción de la hoja de balance de la FED, conteste con las reducciones en la tasa de interés objetivo de fondos federales, el FOMC finalizó dicho proceso en agosto, dos meses antes de lo indicado previamente.

Por otra parte, se prevé que la política fiscal dejaría de ser expansiva en 2019 y se tornaría neutra en 2020, además estaría influenciada por la ampliación del límite de gasto público para el presente año fiscal (por US\$153.0 millardos) y por las medidas aprobadas en agosto de 2019, según las cuales el Congreso de los Estados Unidos de América suspendió hasta julio de 2021 el límite a la deuda que puede asumir el gobierno e incrementó en US\$320.0 millardos el límite del gasto público discrecional para los años fiscales 2020 y 2021. En consecuencia, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), anticipa que el déficit presupuestario para el año fiscal 2019 sería equivalente a 4.2% del PIB (3.9% del PIB en 2018) y estima, con base en el presupuesto que el gobierno presentó en marzo, que dicho déficit se ampliaría a 4.4% del PIB en el año fiscal 2020. No obstante, el proceso de

<sup>3</sup> El gobierno de los Estados Unidos de América implementó las siguientes medidas: en mayo, incrementó los aranceles de 10.0% a 25.0% a un grupo de importaciones provenientes de la República Popular China hasta por un total US\$200.0 millardos; en agosto, anunció que aplicaría aranceles de 10.0%, a partir del 1 de septiembre, a importaciones chinas por un monto adicional de US\$110.0 millardos y, a partir del 15 de diciembre, por un monto adicional de US\$160.0 millardos. Posteriormente, anunció que incrementaría los aranceles a 30.0%, a partir del 15 de octubre, a las importaciones chinas por aproximadamente US\$250.0 millardos que estaban sujetas a medidas arancelarias desde 2018, y a 15.0%, a partir del 15 de diciembre, al resto importaciones por aproximadamente US\$300.0 millardos; no obstante, el 11 de octubre estas medidas fueron suspendidas temporalmente debido a un acuerdo parcial alcanzado entre ambos gobiernos, el cual podría oficializarse en una reunión prevista para el 16 y 17 de noviembre en el Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC) que se celebrará en Chile. El gobierno de la República Popular China respondió a estas medidas de la siguiente manera: en junio, incrementó los aranceles a US\$36.0 millardos de importaciones estadounidenses, de 5.0% a 25.0%; y en agosto, anunció que incrementaría los aranceles a US\$75.0 millardos de importaciones estadounidenses.

<sup>4</sup> En las reuniones de enero, marzo, entre finales de abril y principios de mayo y en junio.



aprobación del presupuesto para el año fiscal 2020, podría generar tensiones políticas adicionales en el ámbito interno.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea (*Eurostat*), el crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre de 2019 fue de 1.2%, ligeramente inferior al del trimestre previo (1.3%), debido a que la inversión y la demanda externa continuaron moderándose, como lo han hecho desde el segundo semestre de 2018, ante la reducción de la confianza empresarial y la desaceleración del comercio mundial, asociadas, fundamentalmente, a las tensiones comerciales de los Estados Unidos de América con la región y con otras importantes economías, a la incertidumbre en torno al *Brexit* y a los riesgos de una desaceleración mayor a la prevista en la República Popular China, factores que han afectado, principalmente, a la industria manufacturera de la región. Por su parte, el consumo privado se aceleró ligeramente, en parte por el crecimiento del ingreso disponible de los hogares, debido al mantenimiento de condiciones favorables en el mercado laboral y de la reducción de algunos impuestos directos y de las contribuciones a la seguridad social que han resultado de la implementación de una política fiscal más expansiva en algunos países de la región.

En este contexto, se prevé que el crecimiento económico en la Zona del Euro seguiría siendo moderado durante este y el próximo año, en parte porque la demanda externa crecería a un menor ritmo, en congruencia con la desaceleración prevista para otras economías a nivel mundial. Por lo tanto, el crecimiento continuaría impulsado por la demanda interna, que seguiría respaldada por la postura acomodaticia de la política monetaria<sup>5</sup> y por la orientación moderadamente expansiva de la política fiscal en algunas economías de la región. En particular, se espera que el consumo privado siga siendo apoyado por la solidez del mercado laboral y el fortalecimiento del patrimonio de los hogares; mientras que la inversión empresarial estaría apoyada por los bajos costos de financiamiento, aunque condicionadas por las perspectivas de ralentización de la demanda externa. Además, se anticipa que los factores específicos que han afectado la producción industrial en algunos países continuarían disipándose<sup>6</sup>. En ese contexto, se prevén tasas de crecimiento de la actividad económica de 1.2% tanto en 2019 como en 2020, las cuales estarían condicionadas por la incertidumbre relacionada con la materialización de un *Brexit* sin acuerdo y los riesgos asociados al aumento del proteccionismo comercial a nivel mundial, aunado a otros riesgos de naturaleza geopolítica.

En el Reino Unido, el crecimiento económico del segundo trimestre de 2019 se situó en 1.2%, inferior al registrado en el trimestre anterior (1.8%), en un entorno que continúa influenciado por la probabilidad de que se materialice un *Brexit* sin acuerdo<sup>7</sup>. En efecto, la inversión fija se contrajo por cuarto trimestre consecutivo, además de una reducción de los inventarios que se habían incrementado el año anterior, lo cual se reflejó en la contracción de la producción manufacturera, que también fue consecuencia de que los fabricantes de vehículos adelantaron el receso que usualmente realizan en verano, como parte de sus planes de contingencia ante el *Brexit*. En contraste, el gasto de gobierno y el consumo continuaron creciendo, éste último apoyado en la mejora del ingreso real de los hogares,

<sup>5</sup> En septiembre de 2019, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) redujo en 10 puntos básicos, hasta -0.50%, la tasa de interés que remunera a los bancos por mantener depósitos a un día plazo en el banco central (tasa de interés de facilidad de depósito); anunció que mantendría dicha tasa y las otras tasas de interés que establece, en sus niveles actuales hasta que las proyecciones de inflación converjan a un nivel suficientemente cercano a 2.0% y que dicha convergencia también sea evidente en la dinámica de la inflación subyacente; informó que, a partir del 1 de noviembre, reiniciaría las compras netas dentro de su programa de compra de activos, por un monto de €20.0 billardos, por el tiempo que sea necesario para enfatizar su postura acomodaticia. Asimismo, en marzo de 2019 informó acerca de la implementación de dos programas de refinanciamiento bancario de largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), a partir de septiembre de 2019 y marzo de 2021, con el objetivo de que las condiciones para la obtención de préstamos bancarios continúen siendo favorables.

<sup>6</sup> Retrasos en la producción automotriz en Alemania, incertidumbre política en Italia y protestas en Francia.

<sup>7</sup> La probabilidad de que ocurriera un *Brexit* sin acuerdo se incrementó luego de que en julio fuera elegido un nuevo Primer Ministro Boris Johnson, quien es partidario de formalizar el abandono de la Unión Europea el 31 de octubre, incluso sin un acuerdo, para lo cual solicitó a la Reina Isabel II que aprobara que el Parlamento permaneciera en receso hasta el 14 de octubre. Sin embargo, el 4 de septiembre, el Parlamento aprobó una moción para retomar la agenda parlamentaria y otra para evitar un *Brexit* sin acuerdo; la última de las cuales requeriría de una nueva prórroga, hasta el 31 de enero de 2020, si el gobierno no lograra alcanzar un acuerdo con la Unión Europea a mediados de octubre. El 24 de septiembre, la Corte Suprema resolvió que la decisión de extender el receso parlamentario indicado no era procedente.

asociada al incremento del empleo y al menor ritmo inflacionario, así como en el mantenimiento de la confianza del consumidor. En este contexto, el crecimiento de la actividad económica se mantendría moderado en 2019 (1.2%), apoyado por condiciones financieras acomodaticias y la continuidad en la mejora del ingreso real de los hogares, a pesar de que las decisiones de ahorro e inversión, tanto de consumidores como de empresarios, y el crecimiento de las exportaciones seguirían influenciadas por la incertidumbre asociada a las negociaciones en materia comercial y financiera con la Unión Europea; en tanto que en 2020, se anticipa un ligero impulso (1.3%) asociado al aumento del gasto público anunciado recientemente por el gobierno, aunque dichas perspectivas continúan restringidas debido a la incertidumbre respecto de las condiciones en las que se realizará la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

En Japón, la actividad económica registró un crecimiento de 1.3% en el segundo trimestre de 2019<sup>8</sup>, inferior al 2.2% registrado en el trimestre anterior. Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, este resultado refleja, principalmente, la contribución negativa de las exportaciones netas, que fue afectada, en buena medida, por la desaceleración de la economía mundial; así como a la moderación de la inversión residencial. Este comportamiento fue contrarrestado, parcialmente, por el repunte del consumo privado, que estuvo favorecido por el crecimiento del empleo, así como por el adelanto del gasto de los hogares, previo al incremento del impuesto al consumo que se realizará en octubre del presente año; de la inversión privada, influenciada por las mayores ganancias empresariales; y del gasto público. En este contexto, para 2019 y 2020 se proyecta que el consumo y la inversión (incluyendo la relacionada con los Juegos Olímpicos de 2020) continuarían creciendo, respaldados por la mejora en los ingresos de los hogares y las ganancias corporativas, así como por el mantenimiento de una política monetaria ampliamente expansiva y la implementación de medidas de estímulo fiscal que compensarían los efectos negativos del incremento del impuesto al consumo del presente año; mientras que, la demanda externa continuaría moderándose, debido a que la economía mundial se expandiría a un menor ritmo. En consecuencia, se anticipan tasas de crecimiento económico modestas (1.0% en 2019 y 0.4% en 2020), las cuales permanecen expuestas a otros riesgos, principalmente, a la baja inflación, la transición demográfica y las tensiones comerciales a nivel mundial.

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

En la República Popular China, según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 6.2% durante el segundo trimestre de 2019, la cual es inferior a la

---

<sup>8</sup> Se refiere a la variación intertrimestral anualizada.



observada en el trimestre previo (6.4%), aunque es congruente con el rango de crecimiento objetivo para el presente año, que la Asamblea Popular Nacional de China anunció en marzo (entre 6.0% y 6.5%). La desaceleración indicada estuvo influenciada por el impacto de las medidas de política comercial restrictivas implementadas por los Estados Unidos de América; sin embargo, estos efectos fueron contrarrestados parcialmente por el mayor dinamismo del gasto de los hogares, atribuido a la mejora en el ingreso disponible propiciada por bajas tasas de inflación, y por la aceleración de la inversión, que estuvo favorecida por el estímulo proveniente de las políticas y por la flexibilización de las condiciones crediticias. En este contexto, se anticipa que el ritmo de crecimiento de la actividad económica continuaría desacelerándose hasta 6.2% en 2019 y 5.9% en 2020, fundamentalmente, por el debilitamiento de la demanda externa, el efecto negativo de las tensiones comerciales y el impacto de las medidas regulatorias orientadas a reducir los elevados niveles de endeudamiento. No obstante, estas proyecciones continúan expuestas a los riesgos asociados a una mayor intensificación de las referidas tensiones comerciales, dado que, si bien las autoridades podrían implementar medidas de estímulo adicionales para evitar una mayor desaceleración de la economía, las mismas podrían generar desequilibrios macroeconómicos y contrarrestar los esfuerzos realizados con anterioridad para reducir las vulnerabilidades financieras.

En Rusia, el crecimiento de la actividad económica se situó en 0.9% durante el segundo trimestre de 2019, superior al registrado el trimestre previo (0.5%). Según el Servicio Federal de Estadísticas (*Rosstat*, por sus siglas en inglés), este resultado refleja, fundamentalmente, el fortalecimiento del consumo de los hogares, asociado al crecimiento del crédito, el cual contrarrestó la disminución de la inversión, en un entorno de menor confianza empresarial, como consecuencia de las sanciones comerciales y financieras internacionales y el deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Para 2019 y 2020 se prevé un ritmo de crecimiento económico de 1.1% y 1.9%, respectivamente, que estaría respaldado por el aumento de la inversión, el mayor gasto público, el crecimiento de las exportaciones y el efecto positivo de las reformas estructurales impulsadas en los años previos; sin embargo, éste seguiría siendo moderado, debido al efecto de los recortes previstos en la producción de petróleo y la incertidumbre relacionada con las sanciones indicadas.

En América Latina, la actividad económica continuó creciendo moderadamente durante el segundo trimestre de 2019, impulsada por la demanda interna, particularmente, por el incremento de la inversión en infraestructura (en Chile, Colombia y Perú, principalmente), que estuvo apoyada por condiciones monetarias más flexibles; sin embargo, el crecimiento económico fue menor a lo anticipado, en parte, como consecuencia de la disminución de las exportaciones y de los precios de algunas materias primas importantes para la región, en un entorno mundial caracterizado por crecientes tensiones comerciales. En ese contexto, se prevé que el crecimiento económico de la región sería de 0.2% en 2019 y de 1.8% en 2020, menores a lo proyectado anteriormente, dado el contexto internacional y nacional más adverso que deben enfrentar algunas de estas economías. En particular, en el entorno externo, destacan los episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, el aumento del proteccionismo comercial y la reducción de los precios de las materias primas; mientras que en el entorno interno, sobresalen la incertidumbre política interna y las dificultades para implementar los ajustes necesarios en materia fiscal (Brasil y Argentina, particularmente).

En Brasil, la actividad económica se expandió 1.0% en el segundo trimestre de 2019, un ritmo superior al observado en el trimestre previo (0.5%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), dicho resultado refleja el desempeño favorable de la demanda interna, en particular del consumo de los hogares, que estuvo impulsado por el incremento del crédito y del empleo; así como, por el repunte de la inversión, los cuales compensaron la disminución del gasto público. A pesar de este mayor ritmo de crecimiento, se prevé que la recuperación de la actividad económica



continuaría a un ritmo menor al previsto anteriormente, principalmente, por el entorno de crecimiento económico mundial menos favorable, la reducción de la confianza económica, la debilidad de las finanzas públicas y las limitaciones en la producción minera; sin embargo, los avances recientes en la aprobación de la reforma de la seguridad social<sup>9</sup> y el acuerdo político alcanzado para concretar el tratado de libre comercio de la Unión Europea con el Mercosur<sup>10</sup> apoyarían la recuperación indicada. En ese contexto, la economía brasileña crecería a un ritmo de 0.9% en 2019 y de 2.0% en 2020.

En México, según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), la actividad económica registró una contracción de 0.8% en el segundo trimestre del año, inferior al crecimiento del trimestre previo (1.2%). Dicho resultado fue consecuencia, en buena medida, de la debilidad de la demanda interna, particularmente del consumo privado y de la inversión, ante el deterioro de la confianza que se deriva de la prevaleciente incertidumbre política, y el incremento de los costos de financiamiento<sup>11</sup>; y, en menor medida, del impacto que tuvo la desaceleración del crecimiento de la economía mundial, ante la persistencia de las tensiones comerciales. En ese contexto, se prevé que la actividad económica mantendría un ritmo de crecimiento moderado tanto en 2019 como en 2020 (0.5% y 1.4%, respectivamente), en un ambiente condicionado por el menor dinamismo previsto para la economía mundial, particularmente de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial; el rezago del gasto público que caracteriza el inicio de una nueva administración de gobierno; los efectos de los cambios en la dirección de la política del gobierno, particularmente sus decisiones de gasto; y los riesgos en torno al proceso de ratificación e implementación del nuevo tratado comercial entre los países de América del Norte. No obstante, el paquete económico previsto para 2020 propuesto por el gobierno podría contribuir a mitigar algunos los riesgos para las finanzas públicas que provocaron el incremento referido en los costos de financiamiento<sup>12</sup>.

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

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

<sup>9</sup> La Cámara de Diputados aprobó la propuesta de reforma de la seguridad social presentada por el gobierno.

<sup>10</sup> Pendiente únicamente de ratificación por ambas partes.

<sup>11</sup> En junio, *Fitch Ratings* redujo la calificación crediticia de México hasta BBB (anteriormente, BBB+), ante el deterioro del perfil crediticio de la empresa Petróleos Mexicanos (PEMEX), de propiedad estatal, y del entorno macroeconómico, asociado, principalmente a las tensiones comerciales con los Estados Unidos de América.

<sup>12</sup> El programa pretende mejorar la eficiencia del gasto, fortalecer la recaudación tributaria y el combate a la evasión fiscal, entre otros, estableciendo una meta de superávit primario equivalente a 0.7% del PIB.

**Cuadro 1**Proyecciones de Variables Seleccionadas de los Países de Centroamérica  
(Porcentajes)

País	PIB (variación anual)			Inflación (fin de período)			Déficit fiscal (1) (como porcentaje del PIB)			Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (1) (como porcentaje del PIB)		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Costa Rica	2.6	2.0	2.5	2.0	3.2	3.0	6.0	6.2	5.8	3.1	2.4	2.5
El Salvador	2.5	2.5	2.3	0.4	1.4	1.2	2.5	3.1	3.2	4.8	4.9	5.0
Guatemala	3.1	3.4	3.5	2.3	4.0	4.0	1.8	2.1	2.4	-0.8	-0.8	-0.7
Honduras	3.7	3.4	3.5	4.2	4.4	4.2	-0.2	0.1	0.1	4.2	4.2	4.3
Nicaragua	-3.8	-5.0	-0.8	3.9	7.0	4.2	3.1	3.1	3.6	-0.6	-2.3	-1.8

(1) Signo negativo = superávit.

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

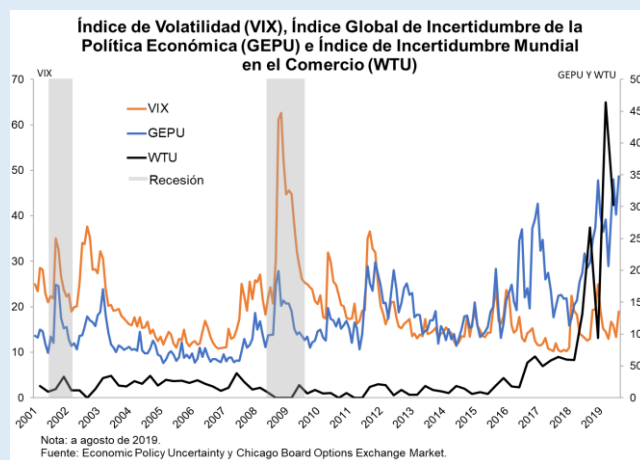
## RECUADRO 1 EL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las proyecciones de crecimiento económico mundial, tanto de organismos internacionales como de distintos bancos centrales, han sido revisadas a la baja, como resultado, principalmente, de la creciente incertidumbre global. Al respecto, estudios empíricos recientes identifican que la incertidumbre podría tener un impacto negativo en las decisiones de producción e inversión de las empresas, en el consumo de los hogares, en los niveles de confianza y en la evolución de los mercados financieros, por lo cual, cobra relevancia que los hacedores de política tomen un rol más activo y transmitan estrategias de política económica transparentes, coherentes y flexibles, con el propósito de actuar de manera precisa y oportuna ante una posible crisis.

En cuanto al efecto de la incertidumbre sobre el entorno económico, se han identificado tres áreas de impacto. En primer lugar, sobre las decisiones de producción e inversión de las empresas, donde podría generar recortes en la inversión, la producción y el empleo. En momentos de alta incertidumbre, las empresas suelen aplazar sus decisiones, principalmente de proyectos con alto grado de irreversibilidad, asimismo, suelen retrasar la contratación de personal y la toma de decisiones estratégicas, lo que consecuentemente, disminuye la producción. En segundo lugar, afecta el consumo de los hogares, a razón que éstos tienden a reducirlo, temporalmente, para mitigar el impacto de posibles disminuciones en sus ingresos, por lo que, momentos de alta incertidumbre están asociados a incrementos en el ahorro de los hogares. En tercer lugar, la incertidumbre tiene un impacto sobre la evolución de los mercados financieros, debido a que, los inversionistas exigen tasas de retorno más altas sobre el capital, mediante incrementos en las primas de riesgo; asimismo, el costo del crédito tiende a incrementarse, dado que los capitales suelen moverse a economías menos riesgosas.

En cuanto al cálculo, cabe destacar que no existe una medida estandarizada para medir la incertidumbre. Sin embargo, recientemente indicadores como el Índice de Volatilidad de Opciones PUT de Chicago (VIX, por sus siglas en inglés), el Índice Global de Incertidumbre de la Política Económica (GEPU, por sus siglas en inglés) y el Índice de Incertidumbre del Comercio Mundial (WTU, por sus siglas en inglés) han cobrado relevancia. Al respecto, el VIX es considerado uno de los principales barómetros de la volatilidad del mercado de valores, ya que está diseñado para reflejar la percepción consensuada de los inversionistas sobre la volatilidad esperada en el mercado de valores; por su parte, el GEPU, elaborado por economistas de las universidades de Stanford y Chicago, se construye con base en la frecuencia de la búsqueda, en periódicos y sitios de internet seleccionados, de la palabra "incertidumbre" y palabras relacionadas con la misma. En cuanto al WTU, es elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), en colaboración con la Universidad de Stanford, y mide la incertidumbre relacionada al comercio con base en los reportes de la Unidad de Inteligencia de *The Economist*, en 143 países.

En ese sentido, analizando el comportamiento de estos índices como indicadores de incertidumbre, se ha encontrado que los incrementos tienden a estar relacionados con disminuciones del Producto Interno Bruto (PIB) y la inversión privada. Por otra parte, se destaca que la incertidumbre tiende a elevarse bruscamente antes y durante las recesiones y luego tiende a regresar a niveles más bajos. En efecto, desde finales de 2018, la incertidumbre ha registrado niveles elevados, los cuales se asocian, fundamentalmente, a las persistentes tensiones comerciales, la volatilidad en los mercados financieros internacionales, las tensiones geopolíticas, la posibilidad de una *Brexit* sin acuerdo y la ralentización de la economía china; provocando distorsiones en variables macroeconómicas como el crecimiento económico y la inflación, así como, en variables financieras, como tasas de interés, precios de acciones y tipos de cambio.



En el contexto descrito, se concluye que los altos niveles de incertidumbre a nivel mundial, se asocian tanto a factores económicos como políticos, y por ello los hacedores de política juegan un papel fundamental, a razón que, con sus decisiones y correcta comunicación con el público, logran mitigar los efectos sobre la actividad económica. Cabe señalar que, es primordial impulsar la transparencia en dichas decisiones, comunicando estrategias claras y consistentes, con análisis detallados de la situación económica, para garantizar que cualquier cambio futuro en el entorno regulatorio sea gradual y predecible.

Fuente: Norges Bank (2019). "Monetary policy report with financial stability assessment". Junio. World Economic Forum (2019). "Trade uncertainty could hurt economic development worldwide". Julio.



### C. MERCADOS FINANCIEROS

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

En las economías avanzadas, los principales índices accionarios mostraron una tendencia al alza y los indicadores de volatilidad permanecieron contenidos entre enero y abril, similar a lo ocurrido en junio y en septiembre; mientras que los precios de las acciones registraron una tendencia a la baja y un incremento en la volatilidad en mayo, en parte de julio y en agosto. A pesar de estas variaciones, dichos precios continuaron registrando ganancias y los indicadores de volatilidad fueron inferiores, en ambos casos, a los niveles observados a finales del año previo. En los Estados Unidos de América, los periodos del año durante los cuales se registraron ganancias en los precios de las acciones y una volatilidad moderada estuvieron asociados, principalmente, a que los resultados empresariales fueron positivos, al optimismo en torno a las negociaciones satisfactorias entre el gobierno de ese país con el de la República Popular China y a las expectativas de que la FED interrumpiría el proceso de normalización de su política monetaria y asumiría una postura de política más acomodaticia, como efectivamente ocurrió; en tanto que, en los periodos en los que se reflejaron pérdidas de los precios de las acciones y el incremento de la volatilidad fueron propiciados por factores que incrementaron los riesgos para el crecimiento de la economía, en particular, la intensificación de las tensiones comerciales con la República Popular China (incremento de los aranceles a las importaciones chinas y las represalias anunciadas por el gobierno chino en mayo y en agosto), así como el aumento de las tensiones políticas con el gobierno de Irán. En la Zona del Euro, el comportamiento registrado en el mercado accionario estuvo influenciado, además, por el anuncio del Banco Central Europeo de que aplazaría el inicio de la normalización de su política monetaria y la posterior reanudación de su programa de compra de activos, lo que contribuyó al incremento de los precios de las acciones, a pesar de las menores perspectivas de crecimiento económico y del incremento de los riesgos para el crecimiento de la demanda externa de la región, asociados a la intensificación de las tensiones comerciales a nivel mundial y a la posibilidad de que el gobierno estadounidense asuma una postura restrictiva en su política comercial con esta región.

Por su parte, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las principales economías avanzadas mostraron, en general, una tendencia a la baja durante los primeros nueve meses de 2019, por lo que permanecieron en niveles inferiores a los observados al final del año previo. En los Estados Unidos de América, durante el primer semestre del año, la disminución estuvo influenciada por las preocupaciones en torno a los efectos que la intensificación de las tensiones comerciales tendría sobre el desempeño de la actividad económica, lo que, por una parte, generó expectativas de que la FED flexibilizaría nuevamente su política monetaria y, por la otra, propició una recomposición de las carteras de inversión hacia activos más seguros, en particular títulos de deuda emitidos por el gobierno estadounidense; en tanto que, durante el tercer trimestre, por la reducción de la tasa de interés objetivo de fondos federales realizada por el FOMC en las reuniones de julio y de septiembre, lo que implica una trayectoria más baja para las tasas de interés que la prevista anteriormente. En la Zona del Euro, los rendimientos disminuyeron en Francia y en Alemania, hasta niveles negativos, ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento de ambas economías y, en menor medida, de la región; asimismo, también disminuyeron en Italia, debido a la menor incertidumbre, asociada

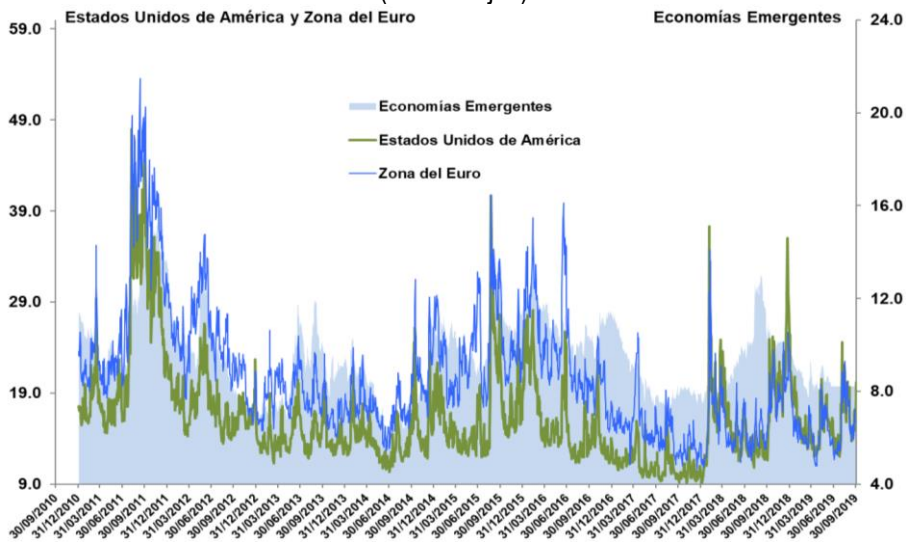
a que el gobierno alcanzó un acuerdo con la Comisión Europea para evitar sanciones, luego de que en abril anunció que no alcanzaría el déficit fiscal pactado con dicho organismo. En ese contexto, las moderadas expectativas de inflación y de crecimiento económico presionarían a la baja los rendimientos, debido a que requerirían una trayectoria más baja para las tasas de interés a corto plazo.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, los índices accionarios mostraron igualmente una tendencia al alza durante la mayor parte del año, por lo que, aunque mostraron reducciones en algunos meses, siguieron registrando ganancias respecto de 2018 en algunas de las principales economías de este grupo de países. Este comportamiento estuvo influenciado por los factores de incidencia mundial mencionados, así como por factores específicos de cada economía. En particular, a inicios del presente año, la contención de las tensiones comerciales y el cambio en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas permitieron que se moderaran algunas preocupaciones sobre el desempeño de las economías emergentes y que se reanudaran los flujos de capital hacia estos países; sin embargo, en mayo y en agosto, el deterioro en las relaciones comerciales entre la República Popular China y los Estados Unidos de América propició salidas de capital y reducciones en los precios de las acciones, particularmente en la República Popular China.

En América Latina, los índices bursátiles registraron ligeras ganancias respecto de 2018, impulsados por las perspectivas positivas de crecimiento para algunos países de la región que prevalecieron durante los primeros meses del año, ante el alza de los precios en las materias primas, y la menor incertidumbre política; no obstante, los precios de las acciones evidenciaron reducciones en diversos países, que contrarrestaron parcial o totalmente dichos incrementos: en Argentina, ante el deterioro de la situación económica y por los resultados de las elecciones primarias que se realizaron en anticipación a la elección presidencial, programada para octubre, que favorecieron a la oposición y provocaron salidas de capital y la reducción de las reservas monetarias internacionales, lo cual motivó a que el actual presidente anunciara la implementación de un conjunto de medidas económicas para restablecer la confianza y a que el Banco Central implementara controles cambiarios para contener la depreciación del peso; en Chile y en Colombia, por la moderación de los precios internacionales del cobre y del petróleo, respectivamente; en tanto que en Brasil y en México, por el considerable deterioro de las perspectivas de crecimiento de la actividad económica. En ese contexto, la dinámica de los precios de los activos de la región y el desempeño de sus monedas permanecería condicionado a la evolución de los precios de las materias primas, a los riesgos derivados de cambios en las relaciones comerciales con los Estados Unidos de América, al entorno político interno y a las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial, entre otros factores.

### Gráfica 2

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



(1) Al 30 de septiembre de 2019.

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

Fuente: *Bloomberg*.

### Gráfica 3

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



(1) Al 30 de septiembre de 2019.

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

Fuente: *Bloomberg*.

## RECUADRO 2

### LA PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSE Y LOS RIESGOS PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO: ¿SE DIRIGE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA A UNA RECESIÓN?

Desde el punto de vista macroeconómico, la curva de rendimiento es la representación gráfica de la relación entre el rendimiento y la madurez de títulos públicos (bonos) que incorporan el mismo riesgo crediticio para una moneda y para un deudor determinado. Dicha curva refleja el nivel de confianza de los inversionistas en la economía y su inversión (rendimientos mayores a corto plazo que a largo plazo) supone una señal de incertidumbre sobre el crecimiento económico de un país. En ese contexto, desde una perspectiva histórica, su importancia radica en que, según la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés), la inversión de la curva ha precedido periodos de recesión económica en los Estados Unidos de América.

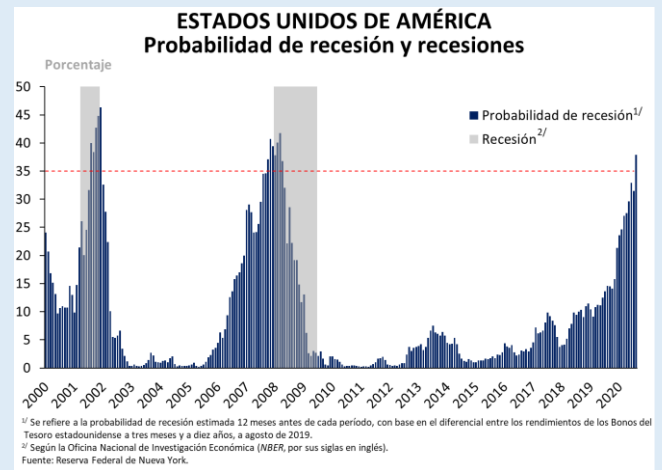
En los últimos meses, la pendiente de la curva de rendimiento de bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América, se ha reducido significativamente, hasta el punto en el que ha cambiado de signo, lo cual, de acuerdo al Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar dudas acerca del estado de la economía en un horizonte de 12 meses.



En efecto, cuando la curva se invierte surgen dudas acerca de la fiabilidad de dicha señal. El hecho que las tasas de interés se hayan mantenido bajas durante un periodo prolongado podría incidir en la información que dicho indicador financiero proporciona. Además, debido a las políticas monetarias no convencionales, los bancos centrales mantienen un porcentaje significativo de bonos a largo plazo en circulación, influyendo en el comportamiento de la pendiente de la curva.

Cabe indicar que, de acuerdo con la evidencia empírica, la inclusión de la pendiente de la curva de rendimiento en las estimaciones de crecimiento de la actividad económica genera, normalmente, proyecciones sesgadas a la baja, indicando, por tanto, que la probabilidad de un crecimiento robusto es sustancialmente menor; sin embargo, esto no implica que los Estados Unidos de América enfrentaría una recesión en el corto

plazo. De hecho, se anticipa un crecimiento de 2.4% para 2019 y de 2.1% para 2020, aunque privan los riesgos a la baja. De hecho, al evaluar el grado actual de inversión de la curva de rendimiento, existe alrededor de un 35% de probabilidad de recesión en los Estados Unidos de América en 2020, debido, principalmente, a factores externos (en particular, tensiones comerciales y geopolíticas); no obstante, factores internos como la relación entre el nivel de deuda e ingresos de los hogares y el grado de apalancamiento del sector empresarial, todavía se ubican por debajo de los estándares internacionales y de los niveles previos a la crisis financiera global.



En ese sentido, el análisis simultáneo de una variedad más amplia de indicadores, podría brindar una señal más integral de los riesgos de una posible recesión en el futuro; entre ellos, el Índice de Producción Industrial (PMI, por sus siglas en inglés), el nivel de confianza de los consumidores y empresarios, las solicitudes iniciales de desempleo y de compra de hipotecas, entre otros. Cabe indicar que dichos indicadores, por el momento, muestran un sólido desempeño y, por lo tanto, no hay evidencia de desequilibrios internos importantes en la economía estadounidense que sugieran una recesión en los próximos meses; aunque como se mencionó, los factores externos plantean riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento.

Fuente: BBVA Research (2019). "US recession risk monitor". Agosto. Fondo Monetario Internacional (2019). "La pendiente de la curva de rendimiento de Estados Unidos y los riesgos para el crecimiento". Julio. Instituto Swiss Re. (2019) "Batten down the hatches? US recession risk at 35% in 2020". Junio.



## D. PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS

A septiembre de 2019, los precios internacionales de las materias primas que pueden incidir en la inflación de Guatemala, registraron, en términos generales, una mayor volatilidad y comportamientos mixtos en sus precios *spot* respecto a los registrados a finales del año anterior. El precio internacional del petróleo después de mostrar un significativo incremento en los primeros cuatro meses del año, atribuido, principalmente, a las restricciones de oferta, exacerbado por el aumento de tensiones geopolíticas en algunas de las principales regiones productoras. Sin embargo, desde principios de mayo se registró, en general, una moderada tendencia a la baja en el referido precio asociado, principalmente, a que el riesgo de una desaceleración del crecimiento económico mundial, debido a que la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, impactaría negativamente la demanda mundial del crudo; y que los continuos aumentos en las producción petrolera de algunos países, principalmente, en los Estados Unidos de América; provocaron que se incrementaran los niveles de inventarios a nivel mundial. No obstante, la exacerbación de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, por los ataques a importantes instalaciones petroleras de Arabia Saudita, provocaron una breve interrupción del suministro mundial del petróleo durante la tercera semana de septiembre y un alza que se moderó rápidamente, retornando nuevamente la tendencia a la baja. En tanto que, los precios internacionales del maíz amarillo y del trigo han estado siendo influenciados por las condiciones climáticas cambiantes en las principales zonas productoras y por la expectativa de una menor demanda mundial de cereales, como consecuencia de la intensificación de las disputas comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China. En términos acumulados, al 30 de septiembre, el precio *spot* del petróleo y del maíz mostraron aumentos de 24.40% y de 3.43%, respectivamente, en tanto que el precio *spot* del trigo mostró una disminución de 1.55%. En términos de precios promedio del año, el del petróleo y el del trigo han sido inferiores a los observados el año anterior; por su parte, en el caso del maíz amarillo han sido superiores.

### 1. Petróleo

El precio internacional del petróleo luego del incremento sostenido que registró durante los primeros cuatro meses del año, debido a las restricciones a la oferta que acordaron los países miembros de la OPEP y otros importantes países productores en diciembre de 2018<sup>13</sup>; la reducción en las exportaciones de Venezuela e Irán, por las sanciones comerciales impuestas por los Estados Unidos de América a ambos países<sup>14</sup>; y la intensificación de las tensiones geopolíticas en Venezuela y en el Medio Oriente, provocaron que el precio alcanzara un nivel de alrededor de US\$66.00 por barril en la tercer semana de abril, superior al observado a finales del año anterior (US\$45.41 por barril). No obstante, a partir de mayo el precio del crudo mostró una significativa volatilidad, asociada tanto a los fundamentos de la oferta y demanda mundiales de crudo como a los acontecimientos del entorno internacional. En efecto, el continuo aumento en la extracción de crudo estadounidense, especialmente de esquisto (*shale oil*); y un panorama más débil para la demanda mundial, por una moderación del ritmo del crecimiento económico, asociado, entre otros factores, a la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China y otros importantes socios comerciales, provocaron un cambio en la tendencia al alza mostrada en los primeros meses del año. Ante el escenario descrito, la OPEP, Rusia y otros importantes productores

<sup>13</sup> El acuerdo recorta la producción de crudo de la OPEP en alrededor 0.8 millones de barriles diarios (mbd), hasta una cuota de 25.9 mbd, y de otros diez importantes productores no pertenecientes a la OPEP, incluidos Rusia y México, en aproximadamente 0.4 mbd, el acuerdo excluye a Irán, Libia y Venezuela. En la reunión del Comité Ministerial de Monitoreo Conjunto del 1 y 2 de julio, los miembros de la OPEP decidieron extender el acuerdo por nueve meses más, abarcando hasta finales de marzo de 2020.

<sup>14</sup> Las sanciones se deben al retiro de Irán del acuerdo denominado Plan de Acción Integral Conjunto (JCPOA, por sus siglas en inglés), firmado por los Estados Unidos de América, la República Popular China, Rusia, Reino Unido, Francia y Alemania con Irán en 2015, el cual permitía disminuir drásticamente el enriquecimiento de Uranio de Irán y levantaba las sanciones comerciales impuestas contra este país. A partir del 22 de abril, los Estados Unidos de América tomó la decisión de no renovar las Excepciones de Reducción Significativa (SRE, por sus siglas en inglés) vigentes hasta finales de abril de 2019, que permitían a China, India, Japón, Corea del Sur, Taiwán, Turquía, Italia y Grecia importar libremente petróleo iraní.



en su reunión del 1 y 2 de julio ratificaron lo acordado en diciembre de 2018, comprometiéndose a continuar los recortes en su producción hasta finales de marzo de 2020, con el fin de aumentar los precios, mediante la restricción de la oferta mundial. En la tercera semana de septiembre el precio del petróleo nuevamente registró un incremento significativo por los ataques a importantes instalaciones petroleras de Arabia Saudita, que provocaron la mayor interrupción del suministro mundial del petróleo en cuatro décadas (aproximadamente 5.0% del total mundial), superando los US\$60.00 por barril, aunque dicho efecto tendió a moderarse rápidamente, debido al pronto restablecimiento de la producción en dicho país y la puesta a disposición del mercado internacional de las reservas petroleras de la mayoría de países avanzados. En dicho contexto, el precio internacional del petróleo registró a finales de septiembre un nivel superior al registrado a finales de 2018.

**Gráfica 4**

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de septiembre de 2019.

Fuente: Bloomberg.

Referente a la producción de la OPEP, luego de registrar un cumplimiento pleno de la cuota de producción durante la mayor parte de 2018, en lo que va del presente año se ha observado un significativo sobrecumplimiento de la cuota de reducción de la producción, alcanzando a septiembre un nivel por arriba de lo pactado (134.5%), resultado, principalmente, del importante recorte en la producción en Arabia Saudita, Angola, Kuwait y, en menor medida, Argelia y los Emiratos Árabes Unidos. Vale destacar que la reducción total en la producción de la OPEP, se debe también a la considerable disminución involuntaria en el nivel de extracción en Venezuela<sup>15</sup>, en Libia y en Irán<sup>16</sup>. En ese contexto, la OPEP en su reunión Ministerial del 1 y 2 de julio, estableció extender el acuerdo por nueve meses más (hasta finales de marzo de 2020), y se ratificó la necesidad de que los países miembros continúen haciendo esfuerzos para cumplir con los niveles acordados de producción, con el propósito de influir en el comportamiento de los precios internacionales del petróleo en el segundo semestre del año y el primer trimestre de 2020, designando al

<sup>15</sup> La disminución de la producción de crudo en Venezuela se atribuye, fundamentalmente, al conflicto político interno y a las sanciones comerciales y financieras impuestas por Estados Unidos de América.

<sup>16</sup> En el caso de Irán, la producción petrolera se ha reducido, alcanzando en febrero de 2019 su menor nivel desde finales de 2013, en la medida en que las exportaciones permanecen comprometidas por las sanciones comerciales impuestas por Estados Unidos de América. Al respecto, vale indicar que el Departamento de Estado estadounidense decidió poner fin a las exenciones que gozaban temporalmente a 8 países de las sanciones comerciales contra Irán, medida que ha provocado que algunos de estos países hayan sustituido o reducido los suministros de crudo iraní.



Comité Ministerial de Monitoreo Conjunto que le dé seguimiento continuo a la evolución de las condiciones de oferta y de demanda mundiales de crudo.

**Gráfica 5**

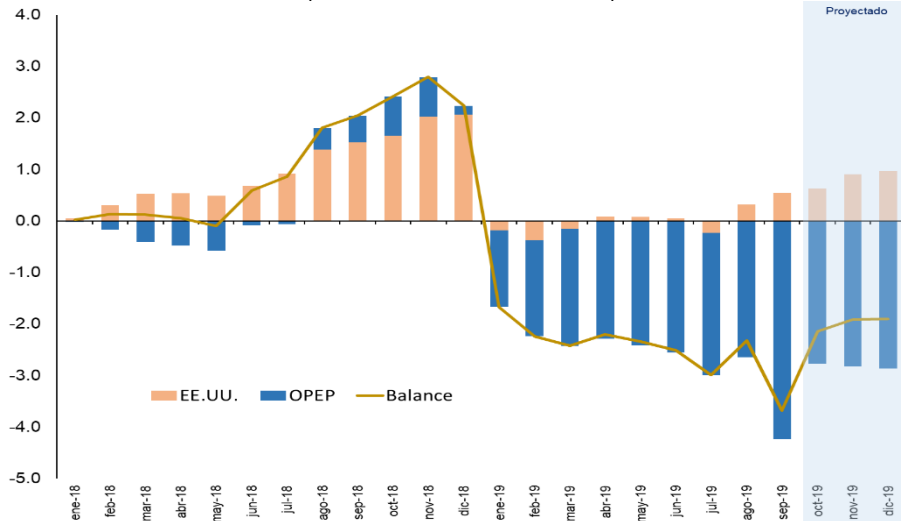


Por su parte, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP y que no forman parte de dicho acuerdo ha seguido incrementándose, aunque a un ritmo moderado, principalmente, en los Estados Unidos de América, Brasil, Qatar<sup>17</sup>, la República Popular China, el Reino Unido, Australia y Canadá. Dicho crecimiento ha sido contrarrestado, parcialmente, por la menor producción en México y Noruega. El incremento en la producción de crudo estadounidense, particularmente de esquisto (*shale oil*), se asocia a los incrementos en la eficiencia en el proceso de extracción, a la relajación de la regulación al sector energético y a las rebajas impositivas implementadas desde 2018. En efecto, el número de plataformas petroleras activas, que a septiembre se ubicó en alrededor de 868, fue menor en 17.57% a las que estaban activas en promedio hace un año (1,053 plataformas), debido a la alta productividad de las plataformas para extracción de petróleo de esquisto, lo cual contribuyó al incremento en la producción total aún con un menor número de plataformas activas. Como resultado, el aumento de la oferta de crudo estadounidense ha compensado, parcialmente, la menor oferta de la OPEP y ha contribuido al incremento de los niveles de inventarios mundiales del crudo.

<sup>17</sup> Qatar abandonó la OPEP en enero de 2019, como medida económica para enfocar sus esfuerzos para desarrollar e incrementar su producción de gas natural.

**Gráfica 6**

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



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

La firma *IHS Energy*, con cifras a septiembre, prevé que en 2019 la producción mundial de petróleo se sitúe en 100.4 mbd, menor en 0.5 mbd respecto a la registrada en 2018. Además, anticipa que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 101.0 mbd, mayor en 1.0 mbd a la de 2018. Lo anterior, implicaría un moderado déficit entre la oferta y la demanda mundial de crudo (de 0.6 mbd) al finalizar el año, diferente al superávit registrado en 2018.

**Cuadro 2**

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

Descripción	2018 <sup>(a)</sup>	2019 <sup>(b)</sup>	Variación 2019/2018
Oferta	100.9	100.4	-0.5
Demanda	100.0	101.0	1.0
Balance (oferta - demanda)	0.9	-0.6	-----

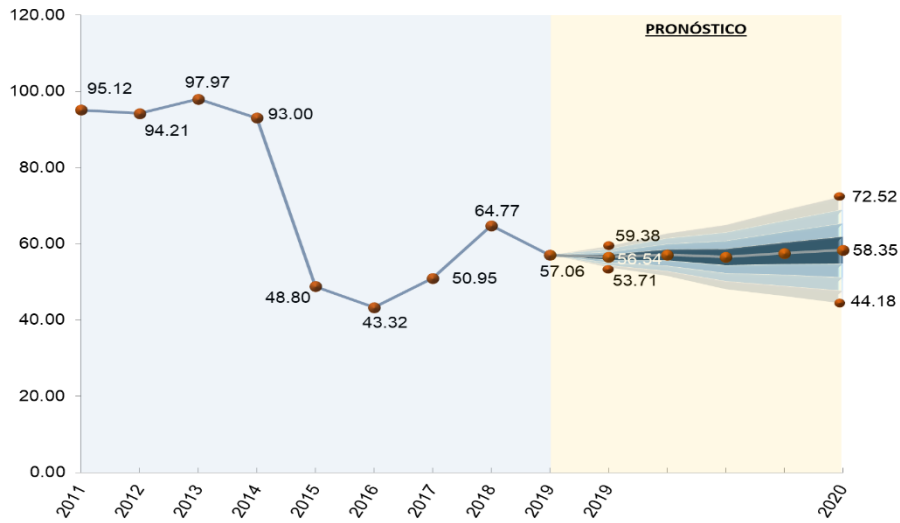
(a) Cifras preliminares.  
(b) Cifras proyectadas.  
Fuente: *IHS Energy*, septiembre de 2019.

A pesar del alza observada en el precio internacional del petróleo durante los primeros meses del año, los pronósticos del precio promedio, en el escenario base, anticipan que el barril se ubique en US\$56.54 en 2019 y en US\$58.35 en 2020, ambos inferiores al precio promedio registrado en 2018 (US\$64.77 por barril), aunque con una tendencia moderadamente creciente.



Gráfica 7

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

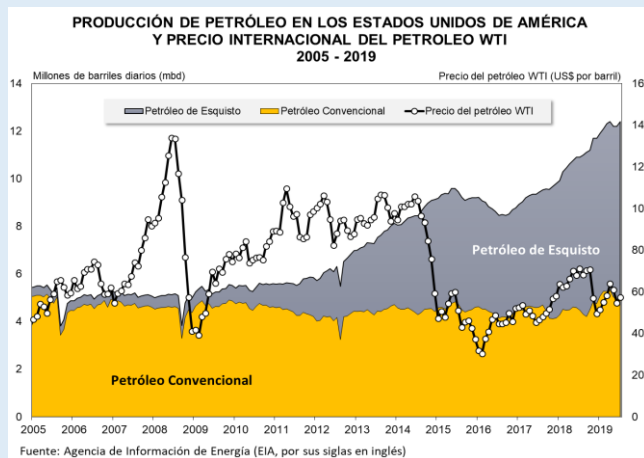


(1) Con información al 30 de septiembre de 2019.  
Fuente: Bloomberg.

## RECUADRO 3 LA REVOLUCIÓN EN LA PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO DE ESQUISTO Y LA CURVA DE OFERTA GLOBAL

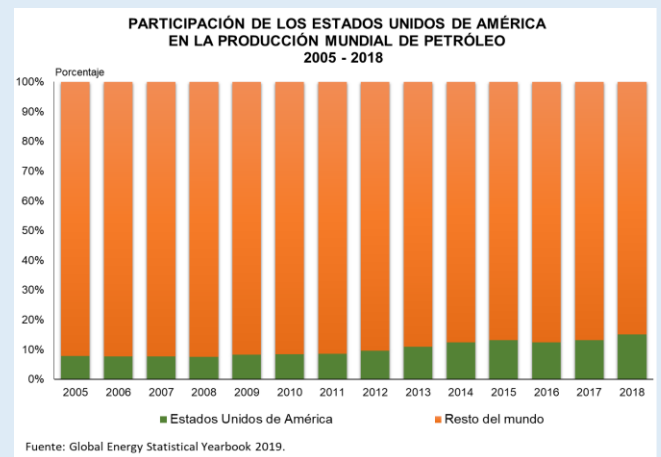
El mercado internacional del petróleo responde, generalmente, a los fundamentos de la oferta y demanda mundiales de crudo; sin embargo, dicho mercado también ha estado influenciado tanto por acontecimientos del entorno internacional (entre ellos, las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, a los recortes a la producción acordados por los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros importantes productores y el aumento de las tensiones geopolíticas) como por las innovaciones tecnológicas asociadas, principalmente, a la producción de petróleo de esquisto.

En efecto, en la última década, los avances tecnológicos que permiten a los productores extraer petróleo crudo de las formaciones de roca de esquisto, han revolucionado la producción de petróleo en los Estados Unidos de América. Dicha producción se ha incrementado de 450,000 barriles por día en 2008 a más de 7 millones de barriles diarios, representando más de la mitad de la producción total de petróleo crudo de dicho país. En este contexto, un estudio reciente del Banco Central Europeo (BCE), evalúa la incidencia de la producción de petróleo de esquisto sobre la oferta mundial del crudo y las posibles consecuencias que esto podría tener sobre la evolución del precio internacional del petróleo.



Al respecto, el estudio elabora una simulación del comportamiento del mercado del petróleo bajo el supuesto de que, en dicho mercado, existen únicamente dos productores: el primero, representa a los productores de petróleo convencionales (bajo costo) y, el otro, a los productores de petróleo de esquisto (alto costo). Los resultados obtenidos indican que la función de oferta tiene una pendiente positiva, tanto para el productor de bajo costo como para el productor de alto costo; sin embargo, señalan que la oferta de petróleo de esquisto es más sensible a un choque positivo de demanda en comparación con un productor convencional, el cual obtiene resultados más rentables incluso

cuando la demanda es baja. Asimismo, el BCE señala que, de acuerdo a sus resultados, Estados Unidos de América muestra un aumento de la capacidad de respuesta a los precios de la curva de oferta, lo cual es consistente con la idea de que la mejora en la tecnología empleada recientemente, ha sido el factor más importante para la producción de petróleo de esquisto, contrario a la creencia de que una reducción absoluta en los costos marginales de producción fuera el factor preponderante.



Por lo tanto, en línea con la mayoría de los hallazgos anteriores en la literatura, el estudio del BCE concluye que no hay evidencia contundente de un cambio importante en la elasticidad del precio internacional con respecto a la producción de petróleo de esquisto. Dichos resultados podrían asociarse a que, a pesar del importante crecimiento de la producción de petróleo de esquisto en los Estados Unidos de América, éste solo representa una fracción de la producción mundial de petróleo (alrededor del 15.0%, en 2018). No obstante, es evidente que la revolución del petróleo de esquisto favorece la posición de los Estados Unidos de América en el mercado mundial de petróleo.

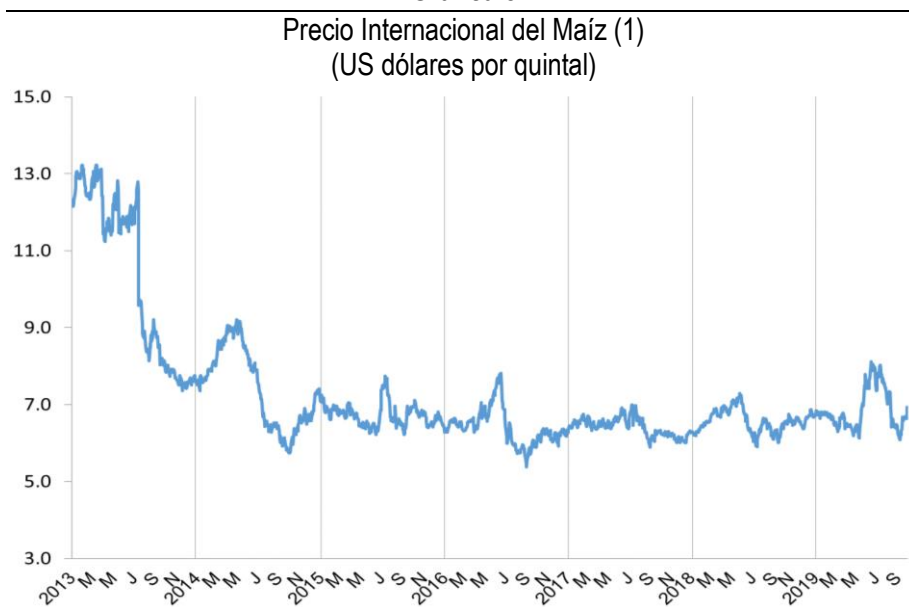
Fuente: European Central Bank. Working Paper Series No. 2309 (2019). "The shale oil revolution and the global supply curve". Agosto. IHS Markit (2019). "Crude oil markets". Agosto.



## 2. Maíz amarillo y trigo

El precio internacional del maíz amarillo, durante los primeros cuatro meses del año, registró una tendencia a la baja, debido a una mayor oferta derivado de condiciones climáticas favorables en algunos de los principales países productores, así como por una menor demanda mundial para la producción de biocombustibles. No obstante, entre mayo y principios de julio, ante condiciones climáticas adversas en algunas de las principales regiones productoras en los Estados Unidos de América el precio registró un alza significativa. Posteriormente, entre julio y la primera semana de septiembre, mayores exportaciones de Brasil, la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China (que podría reducir la demanda del cereal) y condiciones climáticas favorables en algunas de las principales zonas productoras de los Estados Unidos de América revirtieron el alza observada anteriormente. Aunque, en septiembre, ante las perspectivas de lograr una negociación comercial satisfactoria para el conflicto comercial entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, dio como resultado que el precio se incrementara moderadamente, registrando al 30 de septiembre un nivel superior al registrado a finales del año anterior.

**Gráfica 8**



(1) Cotización en la Bolsa de Chicago, con información al 30 de septiembre de 2019.

Fuente: Bloomberg.

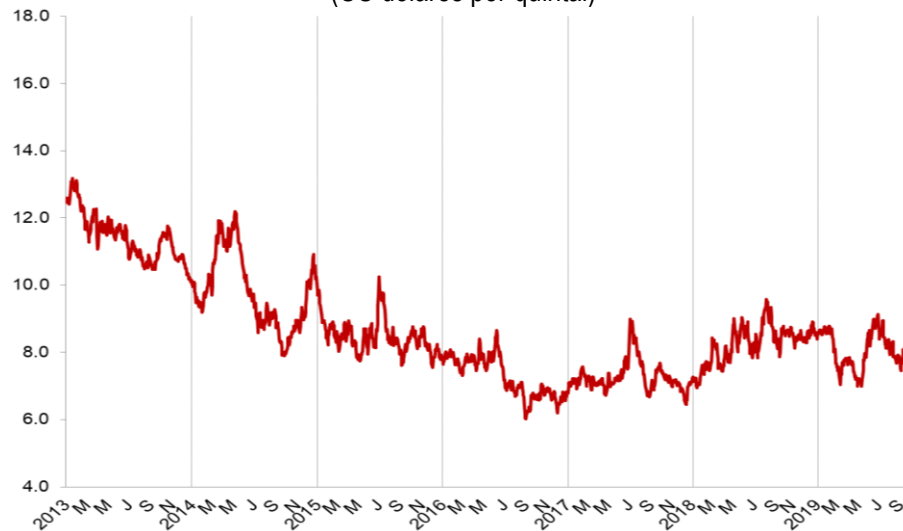
En efecto, los pronósticos del precio promedio del maíz amarillo evidencian un alza respecto del precio promedio observado en 2018 (US\$6.57 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicaría en US\$6.83 por quintal en 2019, comportamiento que continuaría hasta finales de 2020 y alcanzaría un precio de US\$7.00 por quintal.

El precio internacional del trigo, luego de registrar una tendencia al alza durante la mayor parte de 2018, a partir de febrero de 2019 observó una significativa reducción en su precio, asociado, fundamentalmente, a la expectativa de una mayor oferta mundial, debido a condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras de Rusia, Estados Unidos de América, Canadá y de otros importantes países productores de Europa. Posteriormente, entre mayo y julio, el precio del trigo registró un incremento significativo, derivado de la expectativa de una menor oferta del cereal por parte de los Estados Unidos de América, debido a las condiciones climáticas adversas en algunas de las

principales áreas de producción. No obstante, la expectativa de un crecimiento débil de la demanda, una mayor producción en Rusia y el aumento de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, han moderado los precios en los últimos meses, aunque durante septiembre dicho precio se ha recuperado ligeramente ante la perspectiva de condiciones de demanda más sólidas por las perspectivas favorables de una solución al conflicto comercial entre los Estados Unidos de América y la República Popular China, aunque el precio *spot* observado al 30 de septiembre es inferior al registrado a finales del año anterior.

**Gráfica 9**

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



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

En el contexto descrito, los pronósticos del precio promedio reflejan una moderada disminución respecto del precio promedio registrado en 2018 (US\$8.25 por quintal), dado que, en el escenario base, se situaría en US\$8.09 por quintal en 2019 y en US\$8.02 por quintal en 2020.

## E. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La inflación internacional durante el presente año, en términos generales, se ha moderado, a pesar del incremento registrado en el precio internacional del petróleo, respecto del observado a finales del año anterior. En efecto, en las economías avanzadas, la inflación se ubicó en niveles inferiores a los del año previo y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Dicho comportamiento estuvo asociado, principalmente, a la evolución de los precios de los energéticos. Asimismo, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha tendido a moderarse en los meses recientes, reflejando, adicionalmente, el menor dinamismo de la actividad económica de este grupo de países.

En los Estados Unidos de América, durante 2019, la inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de mediano plazo de la FED de 2.0%. En septiembre, el ritmo inflacionario se situó en 1.71%, comportamiento asociado, principalmente, a los menores precios de los productos energéticos. La FED ha manifestado que evaluará el momento y la magnitud de los ajustes futuros en la tasa de interés de fondos federales, consistente con la evolución de las perspectivas económicas y sus riesgos. En efecto, en 2019 la FED redujo el rango de la tasa de interés objetivo en 25 puntos



básicos, en dos ocasiones, en julio a un rango entre 2.00% y 2.25% y en septiembre a uno entre 1.75% y 2.00%, como lo anticipaba el mercado; asimismo, las expectativas del mercado sugieren para el resto del año la probabilidad de una reducción adicional en la tasa de fondos federales. Adicionalmente, la FED anunció en su reunión de julio que finalizaría con el proceso de reducción de su hoja de balance, iniciado en octubre de 2017, dos meses antes de lo indicado previamente, alcanzando una reducción de US\$676.6 millardos, al 31 de julio de 2019, respecto del nivel registrado en septiembre de 2017. En la misma reunión, la FED decidió la implementación de contratos de recompra a corto plazo (*repos*), por medio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a partir del 1 de agosto, con el propósito de garantizar que la tasa de interés objetivo de fondos federales se ubicara dentro del rango establecido. Dicha medida se hizo efectiva el 17 de septiembre, cuando la tasa de interés de financiamiento estadounidense a un día plazo, superó significativamente el rango de la tasa de fondos federales vigente en ese momento (2.00%-2.25%). Las operaciones se realizaron diariamente en el mercado primario y fueron garantizadas principalmente por Bonos del Tesoro y títulos respaldados por hipotecas, mediante una participación diaria de US\$75.0 millardos, para el plazo de un día y a una tasa mínima de oferta de 2.10%. Asimismo, en su reunión de septiembre, la FED autorizó continuar con su utilización durante el periodo comprendido del 19 de septiembre al 10 de octubre de 2019, a los plazos de uno y catorce días, mediante una participación mínima de US\$75.0 millardos y US\$30.0 millardos, respectivamente, con una tasa de oferta mínima de 1.80% y 1.85%, en su orden, para mantener la tasa de política monetaria dentro del rango de 1.75%-2.0%. La FED informó que el periodo de implementación de *repos* podría ampliarse, dependiendo de la evolución de las condiciones del mercado financiero; por lo que, el 11 de octubre de 2019 decidió extender dicho periodo hasta enero de 2020, incrementando la participación mínima diaria a US\$120.0 millardos para el plazo de un día, a partir del 24 de octubre de 2019, y a US\$35.0 millardos dos veces por semana para el plazo de catorce días, con las mismas tasas de oferta mínima establecidas previamente. Adicionalmente, anunció que, a partir del 15 de octubre de 2019 y hasta el segundo trimestre de 2020, reiniciaría la compra de Bonos del Tesoro, con el propósito de que su hoja de balance registre niveles superiores a los observados a inicios de septiembre del presente año (US\$3,761.5 millardos). No obstante lo anterior, la FED enfatizó que las medidas anunciadas eran de carácter técnico y que su fin primordial se orientaba a contribuir a la efectiva implementación de la política monetaria; por lo tanto, no representaban un cambio en la postura de la política monetaria vigente y se encontraban sujetas a constante seguimiento y posibles ajustes.

En la Zona del Euro, la inflación se ha mantenido por debajo de la meta (2.0%) del Banco Central Europeo (BCE) durante 2019, situándose en septiembre en un nivel de 0.83%, como consecuencia de las reducciones registradas en el rubro de energéticos. De acuerdo con el BCE, la inflación podría mantenerse contenida el resto del año, reflejando precios de la energía más bajos y un entorno de crecimiento económico más débil. En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE se reunió en siete ocasiones, manteniendo la tasa de interés de política monetaria en 0.00%; sin embargo, en su reunión de septiembre decidió reducir la tasa de interés aplicable a la facilidad de depósitos en 10 puntos básicos, situándola en -0.50%, 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, anunció que reanudaría el programa mensual de compras de activos que había finalizado en diciembre de 2018, a un ritmo mensual de €20.0 millardos, a partir del 1 de noviembre y durante el tiempo que sea necesario, para reforzar el impacto acomodaticio de su política monetaria. Asimismo, decidió continuar con la reinversión de los valores adquiridos durante un periodo más prolongado, el cual será posterior a la fecha en la que la tasa de interés de política monetaria se incremente y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener condiciones de liquidez favorables. Adicionalmente, anunció que continuará implementando operaciones trimestrales de financiamiento a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), las cuales se realizarán entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, ampliando el vencimiento a tres años, permitiendo a las entidades obtener financiamiento por



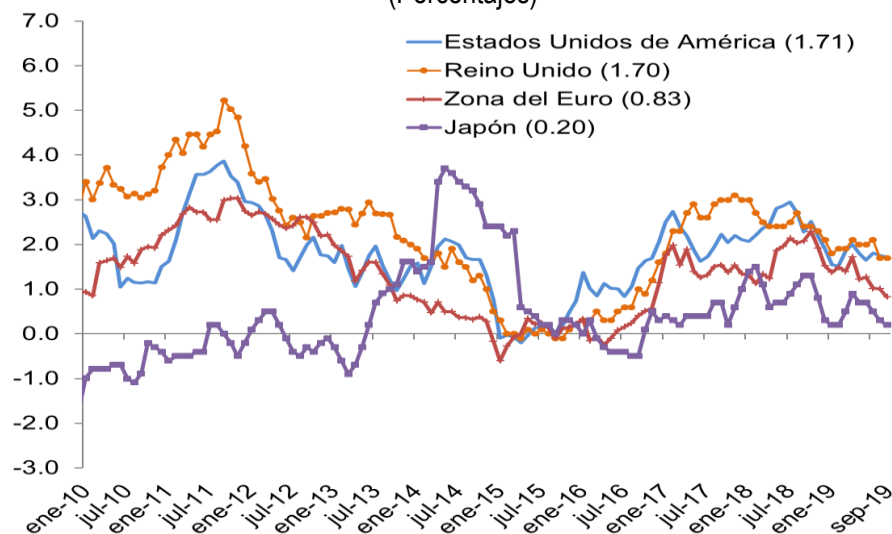
un importe de hasta el 30.0% de sus préstamos computables al 28 de febrero de 2019 y aplicando, a partir de septiembre, la tasa de interés promedio de las operaciones principales de financiamiento del Eurosistema a lo largo del periodo de vigencia de la operación correspondiente.

En el Reino Unido, la inflación se ha ubicado alrededor de la meta (2.0%) durante 2019, situándose en 1.70% en septiembre. Dicho comportamiento responde, principalmente, a la evolución de los precios de la energía. En ese contexto, el Banco de Inglaterra estima que la inflación se mantendrá por debajo de 2.0% hasta finales del presente año, previo a situarse alrededor de dicho nivel en 2020, a medida que aumenten las presiones inflacionarias internas asociadas a una mejora en el nivel de actividad económica. Por ello, el Comité de Política Monetaria decidió, en sus seis reuniones realizadas durante el año, mantener en 0.75% la tasa de interés de política monetaria, así como la compra de bonos corporativos con sus reservas internacionales hasta por £10.0 millardos y la de bonos del gobierno británico en £435.0 millardos. Además, indicó que la conducción de la política monetaria dependerá de los posibles efectos que se deriven del proceso de materialización del *Brexit*, particularmente aquellos relacionados con la oferta y la demanda, así como con las presiones cambiarias.

En Japón, luego de la aceleración en el nivel de precios observada en los primeros meses del año, el ritmo inflacionario se redujo gradualmente a partir de mayo, hasta situarse en 0.20% en septiembre, por debajo del objetivo (2.0%) del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés), como consecuencia de la moderación en los precios internos de la energía y de los alimentos. En ese sentido, el Comité de Política del BOJ, en su reunión de septiembre indicó que la inflación podría aumentar gradualmente hasta converger a 2.0%, debido, principalmente, a que la brecha del producto continúa siendo positiva y las expectativas de inflación a mediano y largo plazos se encuentran más cercanas a la meta de inflación, por lo que descartó la posibilidad de iniciar el proceso de normalización de su política monetaria en el corto plazo, indicando que mantendría el actual nivel de la tasa de interés de política monetaria, al menos hasta 2020, tomando en cuenta la incertidumbre derivada del desempeño de la actividad económica y los precios, los efectos del aumento del impuesto al consumo que entrará en vigencia en octubre del presente año, así como la evolución de la economía mundial. Asimismo, en su reunión de abril, anunció la implementación de medidas para fortalecer su programa de flexibilización monetaria, ampliando las garantías para la provisión de créditos de los bancos del sistema y el plazo para los nuevos desembolsos de préstamos hasta el 30 de junio de 2021.

**Gráfica 10**

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



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

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

En 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, principalmente, del desvanecimiento de algunas presiones de oferta, aunado a presiones de demanda que continúan incipientes en algunas de estas economías, factores que permitieron a la mayoría de bancos centrales continuar con el sesgo acomodaticio de su política monetaria. En este contexto, la inflación a septiembre, se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

En la República Popular China, la inflación repuntó luego de la desaceleración registrada en los primeros meses del año, ubicándose en 3.0% en septiembre, debido, en parte, a los problemas en la oferta de carne de cerdo por la peste porcina, lo cual contribuyó al aumento del rubro de alimentos; no obstante, la inflación se mantiene en la meta del gobierno (3.0%). En ese sentido, el Banco Popular de China (BPC), adherido al Plan de Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), mantiene una postura de política monetaria prudente, en un entorno en el que los riesgos a la baja y la incertidumbre se han intensificado, a pesar de las inyecciones de liquidez que promueven el financiamiento a empresas privadas y proyectos de infraestructura pública por parte de las instituciones financieras; así como la expansión del déficit fiscal desde 2.6% del PIB en 2018 a 2.8% del PIB en 2019.

En México, la inflación continuó la tendencia decreciente iniciada desde principios de año, situándose en 3.0% en septiembre, dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento reciente de la inflación se asocia a los menores incrementos de los precios de los energéticos y de los productos pecuarios. En ese contexto, el Banco de México disminuyó en 25 puntos básicos la

tasa de interés de referencia en dos ocasiones, en agosto a 8.00% y en septiembre a 7.75%. El Banco Central mantendrá una postura de política monetaria prudente con el propósito de enfrentar las presiones inflacionarias y coadyuvar al cumplimiento y al anclaje de las expectativas a la meta de inflación en el horizonte de mediano plazo.

En Brasil, luego de la desaceleración en el nivel de precios observada desde junio, la inflación en septiembre se ubicó en 2.89%, dentro del margen de tolerancia de la meta (4.25% +/- 1.5 p.p.), resultado, principalmente, de la reducción del precio de los alimentos. El Banco Central de Brasil, con el propósito de apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de política monetaria, en su reunión de septiembre, recortó en 50 puntos básicos el nivel de la tasa SELIC (tasa interés de política monetaria) a 5.50% ante un entorno de crecimiento económico mundial más débil.

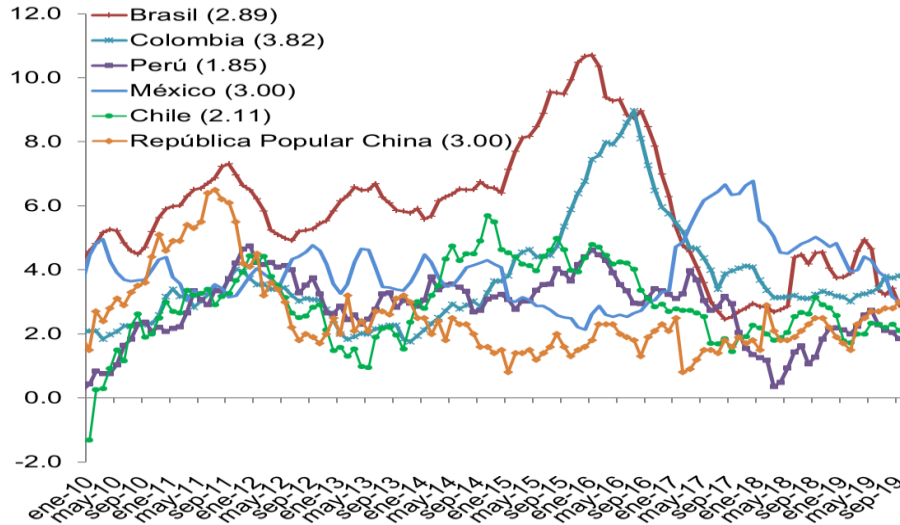
En Chile, la inflación ha mostrado una tendencia ligeramente creciente en lo que va de 2018 y en septiembre se ubicó en 2.11%, nivel que se sitúa dentro de los límites de tolerancia de la meta establecida por el Banco Central (3.0% +/- 1 punto porcentual) comportamiento asociado, fundamentalmente, al aumento de los precios de los alimentos. Ante este escenario de presiones inflacionarias contenidas, aunado a la debilidad de la recuperación económica, el Banco Central estimó necesario recalibrar el impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, y en sus reuniones de septiembre y octubre decidió recortar en 50 y 25 puntos básicos respectivamente, su tasa de interés de política monetaria, ubicándola en 1.75%.

En Colombia, la inflación se mantuvo en niveles alrededor del valor central de la meta establecida por el Banco de la República de Colombia (3.0% +/- 1 punto porcentual), situándose en 3.82% en septiembre. Este comportamiento permitió que la autoridad monetaria mantuviera la tasa de interés en 4.25%, reflejando una postura de política monetaria ligeramente expansiva.

En Perú, el ritmo inflacionario se situó en 1.85% en septiembre, dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (entre 1.0% y 3.0%). Este resultado, se asocia, principalmente, al incremento en los precios los combustibles, servicios médicos y en algunos alimentos. En ese contexto, el Banco de Central, en su reunión de agosto, disminuyó en 25 puntos básicos su tasa de interés de política monetaria, ubicándola en 2.50%, manteniéndola en dicho nivel, en sus reuniones de septiembre y octubre.

**Gráfica 11**

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



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

En el caso de Centroamérica y la República Dominicana, en la mayoría de países, la inflación continuó fluctuando en torno a las metas definidas por sus respectivos bancos centrales; sin embargo, a septiembre, en El Salvador, Guatemala y en la República Dominicana se ubicó por debajo de sus respectivas metas. Con relación a las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales de la región, el Banco Central de Costa Rica ha disminuido en 150 puntos básicos la tasa de interés en lo que va del año, pasando de una tasa de 5.25% en enero a una de 3.75% a septiembre, debido a menores presiones inflacionarias, resultado de un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica y de una tasa de desempleo superior a la tasa de largo plazo. Por su parte, el Banco Central de la República Dominicana, en su reunión de junio, decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, ubicándola en 5.00%, para luego disminuirla nuevamente en 25 puntos básicos, en julio a 4.75% y en agosto a 4.50%, ante la ausencia de presiones inflacionarias significativas, en un entorno en el que la actividad económica muestra señales de debilitamiento. En cuanto a Honduras, en su reunión de enero, el Banco Central incrementó su tasa de interés en 25 puntos básicos ubicándola en 5.75% ante las perspectivas de presiones inflacionarias por choques internos y externos, en tanto que el Banco de Guatemala mantuvo el nivel de su tasa de interés líder de política monetaria en 2.75%, en lo que va del año.

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

**Cuadro 3**

 Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación  
 (Porcentajes)

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Principales socios comerciales de</b>						
<b>Guatemala</b>						
Estados Unidos	2.9	2.3	1.8	1.9	2.2	2.4
El Salvador	2.5	2.5	2.3	0.4	1.4	1.2
Honduras	3.7	3.4	3.5	4.2	4.4	4.2
Nicaragua	-3.8	-5.0	-0.8	3.9	7.0	4.2
Zona del Euro	1.9	1.2	1.2	1.5	1.3	1.3
México	2.0	0.5	1.4	4.8	3.2	3.0
<b>Otros socios comerciales</b>						
Colombia	2.6	3.4	3.6	3.2	3.9	3.1
Japón	0.8	1.0	0.4	0.8	1.6	0.2
Brasil	1.1	0.9	2.0	3.7	3.6	3.9
Chile	4.0	2.5	3.0	2.1	2.6	2.9
Perú	4.0	2.6	3.6	2.2	1.9	2.0
Reino Unido	1.4	1.2	1.3	2.3	1.6	2.1
República Popular China	6.6	6.2	5.9	1.9	2.2	2.4
<b>Mundial</b>	3.6	3.0	3.4	3.6	3.5	3.4
<b>-Economías avanzadas</b>	2.3	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
<b>-Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	4.5	3.9	4.6	4.9	4.7	4.6
<b>-América Latina y el Caribe (1)</b>	1.0	0.2	1.8	7.1	7.3	6.0
<b>-Centroamérica</b>	2.3	2.2	2.7	2.6	4.0	3.3
<b>Principales socios (2)</b>	2.5	1.8	1.8	2.3	2.5	2.4

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

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

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

## RECUADRO 4

# LAS TENSIONES COMERCIALES ENTRE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA Y LA REPÚBLICA POPULAR CHINA: INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL

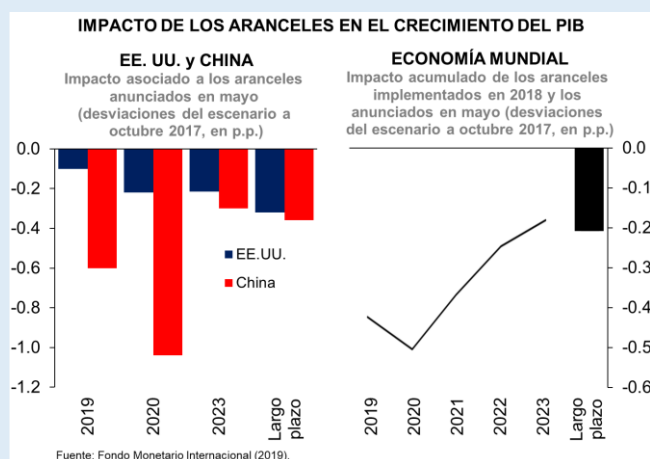
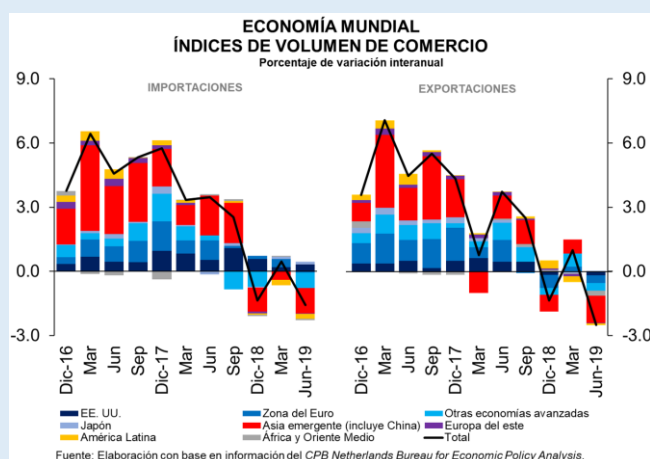
Durante 2018, los gobiernos de los Estados Unidos de América y la República Popular China incrementaron los aranceles a las importaciones entre ambos países. Desde entonces, estas tensiones han persistido y se han intensificado. En efecto, en mayo, agosto y septiembre de 2019, dichos gobiernos anunciaron, entre otras medidas, que implementarían aranceles a importaciones que no habían sido afectadas previamente y que incrementarían los aranceles a las importaciones que ya estaban sujetas a los mismos. Aunque dichos gobiernos han mantenido varias rondas de negociaciones para resolver el conflicto, estas permanecen inconclusas y, en varias ocasiones, se han reportado cambios en la orientación de las mismas. Lo anterior ha contribuido a aumentar la incertidumbre con respecto a las políticas económica y comercial hasta niveles históricamente altos, tanto en las economías indicadas como a nivel mundial, en un contexto que también ha estado influenciado por el *Brexit* y la volatilidad financiera en algunas economías emergentes.

En principio, las medidas de política comercial indicadas y el incremento de la incertidumbre resultante, podrían afectar la dinámica del comercio y de la actividad económica a nivel mundial por diversos canales, incluyendo: el aumento de los costos de las empresas, que afectaría su rentabilidad, y el incremento de los riesgos de invertir en el extranjero, los cuales se reflejarían en las decisiones de inversión y en la productividad de las empresas; las perturbaciones en los mercados de materias primas, ante los cambios previstos en la demanda por las mismas, y los mercados financieros, por el impacto esperado sobre el crecimiento económico; la menor demanda que enfrentarían proveedores de bienes intermedios y de servicios en otros países que participan de cadenas de suministros globales; y los ajustes en la política comercial de otros países, orientados a limitar el impacto de las medidas de política comercial indicadas o a beneficiarse de las mismas.

En efecto, desde que se intensificaron dichas tensiones, han provocado una reducción del comercio entre las economías involucradas, lo cual ha provocado una desaceleración más rápida de lo previsto. Lo anterior ha tenido un efecto tangible en el desempeño de la economía mundial, asociado, directamente, a que la demanda externa de diversos países se ha debilitado e, indirectamente, porque la incertidumbre conexas ha afectado la confianza y la inversión, particularmente en los sectores orientados al comercio.

En ese contexto, la persistencia de las tensiones comerciales ha contribuido a reducir las perspectivas de crecimiento económico. En efecto, en junio del presente año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó que las medidas implementadas en 2018 y las que fueron anunciadas en mayo de 2019 podrían reducir el crecimiento previsto para la economía mundial hasta en 0.4 puntos porcentuales (p.p.) en 2019 y 0.5 p.p. en 2020, en

comparación con las proyecciones realizadas en octubre de 2017, cuando no se había intensificado el conflicto comercial entre ambas economías. Según estas estimaciones, los aranceles anunciados en mayo afectarían el crecimiento de 2019 y 2020, principalmente, en la República Popular China (0.6 p.p. y 1.0 p.p., en su orden) y en los Estados Unidos de América (0.10 p.p. y 0.2 p.p., respectivamente)<sup>1/</sup>. Por lo tanto, una mayor intensificación de las tensiones comerciales plantea riesgos significativos para el desempeño de la actividad económica mundial, especialmente en las economías que dependen del comercio con los países involucrados.



<sup>1/</sup> Estas simulaciones consideran el impacto directo de los aranceles, así como el efecto que las tensiones comerciales tendrían sobre la confianza del sector privado y sobre las condiciones financieras que enfrentan las empresas.

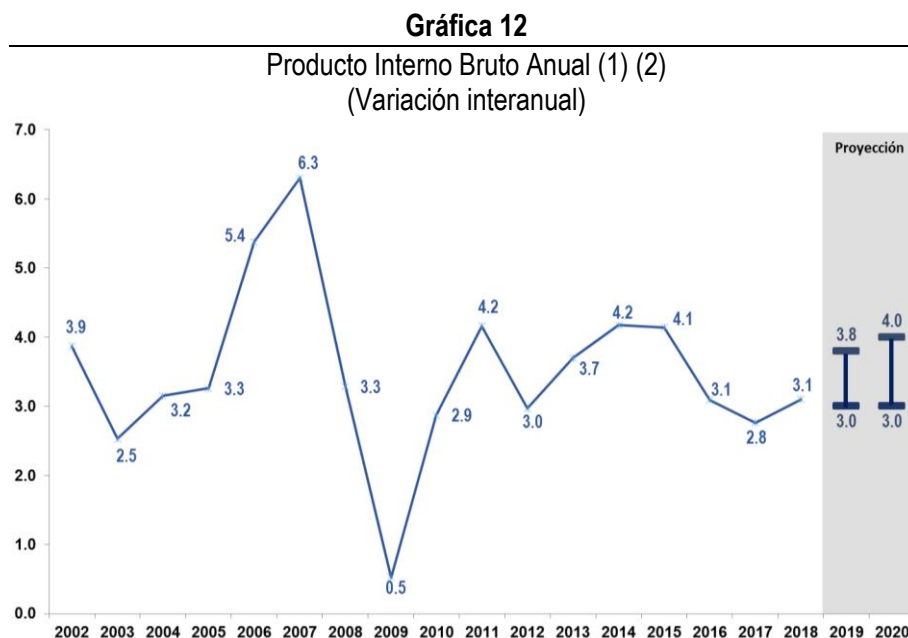
Fuente: Baker, S.; Bloom, N. y Davis, S. (2019). "The extraordinary rise in trade policy uncertainty". September. Haskins, A. y Newbold, S. (2019). "Specter of long trade war looms over property". August. Fondo Monetario Internacional (2019). "G-20 Surveillance Note". Junio. United Nations (2019). "World Economic Situation and Prospects as of mid-2019". May. UNCTAD (2019). "Key Statistics and Trends in Trade Policy, 2018". February.

### III. ESCENARIO INTERNO

#### A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

##### 1. Producto interno bruto

Considerando las proyecciones de crecimiento económico para la economía mundial y para los principales socios comerciales de Guatemala, elaboradas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como las condiciones económicas internas, se prevé que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para 2019 se ubique en un rango entre 3.0% y 3.8% y para 2020 entre 3.0% y 4.0%. Dicho resultado se asocia al incremento esperado en la demanda interna, la cual crecería 4.4% y 4.0%, en su orden, debido, principalmente, al crecimiento previsto en el gasto de consumo (tanto privado como público) y en la formación bruta de capital fijo.



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

(2) Cifras preliminares para 2017 y 2018 y proyectadas para 2019 y 2020.

Fuente: Banco de Guatemala.

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

Con relación a la demanda interna, se prevé para 2019 un crecimiento de 4.4%, impulsada, principalmente, por el incremento del consumo privado (4.1%), como resultado del aumento de las remesas familiares, las remuneraciones de los hogares, las expectativas positivas de contratación de personal por parte del sector privado, así como por el mantenimiento de condiciones crediticias favorables. El gasto en consumo del gobierno general registraría un incremento de 5.2%, asociado al aumento previsto en los rubros de remuneraciones y compra de bienes y servicios por parte de la Administración Central, de acuerdo con el presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal 2019. En



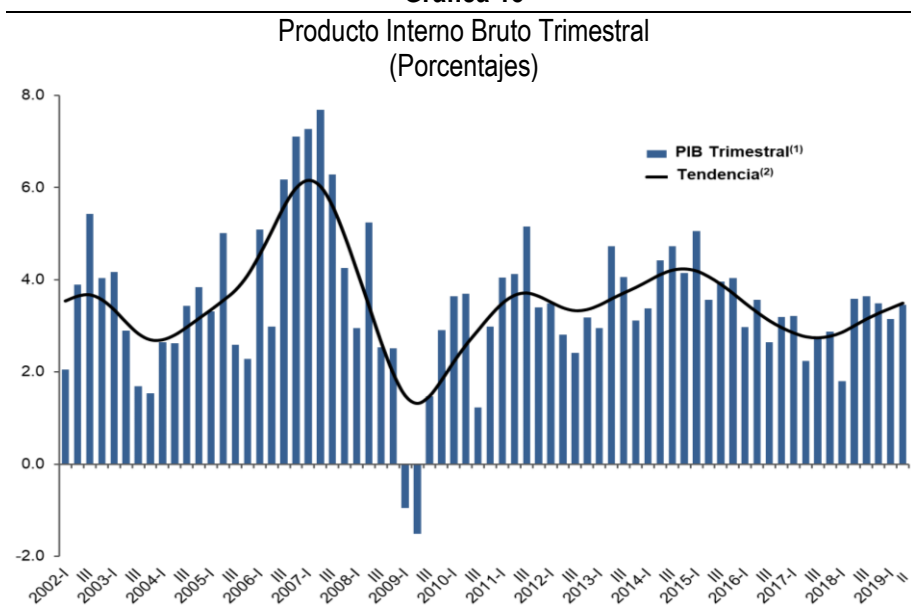
cuanto a la formación bruta de capital fijo, se prevé registre un crecimiento de 4.4%, resultado del incremento esperado en la importación de bienes de capital; así como al aumento previsto de la inversión en construcción. Por su parte, las perspectivas de crecimiento económico para 2020 anticipan un crecimiento de 4.0% para la demanda interna, impulsado principalmente por el gasto de consumo privado y la formación bruta de capital fijo, los cuales se espera que registren tasas de crecimiento de 4.0% y 5.0%, respectivamente. Por su parte, se estima que el crecimiento anual del gasto en consumo del gobierno general sea 3.8%, menor al previsto para 2019 (5.2%).

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios registrarían una caída, en términos reales, de 0.9% en 2019, ante el menor crecimiento esperado en las exportaciones, en términos de volumen, de algunos de los principales productos exportables; así como a las expectativas de precios internacionales menos favorables. En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, en términos reales, estas crecerían 4.7%, resultado de mejores perspectivas en la demanda de bienes para consumo final e intermedio. Para 2020, se espera una recuperación en las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, las que registrarían una tasa de crecimiento de 2.5%. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios en términos reales, crecerían 4.9%, mayor al crecimiento esperado en 2019.

Con relación al PIB observado en el segundo trimestre de 2019, éste registró una tasa de crecimiento interanual de 3.5%, superior a la registrada en el trimestre previo (3.1%).

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 2019.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

a) Destino del gasto

En el caso del PIB medido por el destino del gasto, destaca el consumo privado que registró un crecimiento de 3.9% (5.3% en el mismo trimestre del año anterior), lo cual continúa reflejando el dinamismo en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, asociado a la mejora en el ingreso disponible, al incremento en las remesas familiares y al desempeño favorable del crédito al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno General



registró un crecimiento de 2.9%, resultado del incremento, en términos reales, de las remuneraciones pagadas y de la compra de bienes y servicios de algunos renglones presupuestarios por parte de la Administración Central.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), ésta creció 7.3% debido, principalmente, al desempeño positivo de la inversión en construcción de edificaciones, particularmente las de uso no residencial, como centros comerciales y oficinas; así como, de la inversión en construcción de obras de ingeniería civil de uso común y no común.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una reducción de 0.7%, explicada, principalmente, por la disminución en el volumen exportado de níquel; frutas frescas, secas y congeladas; banano; hierro y acero; y bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 3.5%, en términos reales, derivado del aumento en el volumen importado de combustibles y lubricantes, bienes de consumo no duraderos y semiduraderos, materiales de construcción y bienes de capital para la agricultura, principalmente.

**Cuadro 4**

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB anual	2018			2019	
		II	III	IV	I	II
<b>Demanda Interna</b>		5.8	5.2	5.0	5.6	4.2
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	<b>88.3</b>	5.3	5.1	4.6	4.4	3.9
Gasto de Gobierno General	<b>10.5</b>	5.7	6.0	1.7	2.2	2.9
Formación Bruta de Capital Fijo	<b>14.8</b>	3.0	4.5	3.3	4.2	7.3
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	<b>24.9</b>	-2.5	-3.2	-4.8	-4.5	-0.7
<b>(-) Importaciones de bienes y servicios</b>	<b>40.0</b>	6.0	7.8	5.2	8.1	3.5
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		3.6	3.6	3.5	3.1	3.5

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

#### b) Origen de la producción

En la evolución del PIB durante el segundo trimestre de 2019, medido por el origen de la producción, destaca el desempeño positivo de las actividades económicas de servicios privados; industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y construcción. En conjunto, el comportamiento de dichas actividades explicó alrededor de 71% de dicho resultado.

El resultado de la actividad de servicios privados estuvo influenciado, principalmente, por las actividades de hoteles y restaurantes, las cuales mostraron un crecimiento asociado a la expansión de la oferta gastronómica en la ciudad de



Guatemala. Por su parte, en el crecimiento de las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, influyó positivamente el incremento de otras actividades empresariales, tales como los servicios de seguridad, centros de llamadas, agencias de empleo, consultorías de gestión, limpieza, entre otros. En cuanto a otras actividades inmobiliarias, éstas registraron un incremento en la demanda de locales comerciales y de oficina generada por parte de la intermediación financiera, comercio al por mayor y al por menor, restaurantes, entre otros.

El crecimiento de la actividad de industrias manufactureras estuvo explicado por el aumento observado en las actividades de alimentos y bebidas, influenciado por el incremento en la demanda interna y externa de azúcar; bebidas no alcohólicas, aguas minerales y otras aguas embotelladas; destilación, mezcla de bebidas alcohólicas y producción de alcohol etílico; aceites y grasas de origen vegetal y animal; y otros productos alimenticios. Asimismo, el crecimiento del grupo de otros productos manufacturados, se vio influenciado por el comportamiento observado en las actividades de fabricación de papel, edición e impresión, resultado del incremento de la demanda local asociada al proceso electoral.

El desempeño del comercio al por mayor y al por menor se explicó por el incremento de la demanda final e intermedia de bienes, que influyó positivamente en el volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan combustibles, materias primas agropecuarias, alimentos, bebidas y tabaco, y aparatos de uso doméstico, entre otros.

El dinamismo de la actividad de intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares fue influenciado por el desempeño positivo registrado en la actividad de bancos y financieras, situación que se reflejó en el incremento de los intereses netos percibidos y de las comisiones efectivas recibidas por dichas instituciones. Asimismo, destaca la recuperación observada en las actividades de seguros, como consecuencia del aumento en la captación de primas por parte de las compañías aseguradoras.

Finalmente, en lo que respecta a la actividad de construcción, ésta registró un incremento tanto por la construcción de edificaciones para uso residencial y no residencial; como por la construcción de obras de ingeniería civil, resultado del aumento en el gasto del gobierno general en la construcción de bienes de uso común y no común.

**Cuadro 5**

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2018			2019	
		II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.4	4.0	2.3	2.4	2.1	2.0
Explotación de Minas y Canteras	0.3	-53.8	-9.2	-4.0	0.2	13.7
Industria Manufacturera	17.6	4.7	3.4	3.2	2.0	3.8
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	3.0	9.2	7.4	1.4	-1.9	-1.0
Construcción	2.8	3.6	4.1	4.4	5.6	9.3
Comercio al por mayor y al por menor	12.1	4.2	5.1	4.8	4.4	4.0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	8.2	4.0	3.8	5.7	-0.3
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	6.3	6.2	3.6	3.8	2.2	4.0
Alquiler de Vivienda	9.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Servicios Privados	15.9	3.1	3.4	3.7	4.6	5.0
Administración Pública y Defensa	7.6	3.0	2.7	2.1	1.1	1.6
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		3.6	3.6	3.5	3.1	<b>3.5</b>

(1) Medido por el origen de la producción.

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

(3) Cifras preliminares.

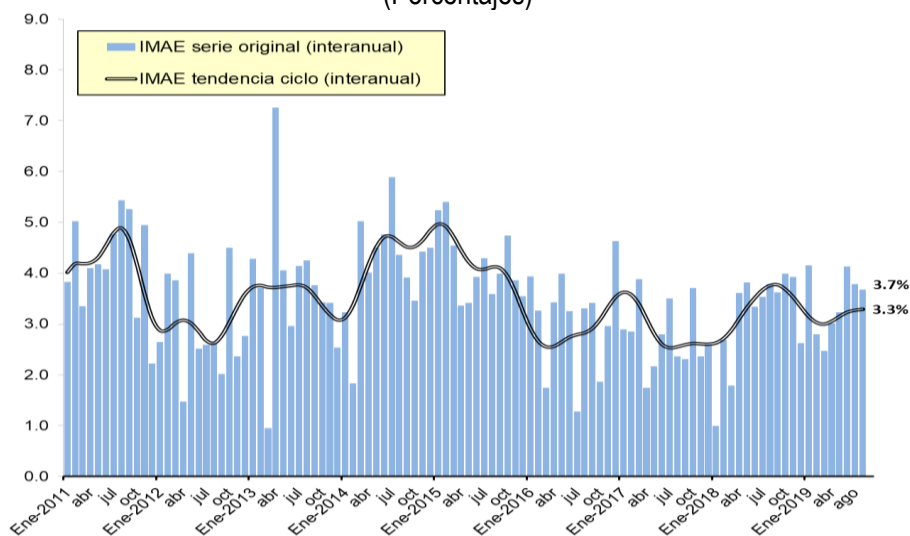
Fuente: Banco de Guatemala.

## 2. Otros indicadores de actividad económica

A agosto de 2019, el IMAE serie original registró un crecimiento interanual de 3.7%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor; servicios privados; industrias manufactureras; e intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; asimismo, la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.3%, congruente con el crecimiento previsto del PIB anual para 2019 (entre 3.0% y 3.8%).

**Gráfica 14**

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

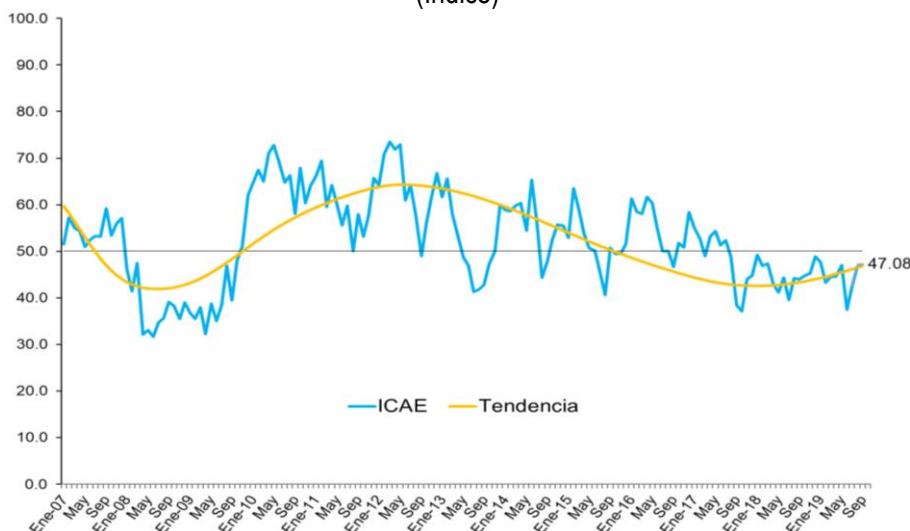


(1) Base 2001 = 100.  
(2) Con información a agosto de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

En cuanto al Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), éste se ubicó en 47.08 puntos en septiembre, superior en 0.81% con respecto al registrado en agosto de 2019 (46.70) y en 7.00% al nivel observado el mismo mes del año anterior (44.00 puntos), situándose aún en zona de contracción (por debajo de 50 puntos). Aunque los resultados de septiembre reflejaron un nivel moderado de confianza económica, las expectativas del referido panel respecto del crecimiento económico, previstas para 2019 y para 2020, no registraron cambios significativos en comparación con las proyecciones efectuadas el mes previo, lo cual sería indicativo de que la incertidumbre que ha afectado la percepción económica, se viene disipando.

**Gráfica 15**

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



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

## RECUADRO 5

### VISITA DE LA MISIÓN DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) DE OCTUBRE DE 2019

Una misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) visitó Guatemala del 1 al 8 de octubre, con el objetivo de revisar el desempeño macroeconómico reciente y perspectivas. Cabe indicar que, las visitas de misión (*staff visits*), constituyen un vehículo ideal para generar acercamientos entre el FMI y las autoridades de un país miembro, así como para efectuar evaluaciones, principalmente macroeconómicas, en un marco menos formal que una Consulta de Artículo IV, pero con un alto valor agregado y rigor técnico. Para el efecto, el diálogo de los miembros de la misión con las autoridades del Banco de Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas y la Superintendencia de Bancos, se centró en las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y financiera, así como en las reformas estructurales necesarias para el buen desempeño de la economía en el largo plazo. Asimismo, la misión sostuvo reuniones, no sólo con las autoridades del actual gobierno y representantes del próximo, sino también con representantes del sector privado (tanto financiero como no financiero), así como con organismos internacionales, cuerpo diplomático acreditado en Guatemala y centros de investigación.

En cuanto a la actividad económica, el FMI destacó que el crecimiento continúa dinámico y las perspectivas de corto plazo, aunque privan los riesgos a la baja, se mantienen inalteradas respecto de las efectuadas en ocasión de la Consulta de Artículo IV de 2019. Asimismo, prevé solidez de las remesas familiares y un buen desempeño del sector de la construcción, lo que respaldaría la demanda interna y el crecimiento esperado en 2019 (3.4%). Para 2020, el FMI proyecta un crecimiento de 3.5%, asociado a una recuperación de las exportaciones y un impulso fiscal positivo.

En lo que respecta a los riesgos para las perspectivas económicas, el FMI consideró que éstos se encuentran sesgados a la baja y han aumentado. Al respecto, indicó que, en el entorno externo, se prevé un menor crecimiento de la economía mundial y una creciente afluencia de migrantes centroamericanos a Guatemala. Por su parte, en el entorno interno, indicó que los riesgos procederían de un retraso en la implementación de la agenda económica, una prolongada incertidumbre judicial que afecta la inversión, el posible debilitamiento en los esfuerzos anticorrupción y las disminuciones adicionales en la recaudación de impuestos que podrían comprometer el financiamiento del gasto social y de infraestructura, afectando el crecimiento potencial del país.

Al respecto, el FMI subrayó que, para incrementar el crecimiento económico potencial y el nivel de vida de los guatemaltecos, se requiere de un esfuerzo nacional que impulse reformas estructurales de gran alcance. En ese sentido, la aprobación expedita de la cartera de proyectos público-privados pendientes, los cuales tienen un elevado impacto económico, sería lo más adecuado para propiciar el cierre de las brechas de infraestructura. Además, el Presupuesto General de Ingresos y Egresos para 2020 debería ser coherente con esta estrategia de movilización eficientemente de los recursos del sector privado.

En lo que respecta al apropiado respaldo a la demanda agregada por parte de las políticas monetaria y fiscal, el FMI indicó que, por un lado, la política monetaria debe continuar siendo acomodaticia, en un contexto de expectativas de inflación ancladas; y por el otro, que la política fiscal debe orientarse hacia la estabilidad macroeconómica, lo cual conllevaría a que, por el lado del gasto, se mantenga el dinamismo en su ejecución, priorizando el gasto de capital sobre el gasto corriente; y por el lado de los ingresos, se revierta la disminución en la recaudación tributaria, con el fin de crear espacio fiscal para el gasto social y de infraestructura, en el marco de la agenda de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

Finalmente, el FMI indicó que los esfuerzos de las autoridades para preservar la estabilidad macroeconómica y facilitar la transición política después de las Elecciones Generales de 2019 son bienvenidos. Por lo tanto, después de la toma de posesión del nuevo Presidente de la República de Guatemala en enero 2020, los esfuerzos del nuevo gobierno deberían encaminarse a crear los consensos necesarios para impulsar la agenda de reformas del sector público y del clima de negocios, así como para aumentar significativamente la recaudación de impuestos.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2019). "IMF Staff Concludes Visit to Guatemala". Press Release No. 19/365. October.



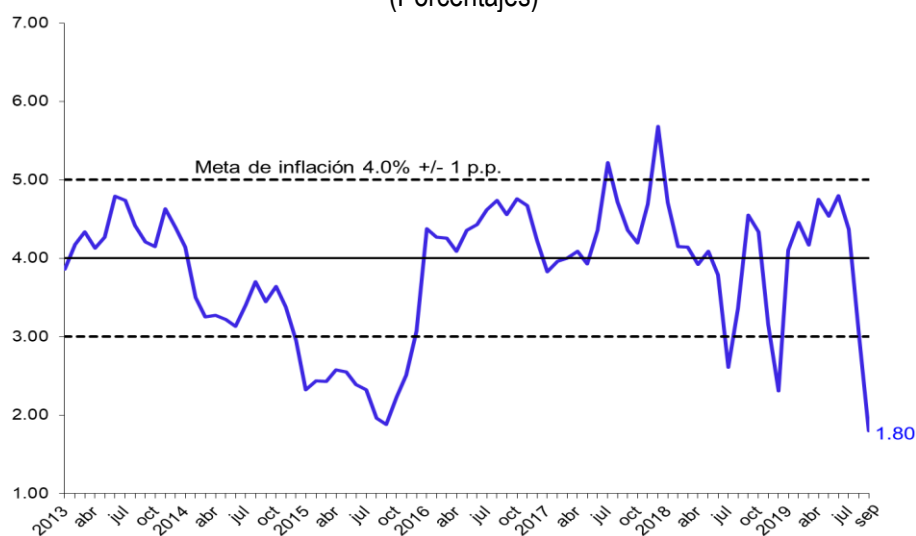
## B. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA

### 1. Evolución reciente de la inflación

A septiembre de 2019, el ritmo inflacionario se situó en 1.80%, valor que se ubica por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria (4.0 +/- 1 punto porcentual), aunque las expectativas de inflación a 12 (4.43%) y a 24 meses (4.46%) se ubican dentro de dicho margen, lo que denota que las mismas se mantienen ancladas a la meta. El resultado de la inflación muestra, principalmente, la evolución de los choques de oferta y su posterior moderación en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, particularmente, de los rubros de hortalizas, legumbres y tubérculos, de pan y cereales y, en menor medida, de frutas; grupos de gasto que, con anterioridad estuvieron sujetos a choques de oferta, los cuales se han disipado, principalmente en los últimos meses. Por otra parte, en el comportamiento de la inflación también influyó la desaceleración registrada en la división de transporte, asociada a la baja observada en el precio internacional del petróleo entre mayo y agosto, luego de registrar una tendencia hacia el alza entre enero y abril del presente año; a septiembre, dicha división registró un moderado incremento. La división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles continúan presentando una evolución relativamente estable en su variación interanual.

**Gráfica 16**

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)  
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2019.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

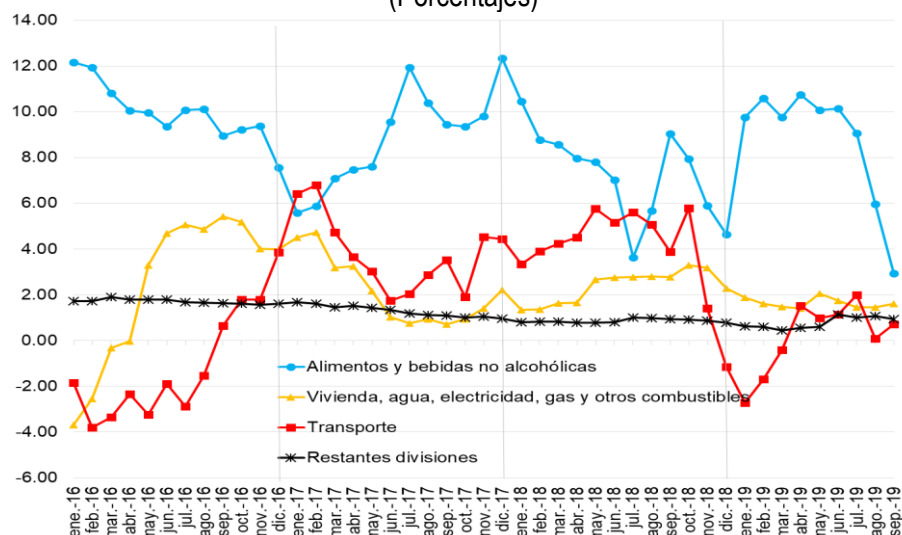
La variabilidad mostrada en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, se asoció, principalmente, a una disminución en la producción de tomate y cebolla, tanto por factores estacionales, como por daños a la producción a principios de año, principalmente, en el caso de ésta última. En mayo se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

Además, también se observaron incrementos en los rubros de pan y cereales, en especial, en los gastos básicos de maíz blanco y, consecuentemente, de productos de tortillería, por problemas de producción, particularmente, en el área conocida como Corredor Seco. Adicionalmente, se registró un alza también en el rubro de frutas, aunque su impacto fue más moderado. Vale indicar que factores como condiciones climáticas desfavorables, el incremento en la demanda externa y los mayores costos de transporte también incidieron en la evolución de precios de estos rubros. Se destaca que los factores que producen una alta volatilidad en los precios de los productos agrícolas (choques de oferta) normalmente se corrigen en el corto plazo, pero de igual forma pueden generarse de nuevo, teniendo una alta incidencia en el comportamiento general de precios. Por su parte, la división de transporte, entre enero y julio, mostró una reversión parcial de los factores temporales que provocaron una importante reducción en los precios internos de los combustibles a finales de 2018, situación asociada a la caída en el precio internacional del petróleo por expectativas de un excedente de producción; no obstante, en agosto se observó una importante disminución en el precio interno de los combustibles asociado a la reducción en el precio internacional del petróleo por expectativas de una moderación en la demanda mundial, aun cuando desde mediados de septiembre se observó un alza en el precio del crudo asociado a factores geopolíticos, aunque dicha alza se revirtió rápidamente. En tanto que, la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, presenta un comportamiento estable con una tendencia moderada a la baja, aunque ha registrado, en mayo, junio, agosto y septiembre, alzas, situación asociada, principalmente, al incremento en el precio medio del servicio de electricidad, los cuales han sido parcialmente moderadas por la reducción en el precio medio del gas propano.

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

**Gráfica 17**

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



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

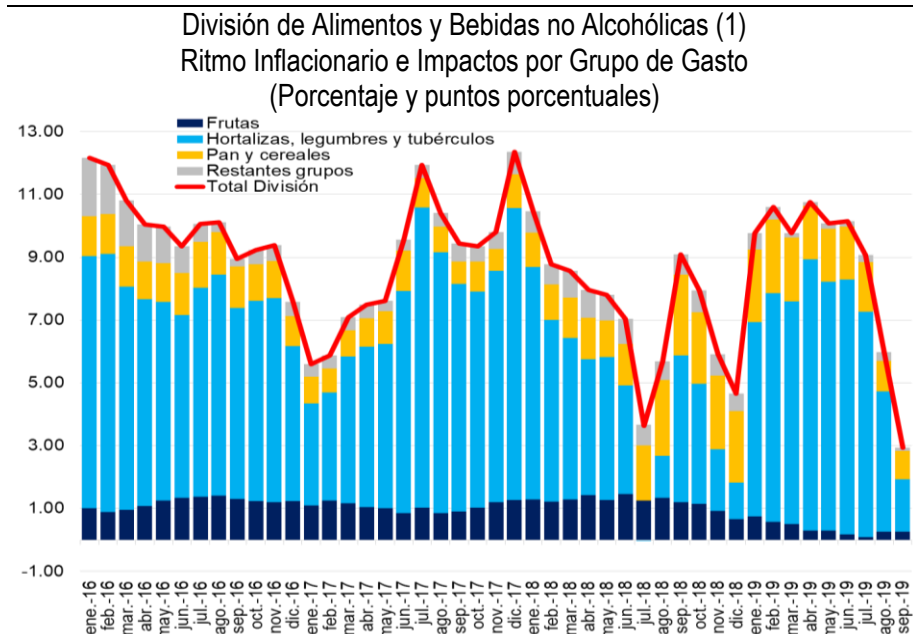


La división de alimentos y bebidas no alcohólicas registró durante 2018 una tendencia a la baja al pasar de una variación interanual de 10.46% en enero a 4.65% en diciembre; sin embargo, durante el transcurso del referido año se registraron episodios de importantes incrementos de precios, asociados a choques de oferta, principalmente, en agosto y septiembre, los cuales afectaron a productos como el maíz blanco, los productos de tortillería, algunas hortalizas y frutas. Dicho choque se revirtió en el último trimestre de dicho año. En cuanto al primer semestre de 2019, se registró nuevamente un importante incremento en los precios medios de los bienes del grupo de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, particularmente en el tomate y la cebolla; no obstante, desde agosto dichos precios se redujeron. En mayo se observó un incremento en el precio medio de la papa y el culantro; y en junio de la papa y el güisquil. Sin embargo, en septiembre estos productos también muestran una importante disminución en sus precios medios.

En el caso del tomate, su incremento estuvo asociado a una menor oferta disponible derivado de un ciclo bajo de cosecha a inicios de año de las principales regiones productoras, en conjunto con un aumento en la demanda externa, principalmente de El Salvador, de acuerdo a información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA). Respecto a la cebolla, su oferta se vio afectada tanto por encontrarse en un ciclo bajo de producción en algunas zonas, como por daños registrados en las principales áreas productoras del oriente del país (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa) provocadas por una plaga, de acuerdo a la Federación de Asociaciones Agrícolas de Guatemala (FASAGUA). Adicionalmente, a principios de año se registró el ingreso de cebolla de origen mexicano a un mayor precio, situación que contribuyó al alza observada en el mercado interno; sin embargo, entre agosto y septiembre dichos incrementos se revirtieron. En el caso de la papa, se registró una reducción en la oferta proveniente de San Marcos y Sololá, explicada por menores rendimientos de las áreas de producción en dichos departamentos, de acuerdo al MAGA. En cuanto al güisquil, se explica por una menor oferta dado que las áreas productoras de Palencia (Guatemala) y Cobán (Alta Verapaz), se encontraban en una fase baja de producción. En el caso del culantro, se registró un incremento en su demanda que se sumó a daños en la producción en meses previos, según lo indicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Respecto al grupo de pan y cereales, se observó un incremento en el precio medio del maíz y, consiguientemente, en los productos de tortillería. La referida alza en el maíz, está asociada, por una parte, a un retraso en el ingreso de la cosecha proveniente del norte del país en los primeros meses del año y, por la otra, a la finalización del proceso de cosecha para esta parte del año, por lo cual el mercado es abastecido por grano almacenado, así como por grano proveniente de México a un mayor precio, de acuerdo al MAGA. Respecto del grupo de gasto de frutas, los problemas de oferta registrados en el primer semestre del año en la naranja y las frutas de estación, se moderaron a septiembre, y desde mayo del presente año en el aguacate, que también se dispó en septiembre, afectaron moderadamente a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas.



**Gráfica 18**

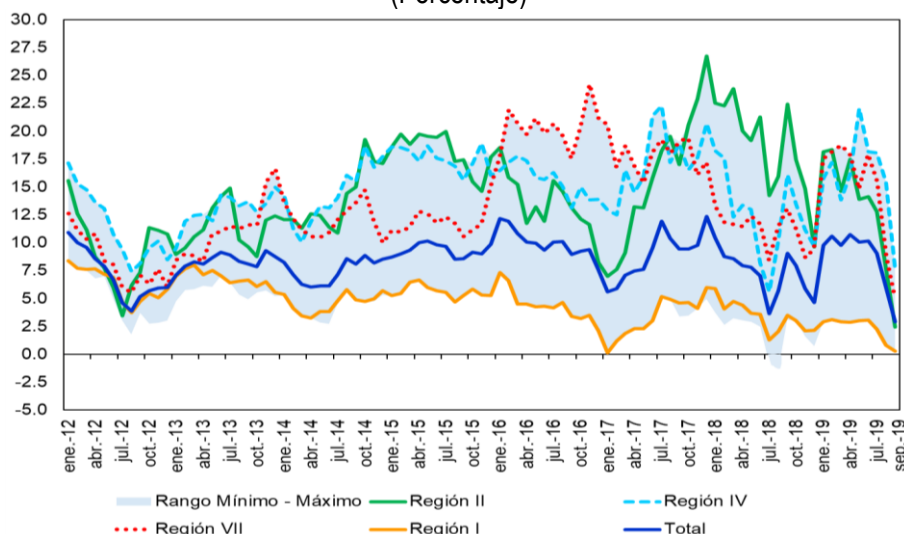


Adicionalmente, la inflación de la división de alimentos, también ha sido influenciada por elementos de tipo sectorial e institucional que generan presiones en los precios finales de los productos, tales como: la estructura de mercado, de comercialización y de costos de las empresas del sector de alimentos;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

Es importante indicar que la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas 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 19**

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



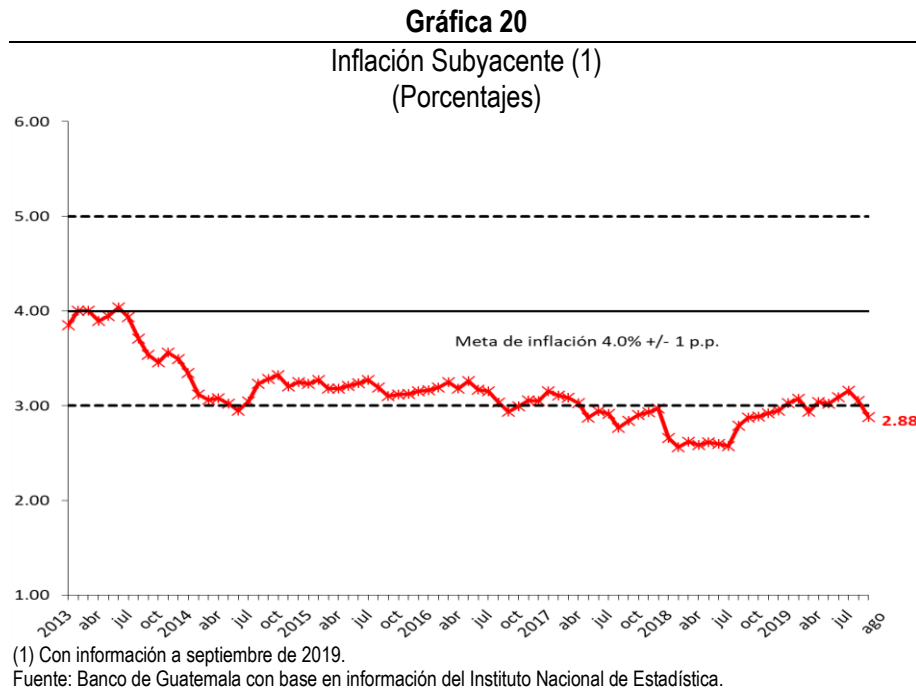
(1) Con información a septiembre de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la división de transporte registró una tendencia al alza entre febrero y julio del presente año como resultado del incremento observado en el precio internacional del petróleo que afectó al precio de los combustibles en el mercado interno, ante la implementación del acuerdo de congelación de la producción de crudo por parte de la OPEP, Rusia y otros productores a partir de enero de 2019. A finales de 2018, las expectativas de un excedente de producción en el mercado de petróleo en combinación con una ralentización de la actividad económica mundial provocaron una reducción de más de 30.0% en el precio del mismo, provocando una importante reducción en los precios internos de los combustibles, lo que incidió en que la división de transporte registrara una disminución desde noviembre de 2018 hasta situarse en -2.72% en enero de 2019, su mínimo desde agosto de 2016. En agosto del presente año, la intensificación de las expectativas de una ralentización de la actividad económica mundial generó nuevamente una caída en el precio del petróleo, mientras que en septiembre se registró un incremento en el mismo derivado de factores geopolíticos aunque dicha alza se revirtió rápidamente. Lo anterior provocó que el precio interno de los combustibles disminuyera, tanto en agosto como en septiembre, lo que incidió en que la división de transporte presentara una importante moderación en su tasa de crecimiento.

En lo que respecta a la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, desde finales de 2018 y hasta agosto de 2019 mostró una tendencia a la baja, al pasar de una tasa de crecimiento de 2.29% en diciembre de 2018 a 1.46% en agosto de 2019. Sin embargo, en mayo y junio registró una tasa de 2.05% y 1.74%, respectivamente. A septiembre se situó en 1.61%. Dicho comportamiento se explica por el alza que se registró en los pliegos tarifarios del servicio de electricidad, tanto para la tarifa social como para la tarifa no social, de noviembre de 2018, así como de febrero, de mayo y de agosto de 2019, según la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE). Vale indicar que el incremento observado en agosto fue moderado respecto de los registrados con anterioridad en el presente año. Por su parte, en noviembre de 2018, en enero y en junio de 2019, se registró una reducción en el precio interno del gas propano, situación que contribuyó a moderar la tasa de crecimiento de dicha división en el presente año.

En cuanto a la inflación subyacente<sup>18</sup>, medida 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 de 2019 registró una variación interanual de 2.88%, 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 aún moderadas.

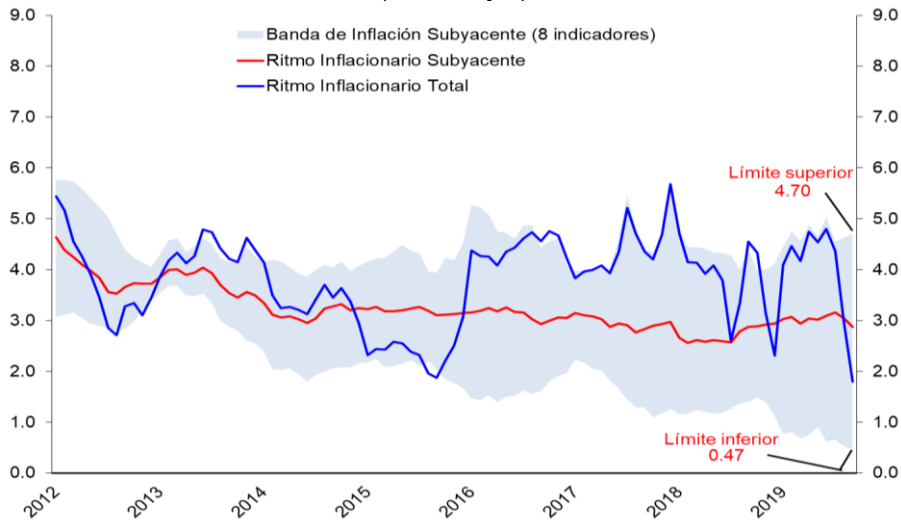


La inflación subyacente es un indicador que, por lo general, se ha mantenido alrededor del valor central del rango construido (área sombreada de la gráfica 21). Al considerar el rango de variación de los métodos utilizados para el cálculo del indicador, a septiembre de 2019, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 0.47% y 4.70%, sugiriendo que los factores de demanda que presionan la inflación, por el momento, han tenido una incidencia limitada.

<sup>18</sup> A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como variable. A partir de enero de 2019, el cálculo se basa en una recalibración de las ponderaciones de las referidas metodologías, con el propósito de fortalecer su capacidad informativa y predictiva. Para una mayor referencia ver el apartado "Revisión de la metodología de cálculo de la inflación subyacente de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2018 y Perspectivas Económicas para 2019".

**Gráfica 21**

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



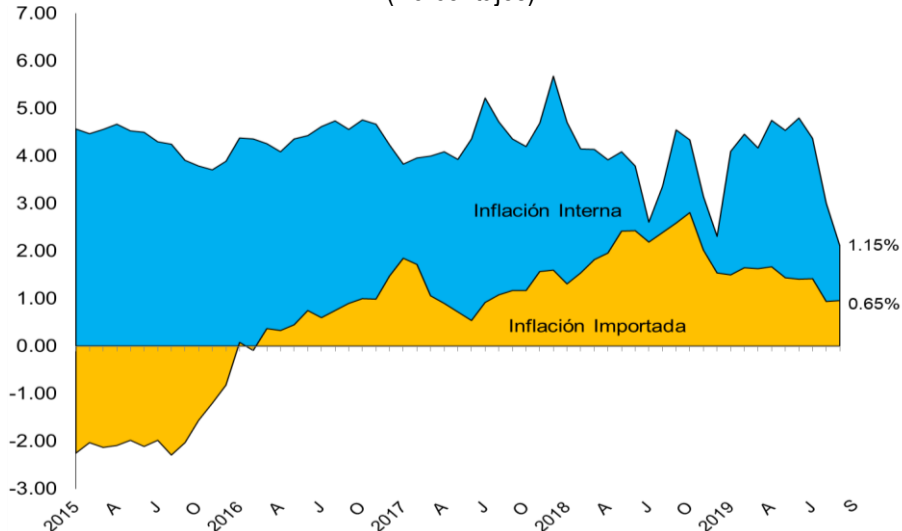
(1) Con información a septiembre de 2019.

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

Otro indicador que ayuda a comprender el origen de las presiones inflacionarias es la medición de la inflación importada, la cual luego de permanecer estable durante el primer cuatrimestre del año, desde mayo registró una leve disminución, la cual fue significativa a partir de agosto, explicada por la reducción en el precio internacional del petróleo y sus derivados, similar a lo observado para el cuarto trimestre de 2018; adicionándose la moderación del efecto del tipo de cambio nominal. A septiembre de 2019, la descomposición de la inflación total muestra que la inflación interna registró valores de 1.15% y la importada de 0.65%.

**Gráfica 22**

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



(1) Con información a septiembre de 2019.

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

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

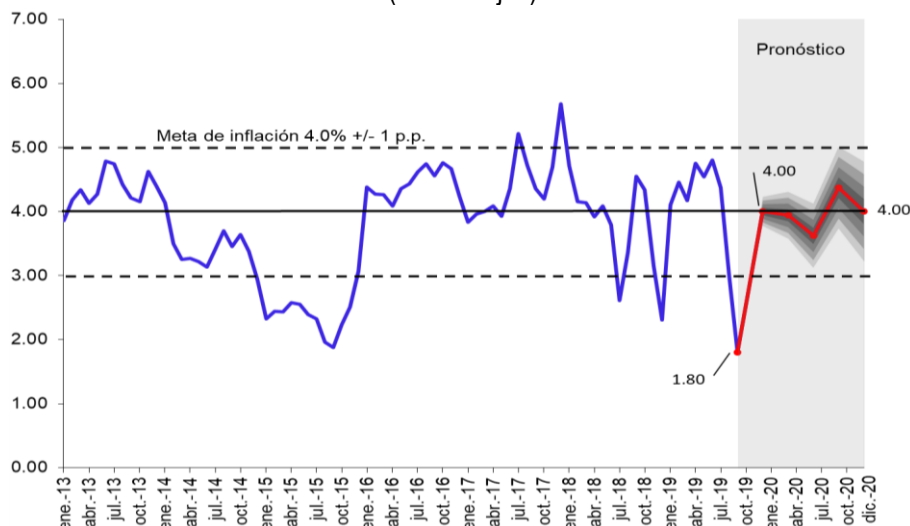
## **2. Proyecciones y expectativas de inflación**

### **a) Proyecciones de inflación**

Los pronósticos de inflación indican que el ritmo inflacionario total podría ubicarse en 4.00% tanto para diciembre de 2019 como para diciembre de 2020, en el valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, los pronósticos de inflación subyacente se sitúan en 3.50% para diciembre de 2019 y en 3.75% para diciembre de 2020. Dichos pronósticos de inflación toman en consideración, tanto para 2019 como para 2020, por el lado de la oferta, el comportamiento esperado en los precios de los combustibles (gasolina superior y regular y diésel) y del gas propano, acordes con la evolución esperada del precio internacional del petróleo; en el servicio de electricidad, las alzas previstas en los pliegos tarifarios en el segundo semestre de 2019; y en los precios de los alimentos (productos agrícolas, pan y productos de tortillería, entre otros), los cuales se ven influenciados por la estacionalidad de su producción. Vale indicar que el riesgo de posibles daños a la producción agrícola por el fenómeno de El Niño no se materializó, debido a que dicho fenómeno se desarrolló en forma moderada respecto de episodios previos, al punto que a agosto de 2019, las condiciones que lo provocaron se desvanecieron en su totalidad, reestableciéndose las condiciones denominadas neutrales, de acuerdo a instituciones meteorológicas internacionales. Por el lado de la demanda, el comportamiento de la actividad económica de acuerdo al ciclo económico; la brecha del producto cerrada a partir del segundo semestre de 2019; la estabilidad en el consumo privado en 2019; la recuperación en el gasto de gobierno a partir de 2019; el crédito bancario empresarial y el consumo creciendo acorde a su tendencia en 2019; y el grado de sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de los Estados Unidos de América.

**Gráfica 23**

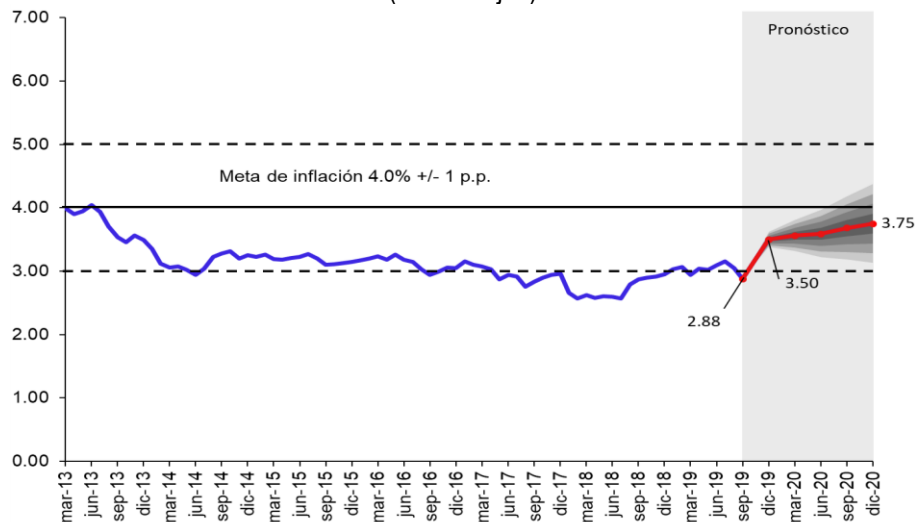
**Ritmo Inflacionario Total (1)  
(Porcentajes)**



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

**Gráfica 24**

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



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

**b) Expectativas de inflación**

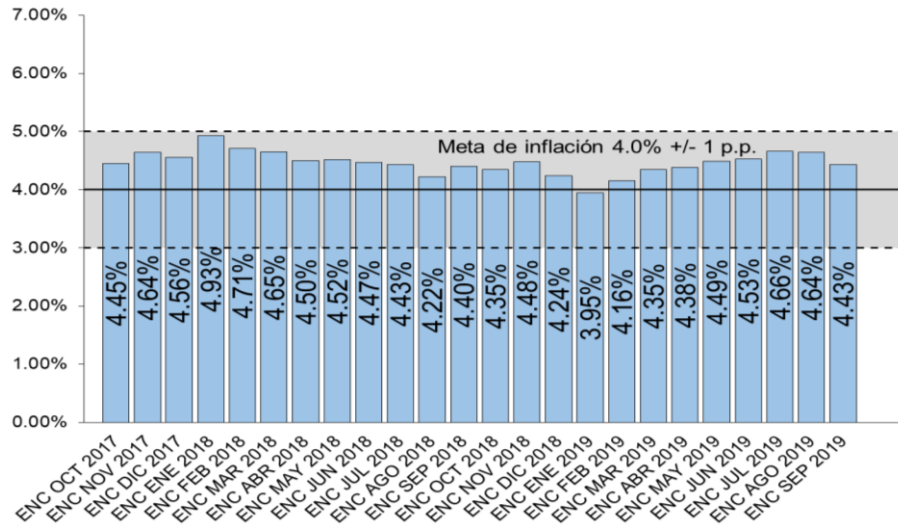
Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados<sup>19</sup>, anticipan que el ritmo inflacionario total, tanto para finales de 2019 como para finales de 2020, se situarían dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. En efecto, según dicho panel, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.43% en diciembre de 2019 y en 4.46% en diciembre

<sup>19</sup> Resultados contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas, efectuada en septiembre de 2019.

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

**Gráfica 25**

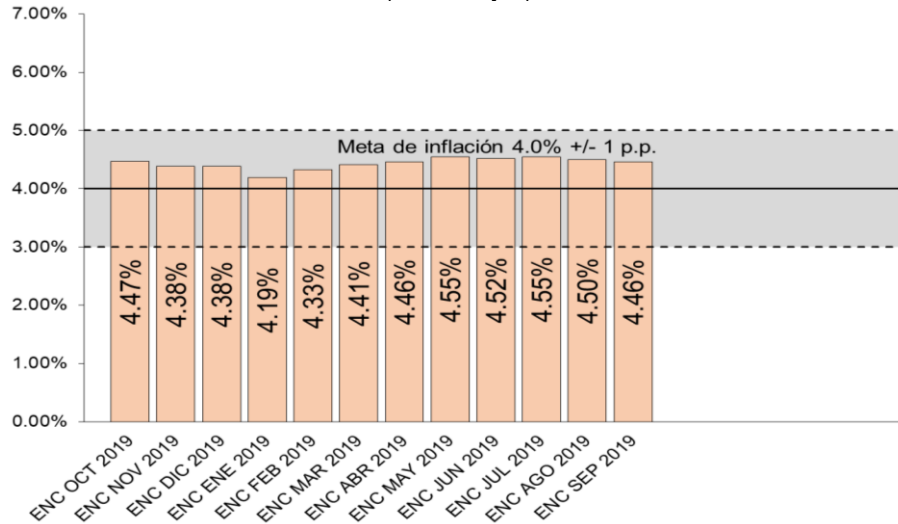
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2019 (1)  
(Porcentajes)



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

**Gráfica 26**

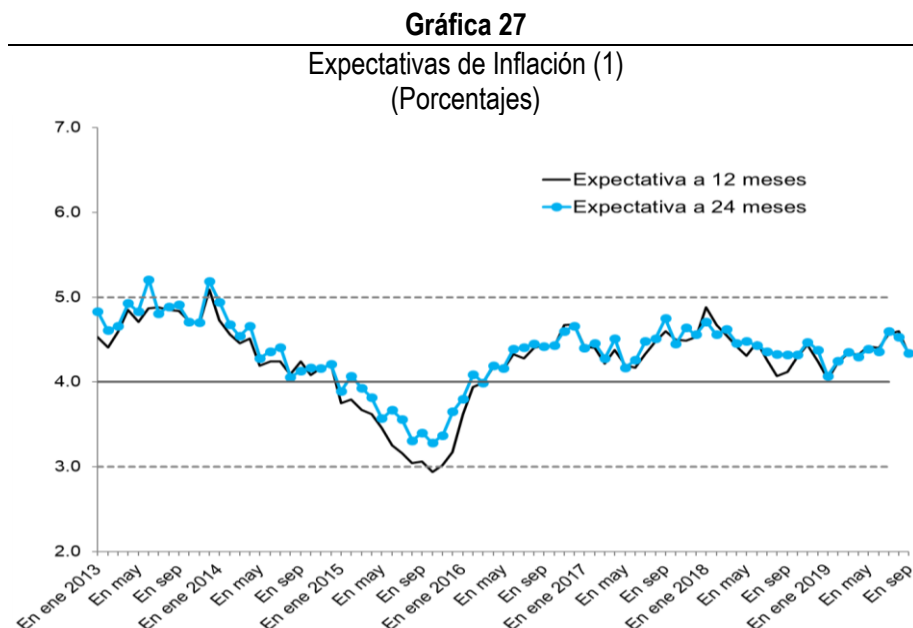
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2020 (1)  
(Porcentajes)



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



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



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

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

Las proyecciones y expectativas de inflación, como se mencionó, sugieren que el ritmo inflacionario permanecería en el valor central de la meta determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) en el horizonte de política monetaria relevante, lo que ha sustentado las decisiones recientes sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. No obstante, debe considerarse también la incertidumbre inherente a todo proceso de pronóstico, además de algunos riesgos para la trayectoria de la inflación que podrían incidir en las proyecciones y expectativas de la misma y que, en consecuencia, podrían tener implicaciones para las decisiones de política monetaria, en congruencia con el compromiso por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central con su mandato fundamental de mantener la estabilidad en el nivel general de precios.

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

Por una parte, dentro de los riesgos al alza destacan: (i) Las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial aunque se han moderado, continúan siendo favorables, lo que impactaría positivamente en la demanda externa al favorecer la evolución de las exportaciones del país; (ii) los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación en Guatemala muestran una alta relación a choques externos (consideraciones de orden político y geopolítico, condiciones climáticas, etc.), en especial, el precio internacional del petróleo, que está sujeto a considerables riesgos asociados a acontecimientos del entorno internacional que le generan una alta volatilidad en su



comportamiento, los cuales al materializarse tienen un impacto sobre los precios internos de los combustibles y otros bienes y servicios internos, por el incremento de los costos de producción intrínsecamente relacionados; y (iii) el comportamiento de la división de alimentos del IPC continúa estando expuesto a choques de oferta que podrían incrementar los precios de algunos productos agrícolas, lo cual, eventualmente, podría afectar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Por otra parte, los principales riesgos a la baja son: (i) la incertidumbre económica a nivel global se ha acrecentado, lo que está incidiendo en bajos niveles de confianza económica y empresarial, así como en una desaceleración del comercio mundial y de la producción manufacturera, factores que podrían moderar las presiones sobre los precios internacionales de las materias primas, incluyendo aquellas que inciden en la inflación en Guatemala, además de que afectaría el dinamismo de la demanda externa del país; (ii) la persistencia y creciente complejidad de los conflictos comerciales, principalmente entre los Estados Unidos de América y la República Popular China y el predominio de un mayor pesimismo en los mercados, podría resultar en una pérdida del dinamismo de la actividad económica mundial, lo que haría prever que el impulso externo en lo que resta del año sería menor al esperado; y (iii) factores extraeconómicos, en particular algunas resoluciones de la Corte de Constitucionalidad que han afectado a algunos sectores económicos en particular, los elevados niveles de conflictividad interna y las demandas en contra del Estado de Guatemala por la vía de arbitrajes internacionales, siguen siendo una fuente importante de incertidumbre que podrían afectar las decisiones de inversión y de consumo de los agentes económicos y, consecuentemente, las perspectivas de crecimiento económico, lo que influiría adversamente en el dinamismo de la demanda agregada y moderaría la fase de recuperación del ciclo económico.

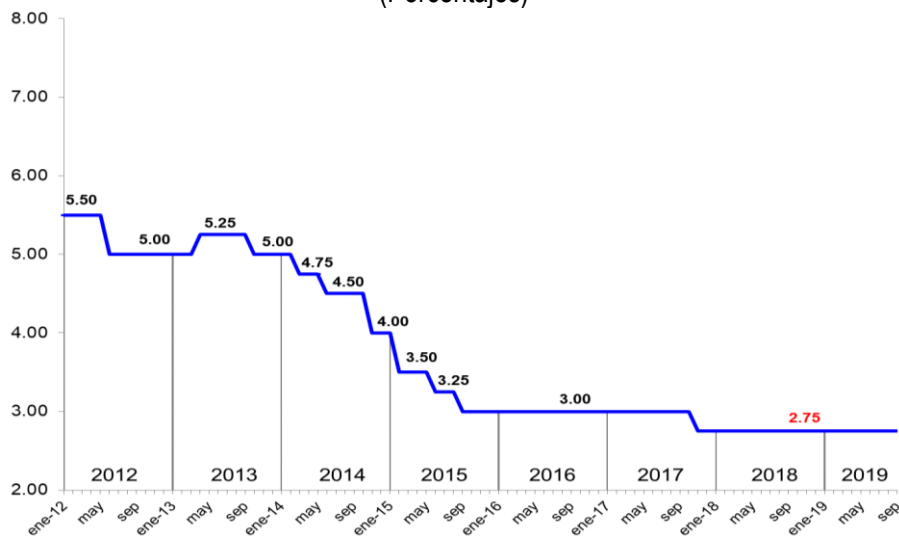
En ese contexto, la Junta Monetaria, conforme el calendario previsto para 2019, se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto y septiembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener la referida tasa en 2.75%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura tanto externa como interna, expresado en el balance de riesgos de inflación. En el ámbito externo, consideró que las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial continúan siendo favorables tanto para 2019 como para 2020, aunque privan los riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que el precio internacional del petróleo muestra un aumento respecto del observado a finales de 2018 y que las proyecciones del precio medio muestran una tendencia ligeramente creciente para el presente año y para el próximo. En el ámbito interno, destacó que algunos indicadores de corto plazo de la actividad económica (el Índice Mensual de la Actividad Económica, las remesas familiares y la ejecución del gasto público, entre otros) muestran un comportamiento congruente con el crecimiento económico anual previsto para el presente año (entre 3.0% y 3.8%). Además, reiteró que los pronósticos de inflación para 2019 y 2020 se ubican dentro del margen de tolerancia de la meta establecida por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) y las expectativas para ambos años permanecen ancladas.



**Gráfica 28**

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



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

Congruente con la forma de operar de la mayoría de bancos centrales con esquemas de metas explícitas de inflación, el Banco de Guatemala modifica la postura de política monetaria, ajustando su principal instrumento que es, como se indicó, la tasa de interés líder de política monetaria (TILPM), considerando la evolución futura de la actividad económica y de la inflación. De ahí la importancia de contar con indicadores que señalen la postura de política monetaria del Banco Central.

Cabe agregar que una mezcla apropiada de políticas monetaria y fiscal, ha requerido de condiciones monetarias acomodaticias, ello en la medida en que los efectos de la política fiscal se mantuvieron contractivos durante los últimos años; no obstante, tal postura de política monetaria se podría mantener siempre y cuando no haya presiones sobre la inflación que amenacen el cumplimiento de la meta establecida por la autoridad monetaria.

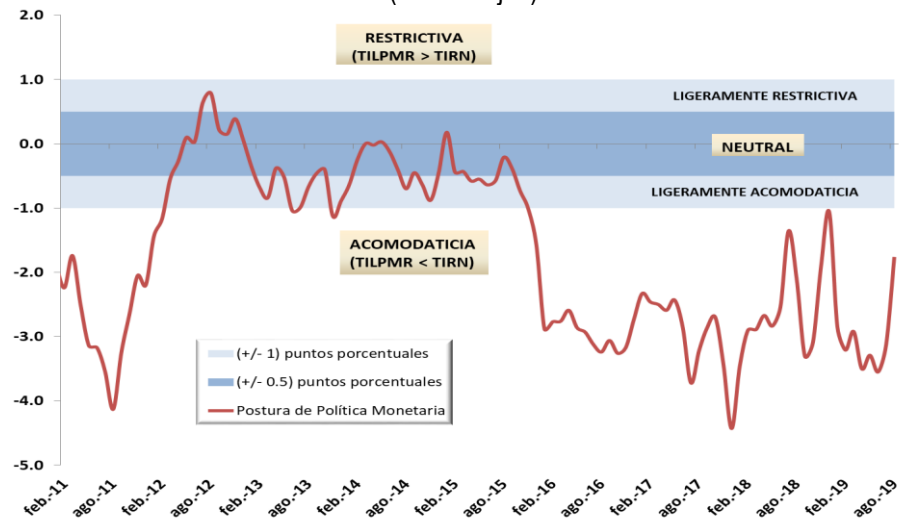
#### a) Tasa de interés real neutral

La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias o deflacionarias<sup>20</sup>. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria, definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPMR) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria, es decir, si la TILPMR es mayor a la TIRN, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPMR es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a agosto de 2019, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.

<sup>20</sup> De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del FMI, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

**Gráfica 29**

**Postura de la Política Monetaria (1)  
(Porcentajes)**



(1) Con información a agosto de 2019.

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

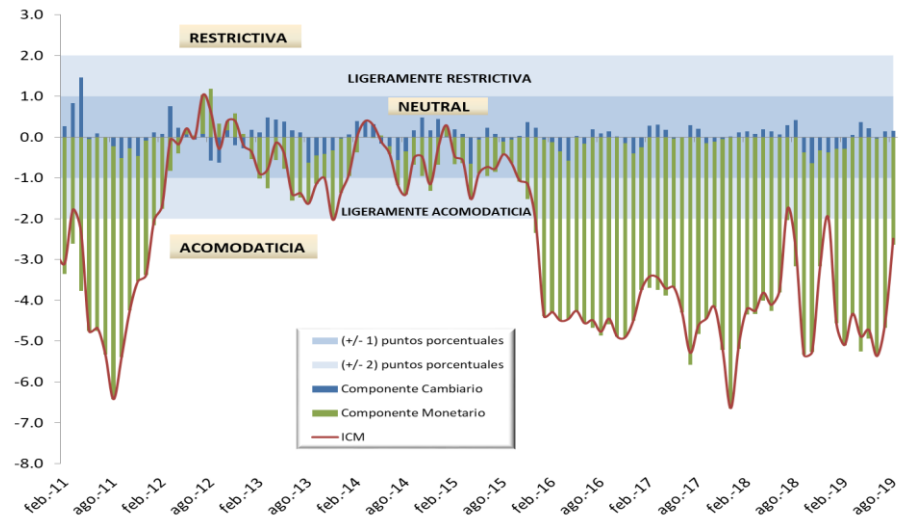
Fuente: Banco de Guatemala.

**b) Índice de condiciones monetarias**

El Índice de Condiciones Monetarias (ICM) es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio nominal y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo movimiento es el resultado, tanto de las decisiones de política monetaria, como de la interacción entre los mercados de bienes y de dinero. En ese sentido, el ICM mide las condiciones monetarias y cambiarias que pueden explicarse por los cambios en los fundamentos de la economía o choques externos, y no exclusivamente a decisiones del Banco Central. Cuando el ICM es positivo, sugeriría condiciones monetarias restrictivas, mientras que un ICM negativo, sería indicativo de que las condiciones monetarias son acomodaticias. En este contexto, con información a agosto 2019, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

**Gráfica 30**

**Índice de Condiciones Monetarias (1)**



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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

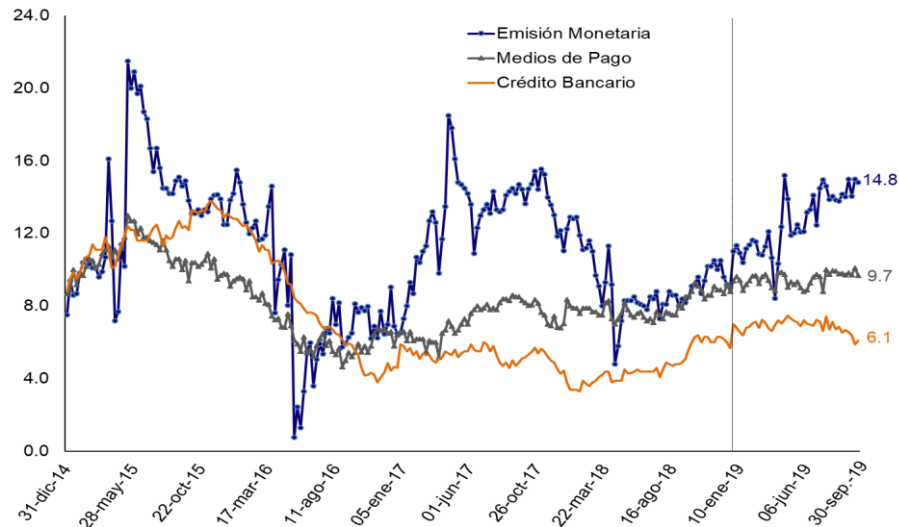
#### 4. Otras variables informativas de política

##### a) Agregados monetarios y de crédito

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

**Gráfica 31**

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



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

### i) Emisión monetaria

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

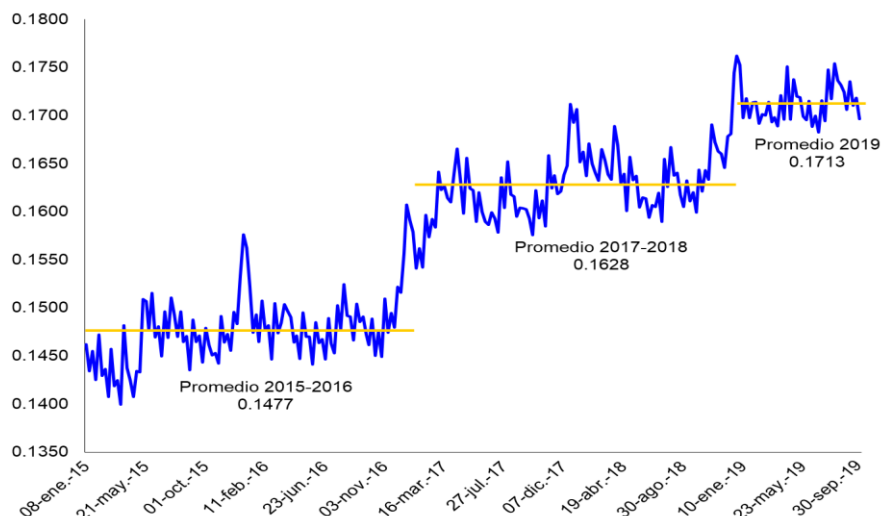
Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria ha estado relacionado a un incremento en la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de liquidez<sup>21</sup>. El aumento en el referido coeficiente, se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos, derivado, en buena medida, por el ingreso de divisas por remesas familiares en los últimos años. En efecto, el coeficiente de preferencia de liquidez, en promedio, durante 2017-2018 se ubicó en 0.1628, superior al valor promedio observado en los años previos (0.1477), en tanto que al 30 de septiembre dicho indicador, en promedio, se ubica en 0.1713.

<sup>21</sup> El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Éste es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público y mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos por el aumento de remesas familiares, entre otros.



**Gráfica 32**

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



(1) Numerario en circulación/captaciones totales.

(2) Al 30 de septiembre de 2019.

Fuente: Banco de Guatemala.

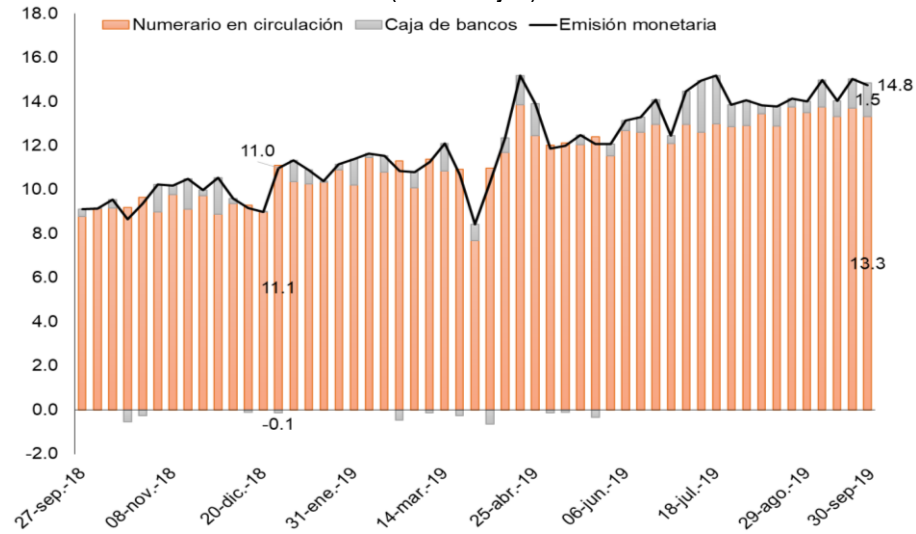
Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 30 de septiembre, el numerario en circulación registró un crecimiento interanual de 15.4%, incidiendo en 13.3 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria a esa fecha (11.1 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2018); mientras que la caja de bancos registró una variación interanual de 10.8% con una incidencia que pasó de -0.1 puntos porcentuales a finales del año anterior a 1.5 puntos porcentuales al 30 de septiembre del presente año (gráfica 33).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario<sup>22</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 y los depósitos del Gobierno en el Banco Central.

<sup>22</sup> Al 30 de septiembre las compras netas en el Sistema Electrónico de Negociaciones de Divisas (SINEDI) ascendieron a US\$932.4 millones equivalente a Q7,160.6 millones.

**Gráfica 33**

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



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

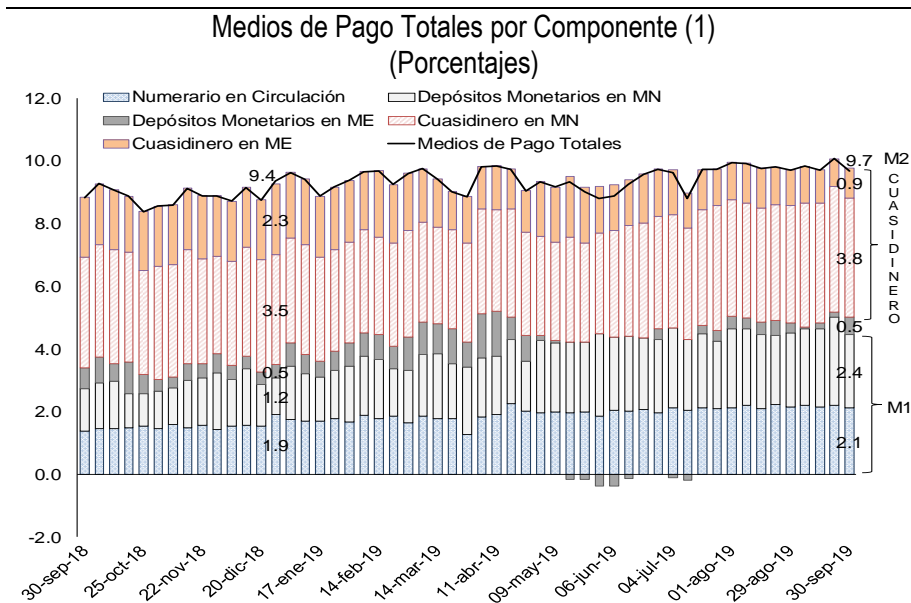
**ii) Medios de pago**

Los medios de pago (M2), al 30 de septiembre de 2019, registraron un crecimiento interanual de 9.7% (9.4% en diciembre de 2018). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año, se explica, principalmente, por el desempeño mostrado por el numerario en circulación y las captaciones en moneda nacional.

Al analizar por moneda el crecimiento de los medios de pago, éste se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan el 82.0% de dicho agregado y, en lo que va de 2019, éstos muestran un crecimiento interanual de 10.1%. Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera al 30 de septiembre registraron una variación interanual de 7.6% (16.6% en diciembre de 2018).



Gráfica 34



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

Con relación a los componentes de los medios de pago se observa que, en términos agregados, el medio circulante (M1)<sup>23</sup> ha reflejado un crecimiento constante (12.8% al 30 de septiembre), asociado al desempeño favorable tanto del numerario en circulación como de los depósitos monetarios en moneda nacional; éstos últimos, al pasar de una incidencia de 1.2 puntos porcentuales al finalizar 2018, a una incidencia de 2.4 puntos porcentuales al 30 de septiembre de 2019, en tanto que, el numerario en circulación, presentó al 30 de septiembre, una incidencia de 2.1 puntos porcentuales, superior a la registrada al 31 de diciembre de 2018 (1.9 puntos porcentuales). Por su parte, el cuasidinero<sup>24</sup>, en moneda nacional y extranjera, han mostrado tasas de variación interanual de 8.2% y 8.3%, respectivamente.

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido elevados, al ubicarse, en promedio, del 31 de diciembre de 2018 al 30 de septiembre de 2019 en Q4,564.6 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.

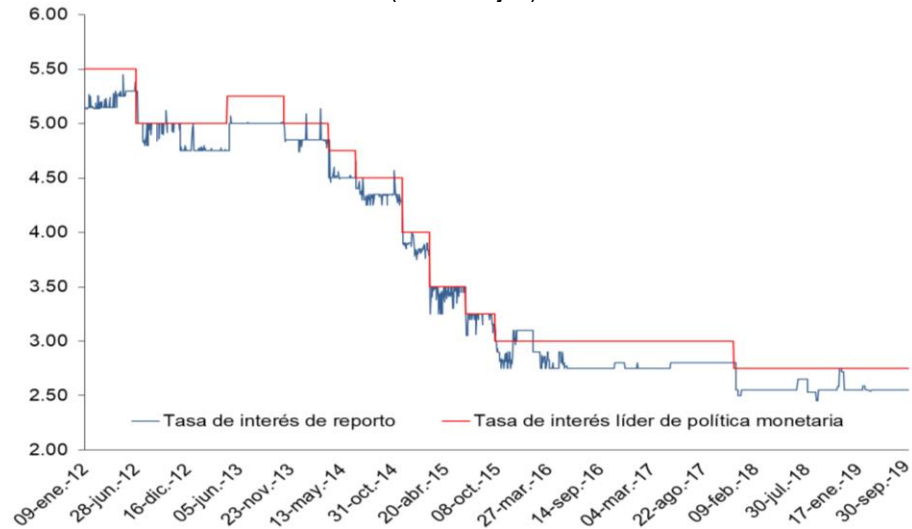
<sup>23</sup> Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

<sup>24</sup> Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.



**Gráfica 35**

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



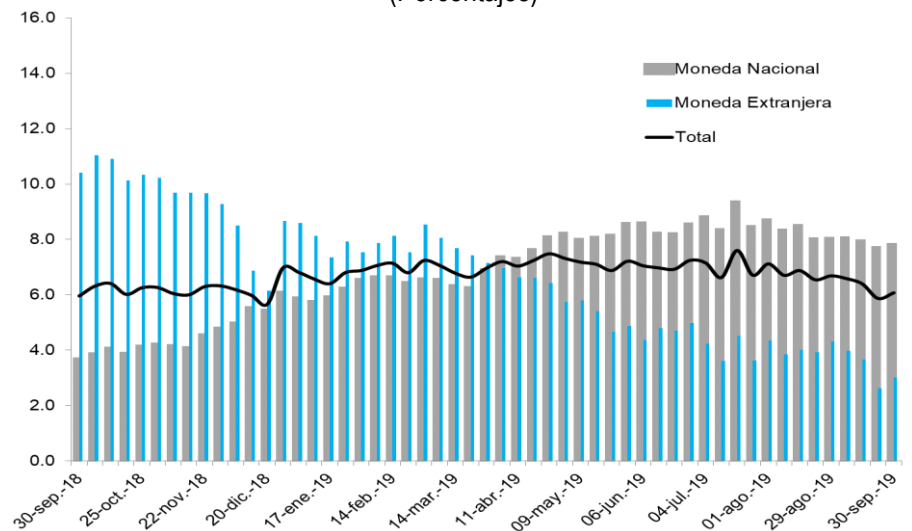
(1) Con información al 30 de septiembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**iii) Crédito bancario al sector privado**

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 30 de septiembre registró un crecimiento interanual de 6.1%, impulsado por el crecimiento del crédito en moneda nacional (7.8%) y, en menor medida, del crédito, en moneda extranjera (3.0%).

**Gráfica 36**

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



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



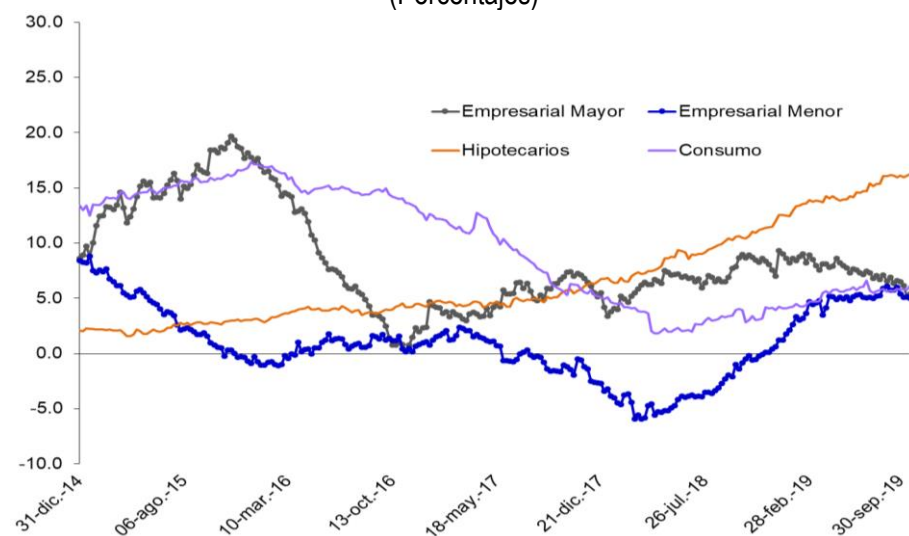
El crédito al sector privado en moneda nacional evidencia un mejor desempeño respecto del año previo (7.5% en promedio en lo que va del presente año), explicado, principalmente, por la recuperación del crédito destinado al consumo y el dinamismo del crédito otorgado al sector empresarial mayor y el crédito hipotecario, que en conjunto representan 75.9% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 30 de septiembre, se registraron variaciones positivas en el crédito al consumo por 6.3%, al sector empresarial mayor por 10.5% (asociado entre otros factores, al desempeño del crédito otorgado a actividades de comercio, industrias manufactureras y electricidad, gas y agua, las cuales, a agosto, mostraron crecimientos de 11.6%, 15.6% y 38.2%, respectivamente), y el crédito hipotecario por 13.6%.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera, al 30 de septiembre, creció a un ritmo de 3.0%, asociado, principalmente, al comportamiento de los préstamos destinados al sector empresarial mayor (que representan alrededor de 88.0% del financiamiento concedido en dicha moneda).

Al analizar el crédito al sector privado total por tipo de deudor, destaca en lo que va del año, la recuperación del crédito al consumo, una tendencia al alza en el crédito hipotecario y el comportamiento moderado del crédito al sector empresarial (mayor y menor).

**Gráfica 37**

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

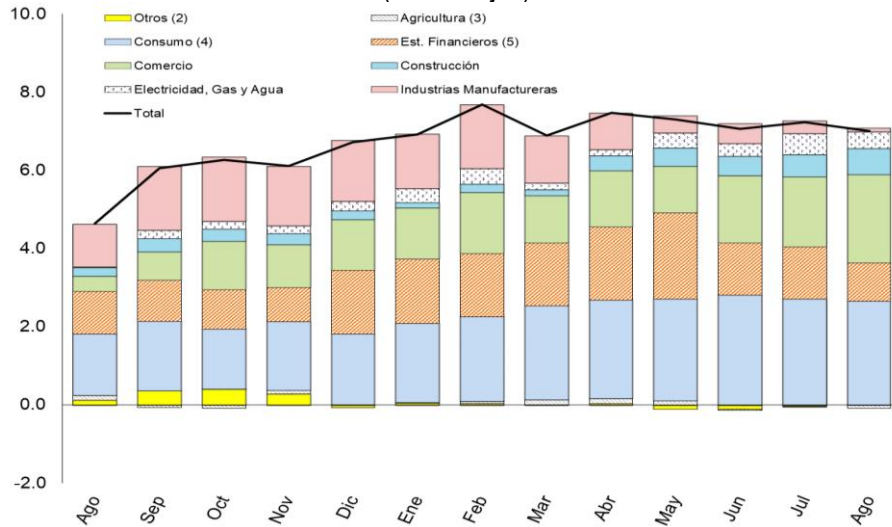


(1) Con información al 30 de septiembre de 2019.  
Fuente: Superintendencia de Bancos.

La cartera crediticia total por actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia: consumo (con una variación interanual de 7.0%), comercio (16.2%), establecimientos financieros (8.8%) y construcción (10.3%).

**Gráfica 38**

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



- (1) Con información a agosto de 2019.  
 (2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.  
 (3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.  
 (4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.  
 (5) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.  
 Fuente: Banco de Guatemala.

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

**b) Tasas de interés**

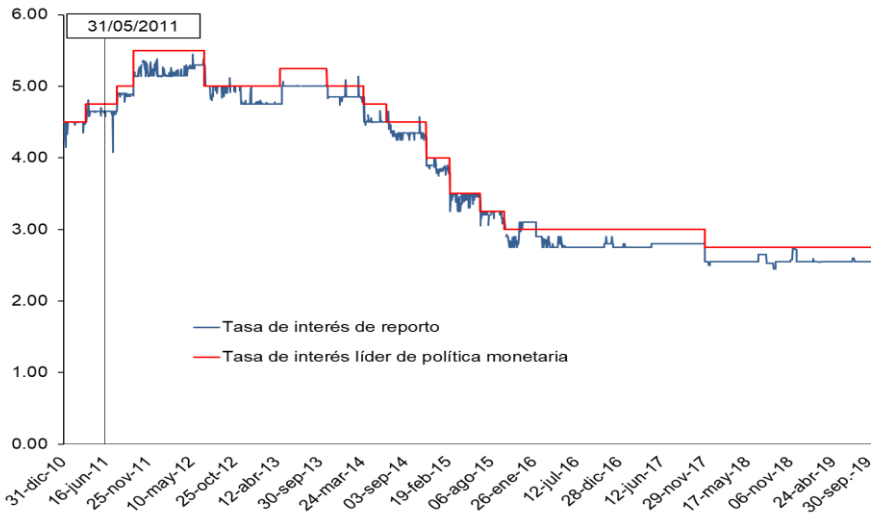
**i) De corto plazo**

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



Gráfica 39

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



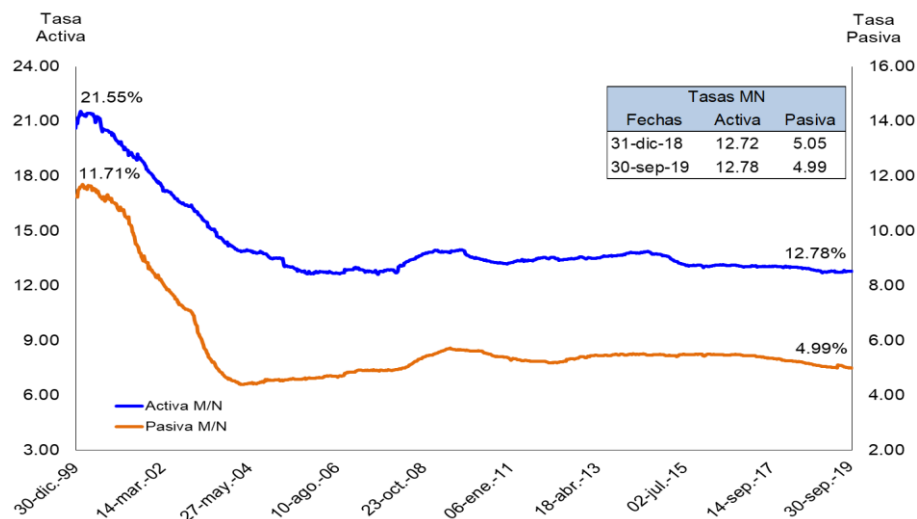
(1) Con información al 30 de septiembre de 2019.  
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

La tasa de interés representativa de largo plazo para las operaciones activas del sistema bancario es la tasa de interés activa promedio ponderado en moneda nacional, la cual se ha mantenido sin cambios relevantes en los últimos años, ubicándose, en alrededor de 13%, significativamente inferior a los niveles registrados a inicios de la década anterior.

Gráfica 40

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



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

La referida tasa de interés aumentó seis puntos básicos, al pasar de 12.72% en diciembre de 2018 a 12.78% al 30 de septiembre de 2019 (gráfica 40). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, ésta se situó en 4.99% (gráfica 40), menor en seis puntos básicos al valor observado a diciembre de 2018 (5.05%).

**c) Tipo de cambio**

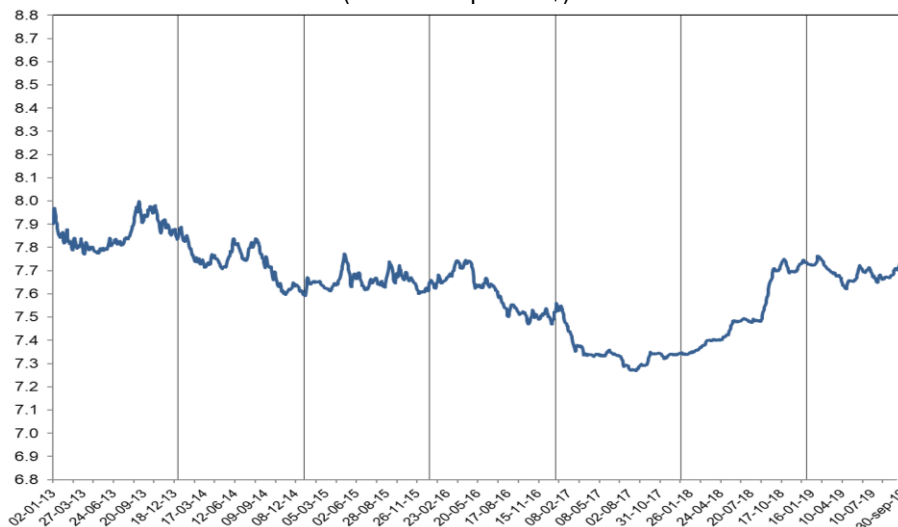
**i) Tipo de cambio nominal**

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

El tipo de cambio nominal registró, al 30 de septiembre de 2019, una depreciación interanual de 0.43% (apreciación acumulada de 0.02%), comportamiento asociado a sus fundamentos, que hasta agosto de 2017 habían propiciado una tendencia hacia la apreciación.

**Gráfica 41**

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



(1) Información al 30 de septiembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

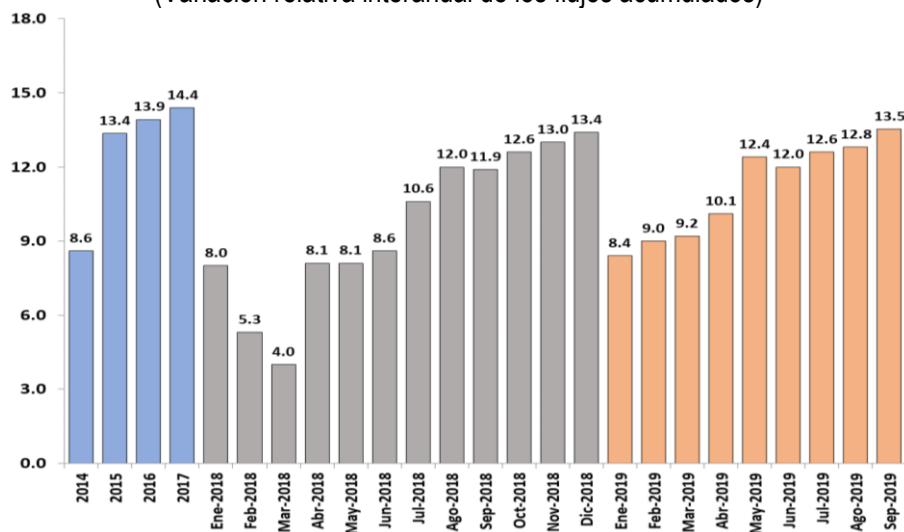
En términos generales, la modificación observada en el comportamiento del tipo de cambio del quetzal frente al dólar estadounidense se explica por sus factores fundamentales. En particular, se pueden mencionar tres factores que han influido en el mercado cambiario. El primero, se asocia al importante flujo de divisas por remesas familiares que se ha



registrado en los últimos años, sin embargo, dicho flujo muestra una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento durante el presente año.

**Gráfica 42**

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

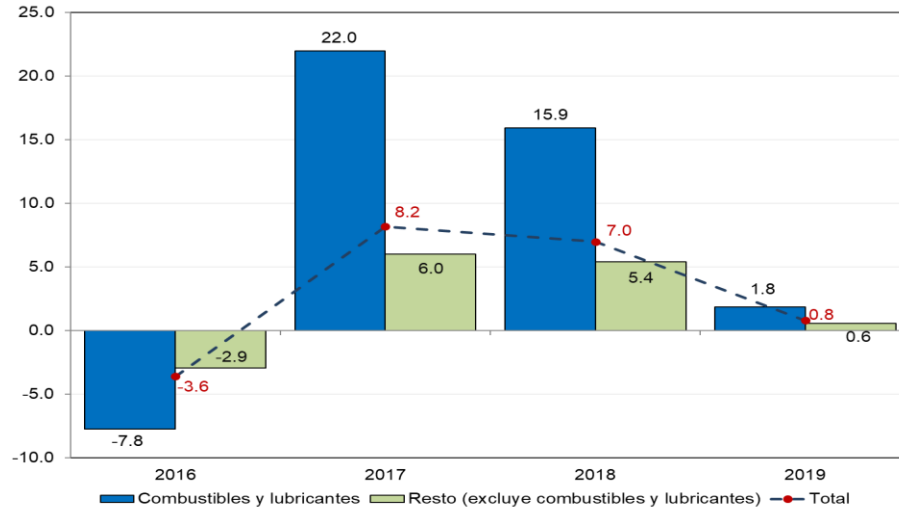


Fuente: Banco de Guatemala.

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

**Gráfica 43**

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



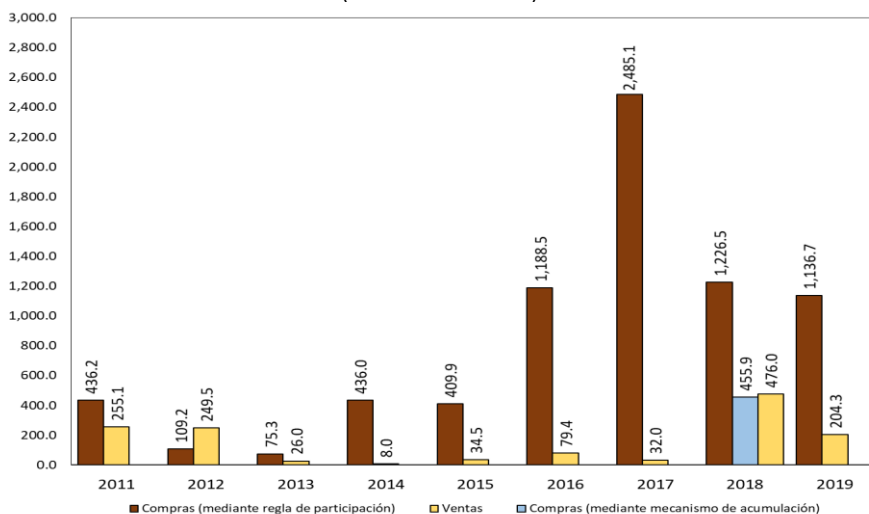
(1) Con información a diciembre de cada año. 2019 a agosto.  
Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria (SAT).

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

El Banco de Guatemala, conforme a la política cambiaria vigente, ha utilizado la regla de participación en el mercado institucional de divisas, que es transparente, simétrica y ampliamente conocida por todos los participantes en dicho mercado, con el objetivo primordial de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. En efecto, al 30 de septiembre de 2019, el Banco de Guatemala ha comprado US\$1,136.7 millones y efectuado ventas por US\$204.3 millones. En ese sentido, la participación neta (compras menos ventas) del Banco Central en lo que va del presente año se sitúa en US\$932.4 millones, equivalente a 2.53% del total negociado en el MID. Cabe indicar que en 2018 se efectuaron compras netas por US\$1,206.4 millones, equivalente a 2.53% del total negociado.

**Gráfica 44**

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



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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

## ii) Tipo de cambio real de equilibrio

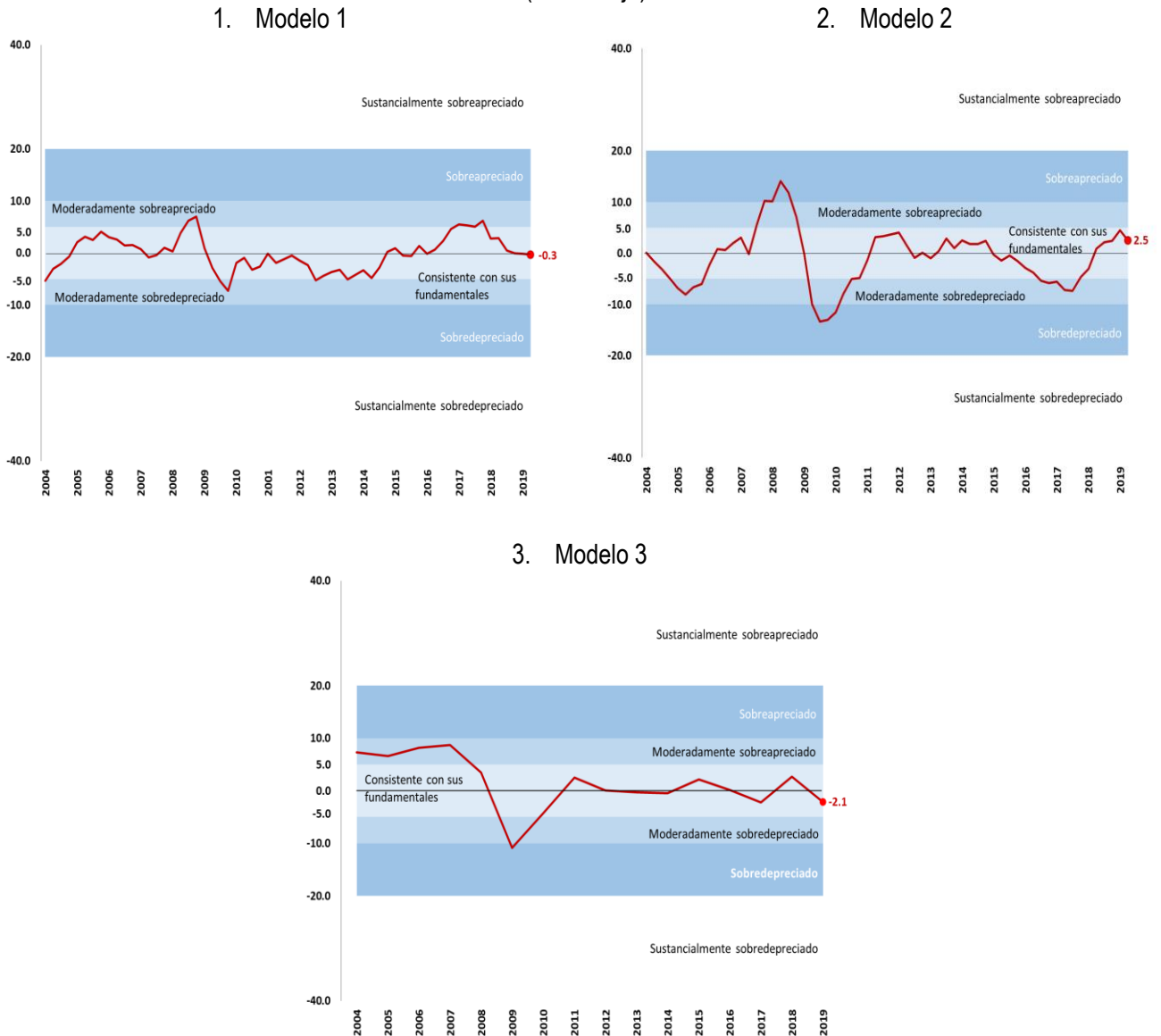
La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desviaciones significativas. Al respecto, con base a las metodologías sugeridas por el FMI, se establecieron tres umbrales estandarizados para la interpretación de los resultados de dichas desviaciones: el primero de +/- 5 puntos porcentuales, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales y el tercero de +/- 20 puntos porcentuales, entendiéndose que un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un tipo de cambio real consistente con sus factores fundamentales; entre el primero y el segundo umbral, moderadamente sobreapreciado (+) o moderadamente sobredepreciado (-); entre el segundo y el tercer umbral, sobreapreciado (+) o sobredepreciado (-); y por arriba del tercer umbral, sustancialmente sobreapreciado (+) o sustancialmente sobredepreciado (-). En este sentido, al segundo trimestre de 2019, las diferencias entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE de los tres modelos<sup>25</sup> revelan que el ITCER se encuentra, en los tres casos, dentro del primer umbral; los modelos 1, 2 y 3 señalan una ligera desalineación de -0.3%, 2.5% y -2.1%, respectivamente, por lo que se concluye que con el nivel actual se encuentra cercano al equilibrio.

<sup>25</sup> A partir de 2019 se implementaron mejoras en los modelos de estimación del TCRE para asegurar su consistencia metodológica. Específicamente, el modelo 1 corresponde al enfoque de consistencia con los factores fundamentales del TCRE, análogo a la metodología de la Evaluación del Balance Externo (EBA, por sus siglas en inglés) del FMI; el modelo 2 se basa en un Balance Macroeconómico, que tiene como punto de partida el cálculo de la cuenta corriente tendencial desde la perspectiva de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional; y el modelo 3, hace referencia a la Sostenibilidad Externa (con la corrección de choques transitorios en la cuenta corriente). Para mayor referencia consultar la "Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2018 y Perspectivas Económicas para 2019".



**Gráfica 45**

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



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

**d) Operaciones de estabilización monetaria**

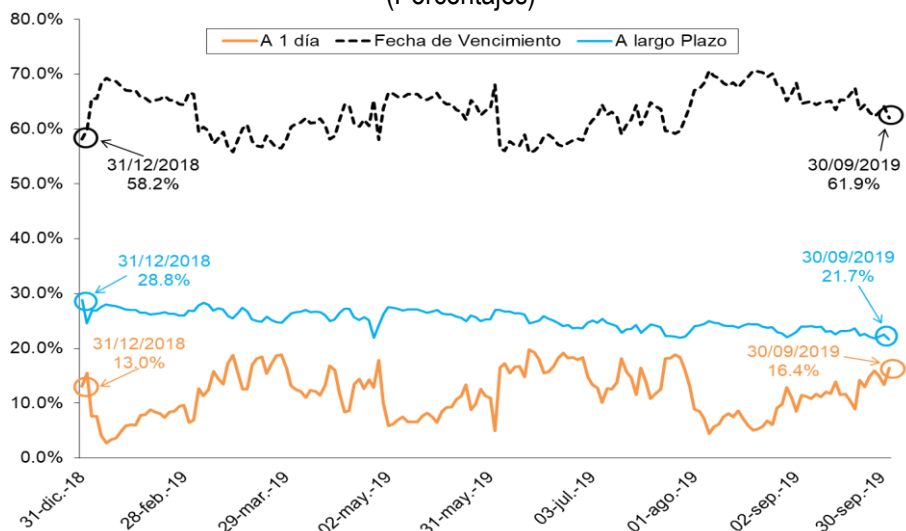
En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las Operaciones de Estabilización Monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. En el periodo bajo análisis se observaron excedentes de liquidez, asociados, principalmente, al aumento de las reservas monetarias y a la reducción en la posición de encaje del sistema bancario; al 30 de septiembre, las referidas operaciones crecieron Q11,048.3 millones. Cabe indicar que al finalizar 2018, el 13.0% de las OEM estaba colocado a un día plazo, en tanto que al 30 de septiembre de 2019 la referida proporción aumentó a 16.4%. Por su parte, la proporción de OEM colocada con fechas de vencimiento, pasó de 58.2% en diciembre de



2018 a 61.9% a septiembre de 2019, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 7.1 puntos porcentuales (de 28.8% en 2018 a 21.7% en 2019). El costo de política derivado de las respectivas operaciones equivale a 0.2% del PIB.

**Gráfica 46**

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

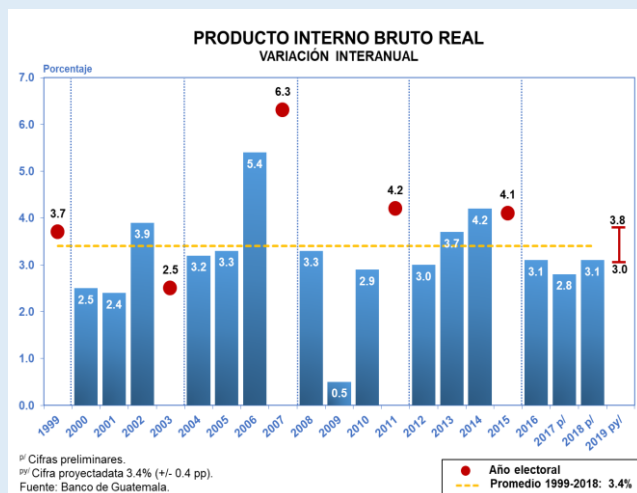


(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de septiembre de 2019.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## RECUADRO 6 PROCESO ELECTORAL 2019

En 2019 se desarrolló un proceso electoral en Guatemala, el cual, aunque difirió de los anteriores en varios aspectos, no afectó el desempeño económico del país. De hecho, la economía nacional continúa mostrando un comportamiento favorable, derivado, entre otros aspectos, de la disciplina de las políticas monetaria y fiscal, la cual ha sido reconocida en múltiples ocasiones por organismos financieros internacionales y por las principales empresas calificadoras de riesgo soberano a nivel mundial.

comprometido a impulsar una transición integral, oportuna y ordenada, con el objetivo de promover la continuidad de las políticas públicas, mediante el traslado de información necesaria y oportuna a las nuevas autoridades de gobierno, incluyendo un informe sobre los avances en temas legales, financieros y administrativos, entre ellos, los asociados al proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para 2020.



En efecto, el proceso electoral de 2019 fue diferente en muchos aspectos, dentro de ellos destaca que la convocatoria a elecciones fue en enero del presente año, por lo que el proceso de inscripción de candidatos a ocupar cargos de elección popular se realizó durante el primer trimestre del año y, posteriormente, entre finales de marzo y los primeros días de junio, se desarrolló la campaña, tomando en cuenta que el 16 de junio se celebró la primera vuelta electoral, en tanto que la segunda vuelta para definir los cargos de Presidente y Vicepresidente de la República, se realizó el 11 de agosto. Luego de conocerse los resultados de la segunda vuelta electoral, en la que participaron los partidos políticos Unidad Nacional de la Esperanza (UNE) y Vamos por una Guatemala Diferente (VAMOS), con los binomios de Sandra Torres y Carlos Raúl Morales, y de Alejandro Giammattei y Guillermo Castillo, respectivamente, y donde resultara electo como Presidente el doctor Alejandro Giammattei, inició el proceso de transición de gobierno, el cual es de un periodo más prolongado, ya que durará aproximadamente seis meses, a diferencia de los procesos anteriores en donde duraba aproximadamente dos meses. El Presidente de la República de Guatemala, señor Jimmy Morales, mediante la Secretaría de Planificación y Programación de la Presidencia (SEGEPLAN), ha indicado que la administración de su gobierno se ha

En términos macroeconómicos, los análisis efectuados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala revelan que, en varios países de Latinoamérica, los procesos electorales han tenido efectos importantes y, en muchas ocasiones, han sido negativos para las principales variables económicas. En efecto, en varios de estos países, se han observado depreciaciones abruptas del tipo de cambio nominal, alzas significativas en las tasas de interés, salidas de capital, corridas de depósitos bancarios, entre otros. No obstante, a pesar de la incertidumbre política que generan los procesos electorales, Guatemala mostró nuevamente su resiliencia macroeconómica, dado que al examinar el comportamiento de los principales precios macroeconómicos (la inflación, el tipo de cambio nominal y las tasas de interés), se observa que los mismos han permanecido estables y con un desempeño adecuado.

En resumen, aunque los procesos electorales pueden tener cierta incidencia en las decisiones de ahorro, consumo, producción y empleo, en Guatemala éste no modificó de manera significativa la trayectoria de las principales variables macroeconómicas del país. En adición a las consideraciones económicas, el evento electoral, aun considerando que tuvo diferencias con respecto a eventos electorales del pasado, fue un proceso ordenado, en el que se alcanzó una alta participación ciudadana y se desarrolló de forma transparente y pacífica.



## IV. SÍNTESIS

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

La política monetaria ha continuado con una postura acomodaticia; es decir, favoreciendo, junto con la postura de la política fiscal, el crecimiento económico, en tanto los pronósticos y las expectativas de inflación lo han permitido. En el horizonte cercano de pronóstico no se esperan riesgos importantes a la baja que puedan afectar las principales variables macroeconómicas.

La autoridad monetaria reafirma su compromiso de continuar dando seguimiento cercano a la evolución de los principales indicadores económicos, tanto externos como internos, que puedan afectar el nivel general de precios y, por ende, las expectativas de inflación.

## **ANEXOS**



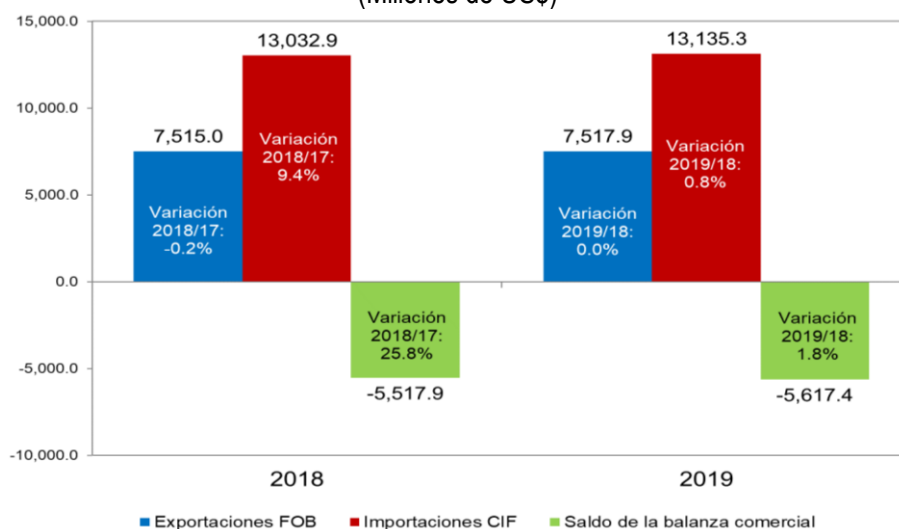
## ANEXO I SECTOR EXTERNO

El comercio exterior de Guatemala, con base en la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró una variación de 0.0% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a agosto de 2019, respecto de similar periodo de 2018, explicado por el aumento en el precio medio (6.1%), compensado, por la caída en el volumen exportado (5.7%). En ese periodo, el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 0.8%, reflejo del incremento del volumen importado (10.7%) el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución en el precio medio de importación (8.9%).

El saldo deficitario de la balanza comercial ascendió a US\$5,617.4 millones, superior en US\$99.5 millones al observado en el mismo periodo del año previo (US\$5,517.9 millones).

**Gráfica AI.1**

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



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

Los importantes flujos de remesas familiares que ha recibido el país<sup>26</sup>, generaron un cambio en el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos a partir de 2016, dado que éste pasó de un déficit, en promedio, de alrededor de 2.0% del PIB a superávits de 1.5% en 2016, de 1.6% en 2017 y de 0.8% en 2018. En 2016 debido, en buena parte, a que la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones; en 2017 el repunte de los precios de las importaciones fue levemente superior al de las exportaciones y en 2018 el repunte del precio de las exportaciones fue similar al de las importaciones.

<sup>26</sup> Crecimientos superiores a 13.0% entre 2015 y 2018.

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

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$127.9 millones (51.2%), explicado por el alza, tanto en el precio medio por quintal (40.6%), al pasar de US\$517.31 en agosto de 2018 a US\$727.18 en similar mes de 2019, como por el aumento en el volumen exportado (7.5%). De acuerdo con el Comité de Cardamomo de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (AGEXPORT), en el comportamiento del precio internacional continúa influyendo la disminución del volumen de producción de India por condiciones climáticas adversas en algunas de las principales zonas productoras.

El valor de las exportaciones de hierro y acero aumentó US\$26.9 millones (12.1%), explicado por el incremento del precio medio (28.3%); el cual fue compensado, parcialmente, por una disminución del volumen (12.6%). Este comportamiento obedece, principalmente, a la moderada recuperación de los precios internacionales de algunos de estos metales y a un cambio en la composición del volumen exportado, privilegiando las exportaciones de ferróníquel cuyo precio medio es mayor que el del resto de exportaciones en este rubro.

El aumento en el valor de las exportaciones de banano de US\$24.6 millones (4.6%), se asocia al incremento en el volumen exportado (4.5%) y al moderado aumento en el precio medio por quintal (0.2%), que pasó de US\$15.31 en agosto de 2018 a US\$15.34 en agosto de 2019. El incremento en el volumen exportado fue factible; por una parte, al aumento de las áreas de cultivo en el país y, por la otra, a la restricción de la oferta mundial de la fruta a condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores (especialmente en Ecuador, Costa Rica y Colombia).

Por su parte, el valor de las exportaciones de energía eléctrica se incrementó US\$20.5 millones (19.4%), explicado, principalmente, por las inversiones en la red de transmisión de electricidad del país en años anteriores, situación que ha permitido satisfacer el aumento de la demanda proveniente, principalmente, de El Salvador y de Costa Rica (incrementos de US\$13.6 millones y US\$3.1 millones, respectivamente).

El valor de las ventas al exterior de grasas y aceites comestibles disminuyó US\$43.4 millones (12.4%), explicado por la caída del precio medio (20.6%), el cual fue compensado, parcialmente, por el aumento del volumen exportado (10.3%). Según la Bolsa de Valores de Malasia y *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del aceite de palma se asocia, fundamentalmente, a la moderación en la demanda mundial, al aumento significativo en las reservas mundiales del mismo y al aumento en la producción en Malasia e Indonesia. El aceite de palma tuvo la mayor participación (71.7%) en este rubro. El 72.0% de las exportaciones fueron destinadas a México, España, Países Bajos y El Salvador.

La disminución en el valor de las exportaciones de café de US\$23.0 millones (3.8%), se asocia a la caída del precio medio (7.5%), al pasar de US\$152.01 a US\$140.65 por quintal entre agosto de 2018 y similar mes del presente año; dicha disminución fue compensada, parcialmente, por el moderado aumento en el volumen exportado (3.9%). De acuerdo con *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del café se explica, principalmente, por el incremento en la oferta mundial, debido a condiciones climáticas favorables en Brasil y Vietnam.

Las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas, registraron una disminución de US\$21.3 millones (9.3%), como consecuencia de la caída en el volumen exportado (19.9%), contrarrestado, parcialmente, por un aumento del

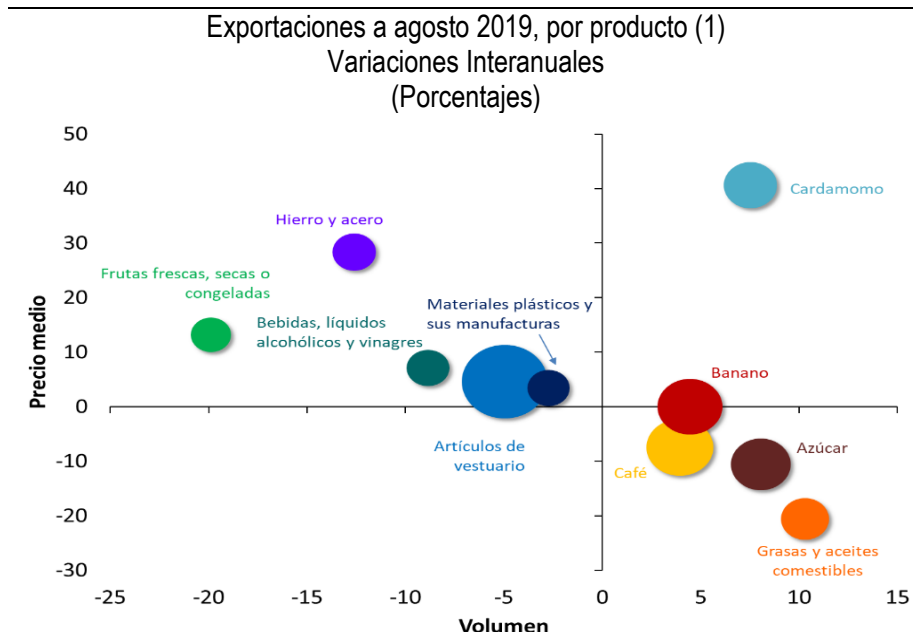


precio medio (13.2%). En el comportamiento del volumen exportado, destacan las menores ventas de melón y sandía, asociadas a una menor demanda, especialmente, de los Estados Unidos de América.

El valor exportado de azúcar disminuyó US\$16.6 millones (3.4%), derivado de la caída del precio medio (10.6%), que pasó de US\$17.52 en agosto de 2018 a US\$15.67 por quintal en agosto de 2019. Según *Bloomberg*, la disminución en el precio internacional del azúcar se debe al aumento en la producción por condiciones climáticas favorables en Brasil y por el apoyo gubernamental (subsidios) en India, lo que ha incrementado el nivel de inventarios a nivel mundial; por su parte, el volumen registró en este periodo un aumento (8.0%), reflejo de condiciones climáticas más favorables en la zafra 2019/2018.

Por otra parte, tomando en consideración que el desempeño de las exportaciones totales en los primeros ocho meses del año no ha registrado crecimiento, es importante analizar las circunstancias en las que dicha tendencia se ha ido revirtiendo, incluso para finalizar el presente año con un crecimiento positivo. En primer lugar, a lo largo del presente año la variación interanual de las exportaciones ha ido mejorando su desempeño gradualmente (al pasar de una reducción interanual acumulada de 2.7% en enero a una variación de 0.0% en agosto); en segundo lugar, los productos que están registrando disminuciones significativas en el volumen exportado están focalizados, principalmente las frutas frescas secas o congeladas; el hierro y el acero y las bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres (como se puede observar en la gráfica AI.2); en tercer lugar, una proporción importante de productos de exportación están registrando precios medios superiores a los observados el año anterior (como se puede observar en la gráfica AI.2); finalmente, las perspectivas de crecimiento económico para los principales socios comerciales del país se mantiene positivo para el presente año (alrededor de 1.8%). No obstante lo anterior, la incertidumbre del entorno económico internacional, las condiciones climáticas, la influencia de factores extraeconómicos tanto en el entorno externo como en el interno, entre otros, podrían tener un impacto en el desempeño de las exportaciones en lo que resta del presente año.

**Gráfica AI.2**

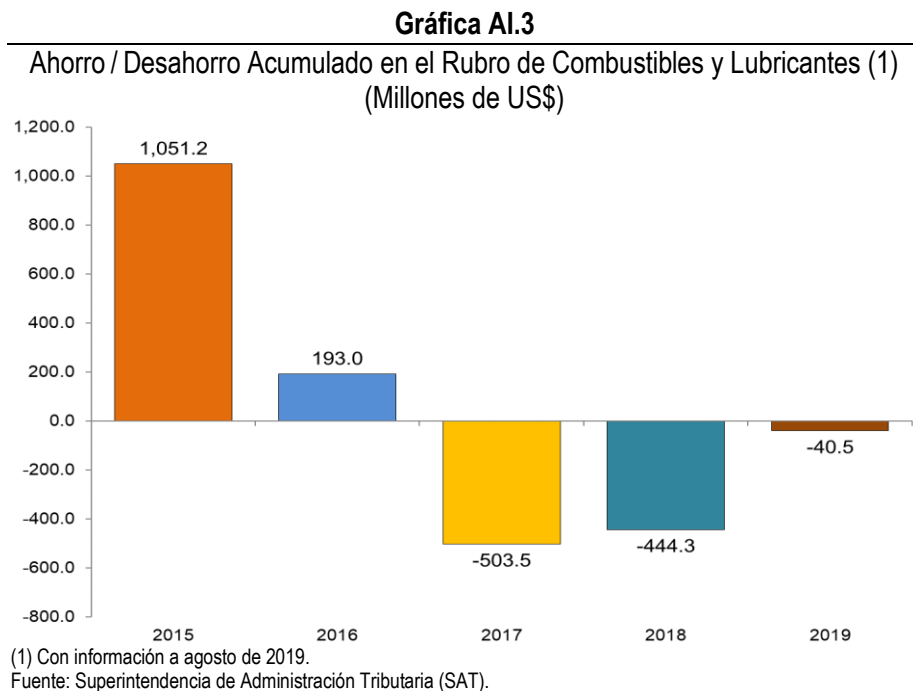


(1) El tamaño de cada círculo muestra el peso relativo de cada producto en el valor total de las exportaciones (FOB).  
Fuente: Banco de Guatemala.



Con relación a las importaciones, el aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de éstas (0.8%), estuvo determinado, como se indicó, por el alza del volumen (10.7%); por su parte, el precio medio registró una disminución (8.9%). En el comportamiento al alza destacan los rubros de materiales de construcción (9.7%); bienes de consumo (3.3%); bienes de capital (2.3%); combustibles y lubricantes (1.8%). Por su parte, las importaciones de materias primas y productos intermedios registraron una disminución de 2.7%.

El aumento del precio internacional del crudo desde finales de 2016 ha provocado que el ahorro en la factura petrolera (rubro de combustibles y lubricantes) que se acumuló entre 2015 y 2016, tienda a reducirse (desahorro de US\$503.5 millones en 2017 y de US\$444.3 en 2018). A agosto de 2019, la factura petrolera registró un aumento de US\$40.5 millones respecto del mismo periodo del año anterior, lo cual continúa reflejando la disolución del ahorro obtenido en dicha factura en años previos, aunque a un ritmo más moderado.



El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de septiembre, se situó en US\$7,747.6 millones, superior en US\$923.8 millones (13.5%), respecto al monto observado en igual periodo del año previo. Durante el presente año el flujo de remesas familiares ha continuado mostrando un crecimiento importante, derivado, principalmente, a que el desempleo hispano en los Estados Unidos de América se mantiene en niveles históricamente bajos y a los flujos extraordinarios de divisas que ha propiciado la actual política migratoria del gobierno estadounidense.

Al 30 de septiembre de 2019, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$14,516.0 millones, mayor en US\$1,760.4 millones al del 31 de diciembre de 2018, como resultado, principalmente, de las compras netas por activación de la regla cambiaria (US\$932.4 millones) y de la colocación de Bonos del Tesoro Nacional en el mercado internacional (US\$1,200.0 millones), lo cual fue contrarrestado, parcialmente, por los pagos netos por deuda externa del sector público, por la amortización neta de los depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América emitidos por el Banco de Guatemala y por la disminución en la posición de encaje en moneda extranjera del sistema financiero. El referido nivel de RIN equivale a 8.2 meses de importación de bienes, lo que refleja la sólida posición externa del país.



## ANEXO II FINANZAS PÚBLICAS<sup>27</sup>

El objetivo de la política fiscal para el presente año, según el presupuesto aprobado, era generar un estímulo fiscal mediante una expansión del gasto público que elevaría el déficit fiscal a 2.4% del PIB. En efecto, el gasto público en el primer cuatrimestre aumentó 20.7% (aumento de 15.8% según lo presupuestado para todo el año), comportamiento usual en un año electoral. No obstante, dicho dinamismo contrastaba con el desempeño de la recaudación tributaria, la cual aumentó durante el primer cuatrimestre 4.1% (8.8% previsto para el final de año). Con base al desempeño de las finanzas públicas durante el primer cuatrimestre, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) emitió el 30 de abril los “Lineamientos para la Eficiencia, Transparencia, Control y Priorización del Gasto Público para el Ejercicio Fiscal 2019”. Con la referida normativa, entre otros, se priorizaría las asignaciones presupuestarias en el pago de recurso humano, servicios básicos e insumos críticos. En el contexto descrito, el MFP prevé una moderación del gasto durante el segundo semestre, alcanzando al final de año un incremento de 7.3%, en tanto que los ingresos totales registrarían un alza de 4.5%, situando el déficit fiscal al final de año en 2.0% del PIB (1.8% en 2018), como resultado, principalmente, de la reducción esperada en la carga tributaria, la cual cerraría en 9.7% (10.0% en 2018).

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

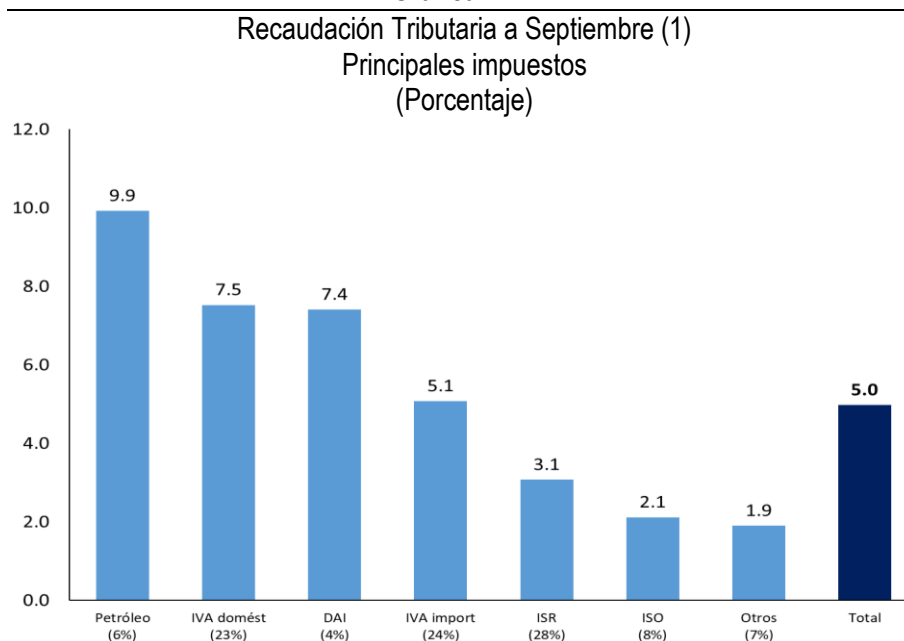
### 1. Ingresos

Al 30 de septiembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.1% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento de 5.0% que registraron los ingresos tributarios (94.2% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) aumentaron 7.8%, respecto de lo observado en el mismo periodo de 2018.

En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos aumentaron 2.9%, afectados por el bajo desempeño tanto del Impuesto Sobre la Renta (ISR) como del Impuesto de Solidaridad (ISO), los cuales aumentaron 3.1% y 2.1%, respectivamente. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 6.1%, destacando el desempeño de los derivados del petróleo, del Impuesto al Valor Agregado (IVA) doméstico y los derechos arancelarios los cuales crecieron 9.9%, 7.5% y 7.4%, respectivamente; mientras que, el IVA importaciones creció 5.1%. Cabe destacar que el efecto positivo en la recaudación de los impuestos indirectos está compensando, en buena medida, el bajo desempeño en la recaudación de los impuestos directos (ISR e ISO).

<sup>27</sup> Con base en información preliminar del Ministerio de Finanzas Públicas.

**Gráfica AII.1**



(1) Variación interanual acumulada.

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

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de septiembre de 2019, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q45,830.2 millones, equivalente al 96.2% de la meta para dicho periodo (Q47,629.4 millones), generando una brecha de recaudación negativa de Q1,799.2 millones (3.8%).

## 2. Gastos

Al 30 de septiembre de 2019, el gasto público total aumentó 13.2% respecto al registrado en similar periodo del año anterior, debido a una mayor ejecución presupuestaria desde inicios de año, comportamiento usual en un año electoral. En efecto, como se mencionó, el gasto público durante el primer cuatrimestre aumentó 20.7% (funcionamiento 15.9% y capital 47.8%), mientras que, en el periodo mayo-septiembre se moderó a 8.2% (funcionamiento 6.8% y capital 14.5%), resultado de las mencionadas medidas de contención del gasto, provocado, principalmente, por las previsiones poco optimistas sobre el desempeño de la recaudación tributaria.

En ese contexto, los gastos de funcionamiento aumentaron 10.5% y los de capital 25.7%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, el aumento fue resultado, principalmente, de los mayores gastos en transferencias corrientes al sector privado, remuneraciones e intereses de la deuda pública. Por su parte, el incremento en los gastos de capital fue resultado, entre otros, de mayores gastos en inversión directa y transferencias de capital, en especial, a las municipalidades del país y a los consejos de desarrollo urbano y rural.

Según la clasificación institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 66.7%, mayor a la registrada a septiembre de 2018 (66.3%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan: el Ministerio de Educación (70.9%) y las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (69.6%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen las Secretarías y Otras Dependencias del Ejecutivo (58.7%) y el Ministerio de Desarrollo Social (51.9%).



### 3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de septiembre, resultó en un déficit fiscal de Q7,933.7 millones (1.3% del PIB), mayor al registrado en el mismo periodo del año anterior de Q3,730.4 millones (0.6% del PIB). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el externo neto fue de Q7,156.5 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q204.2 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q9,267.2 (US\$1,200.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q2,314.9 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste ascendió a Q5,499.9 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,972.8 millones, vencimientos por Q3,948.8 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q475.9 millones. Derivado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q4,722.7 millones.

Para el ejercicio fiscal 2019 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q18,419.0 millones, de los cuales Q14,207.7 millones corresponden a la nueva emisión y Q4,211.3 millones al *roll-over*. Al 30 de septiembre, se había colocado el 99.0% del monto autorizado, Q9,267.2 millones en el mercado internacional<sup>28</sup> y Q8,972.8 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento en los años 2028, 2031, 2034 y 2039 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.99%, 6.05%, 6.52 y 7.06%, respectivamente. Vale destacar que, a partir de marzo del presente año, por primera vez, se apertura una serie a un plazo de 20 años, siendo recibida por los inversionistas con una alta demanda, reflejando la confianza en los títulos públicos y en la estabilidad macroeconómica del país. Asimismo, se han colocado Q21.1 millones para pequeños inversionistas<sup>29</sup>.

Al 30 de septiembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q87,470.0 millones, mayor en Q5,024.0 millones respecto al 31 de diciembre de 2018 (Q82,446.0 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$9,139.4 millones, mayor en US\$914.8 millones respecto del registrado a finales de 2018 (US\$8,224.6 millones). Según el MFP, la deuda pública total como porcentaje del PIB al final de 2019 se ubicaría en 24.9% (24.5% en 2018).

Por otra parte, es importante destacar que a la fecha se tiene pendiente de restituir al Banco de Guatemala el costo acumulado de la política monetaria, cambiaria y crediticia al 31 de diciembre de 2001, el cual asciende a Q16,834.2 millones; y las deficiencias netas correspondientes a los ejercicios contables de 2002, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017, las cuales ascienden a Q10,210.6 millones; así como las de 2018 por Q644.4 millones, que debería ser incluida en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal de 2020. En ese contexto, para que el Banco de Guatemala mantenga una buena posición patrimonial, lo cual le confiere a la autoridad monetaria un mayor margen de maniobra en sus actuaciones, se hace necesario que el Estado retribuya esas deficiencias netas al Banco de Guatemala.

<sup>28</sup> Se realizó una colocación en dos tramos; el primero, por un monto de US\$500.0 millones a 11 años plazo con tasa de interés de cupón 4.90% y tasa de rendimiento 5.125%; y el segundo, por un monto de US\$700.0 millones a 31 años plazo con tasa de interés de cupón 6.125% y tasa de rendimiento 6.250%.

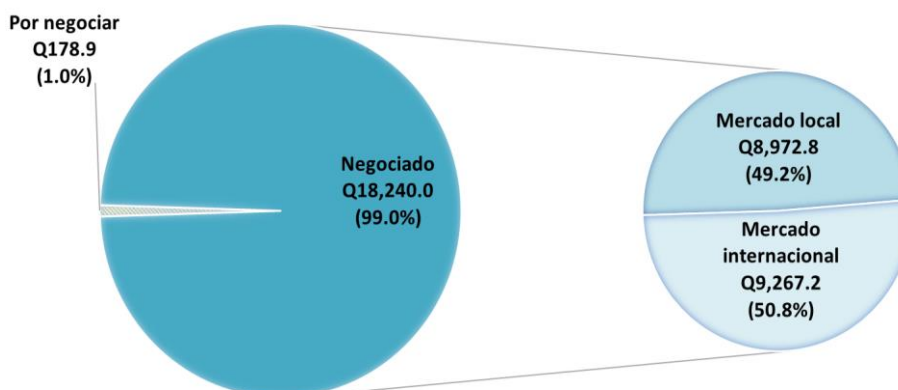
<sup>29</sup> Con fechas de vencimiento 14/04/2020, 14/04/2021, 14/04/2022 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 6.00%, 6.13%, 6.25%.

**Gráfica AII.2**

Colocaciones de Bonos del Tesoro 2019 (1)

Año: 2019

(Millones de quetzales)



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

**Cuadro AII.1**

Gobierno Central (1)

Ejecución Presupuestaria a Septiembre

Años: 2018-2019

(Millones de quetzales)

Concepto	2018 <sup>pl</sup>	2019 <sup>pl</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. Ingresos y Donaciones</b>	<b>46,269.2</b>	<b>48,644.7</b>	<b>2,375.5</b>	<b>5.1</b>
A. Ingresos (1+2)	46,123.9	48,616.3	2,492.4	5.4
1. Ingresos Corrientes	46,121.5	48,613.2	2,491.7	5.4
a. Tributarios	43,659.0	45,830.2	2,171.2	5.0
b. No Tributarios	2,462.5	2,783.0	320.5	13.0
2. Ingresos de Capital	2.3	3.1	0.8	32.5
B. Donaciones	145.3	28.4	-116.9	-80.5
<b>II. Total de Gastos</b>	<b>49,999.6</b>	<b>56,578.4</b>	<b>6,578.8</b>	<b>13.2</b>
A. De Funcionamiento	41,230.4	45,552.0	4,321.6	10.5
B. De Capital	8,769.2	11,026.4	2,257.2	25.7
<b>III. Superávit o Déficit Presupuestal (-) Déficit</b>	<b>-3,730.4</b>	<b>-7,933.7</b>	<b>-4,203.3</b>	<b>112.7</b>
<b>IV. Financiamiento Total</b>	<b>3,730.4</b>	<b>7,933.7</b>	<b>4,203.3</b>	<b>112.7</b>
A. Interno	8,416.6	5,499.9	-2,916.7	-34.7
B. Externo	739.6	7,156.5	6,417.0	867.7
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-5,425.8	-4,722.7	703.1	-13.0
<b>Carga tributaria</b>	<b>7.4</b>	<b>7.2</b>		
<b>Superávit ó Déficit / PIB</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.3</b>		

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



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Baker, Scott; Bloom, Nicholas y Davis, Steven (2019). "The extraordinary rise in trade policy uncertainty". September.
- Banco Central de Brasil (2019). "Reporte de Inflación". Septiembre.
- Banco Central de Colombia (2019). "Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República". Agosto.
- Banco Central de la República Argentina (2019). "Informe de Política Monetaria". Octubre.
- Banco Central de Reserva del Perú (2019). "Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020". Septiembre.
- Banco Central Europeo (2019). "Monetary policy decisions". Comunicado de prensa. Septiembre.
- Banco de Inglaterra (2019). "Inflation Report". Agosto.
- Banco de México (2018). "Régimen de Objetivos de Inflación con base en Pronósticos". Agosto.
- Banco de México (2019). "Informe trimestral abril-junio 2019". Agosto.
- Banco de Japón (2019). "Outlook for Economic Activity and Prices". Julio.
- Banco de Rusia (2019). "Monetary Policy Report". Septiembre.
- Banco Mundial (2019). "Trading for Development in the Age of Global Value Chains". Octubre.
- BBVA Research (2019). "US recession risk monitor". Agosto.
- Eurostat (2019). "GDP and employment flash estimates for the second quarter of 2019". Comunicado de prensa. Agosto.
- Fondo Monetario Internacional (2019). "Desaceleración mundial de la actividad manufacturera, crecientes barreras comerciales". World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2019). "G-20 Surveillance Note". Junio.
- Fondo Monetario Internacional (2019). "La pendiente de la curva de rendimiento de Estados Unidos y los riesgos para el crecimiento". Julio.
- Haskins, Andrew y Newbold, Stephen (2019). "Specter of long trade war looms over property". August.
- Instituto Swiss Re. (2019) "Batten down the hatches? US recession risk at 35% in 2020". Junio.
- International Monetary Fund (2015). "Inflation Forecast Targeting: Applying the Principle of Transparency". Working Paper/15/132. Junio.
- Norges Bank (2019). "Monetary policy report with financial stability assessment". Junio.

- Oficina de Análisis Económico (2019). "Gross Domestic Product, Second Quarter 2019 (Second Estimate); Corporate Profits, Second Quarter 2019 (Preliminary Estimate)". Comunicado de prensa. Agosto.
- Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón (2019). "Quarterly Estimates of GDP for Apr. - Jun. 2019 (The Second Preliminary)". Septiembre.
- Oficina de Presupuesto del Congreso (2019). "Monthly Budget Review for August 2019". Septiembre.
- Oficina Nacional de Estadísticas (2019). "GDP first quarterly estimate, UK: April to June 2019". Boletín estadístico. Agosto.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2019). "OECD Interim Economic Outlook". Septiembre.
- Reserva Federal (2019). "Monetary Policy Report". Julio.
- Reserva Federal (2019). "Federal Reserve issues FOMC statement". Comunicado de prensa. Septiembre.
- Reserva Federal (2019). "Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy". Septiembre.
- Svensson, Lars (1998). "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule". National Bureau of Economic Research. Noviembre.
- United Nations (2019). "World Economic Situation and Prospects as of mid-2019". May.
- United Nations Conference on Trade and Development (2019). "Key Statistics and Trends in Trade Policy, 2018". February.
- World Economic Forum (2019). "Trade uncertainty could hurt economic development worldwide". Julio.