



**BANCO DE GUATEMALA**



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA  
A SEPTIEMBRE DE 2013**



# CONTENIDO<sup>1</sup>

<b>EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....</b>	<b>1</b>
<b>DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA .....</b>	<b>3</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>5</b>
<b>I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL .....</b>	<b>14</b>
A. COYUNTURA RECIENTE.....	14
1. Panorama general.....	14
2. Desempeño de las economías avanzadas .....	15
3. Desempeño de las economías emergentes .....	19
4. Mercados financieros internacionales.....	25
5. Precios internacionales de algunas materias primas.....	27
6. Inflación y política monetaria.....	36
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS .....	40
<b>II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO .....</b>	<b>44</b>
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA .....	44
B. SECTOR EXTERNO .....	44
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA .....	46
1. Evolución reciente de la inflación.....	46
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos .....	50
3. Variables informativas de la política monetaria .....	52
D. FINANZAS PÚBLICAS .....	59
1. Ingresos.....	60
2. Gastos .....	61
3. Resultado fiscal y financiamiento.....	61
<b>ANEXOS</b>	
<b>ANEXO 1</b>	
ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL .....	64

---

<sup>1</sup> El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 17 de octubre de 2013.

**ANEXO 2**

INDICADOR DE IMPULSO FISCAL PARA GUATEMALA .....68

**ANEXO 3**

LA REPÚBLICA POPULAR CHINA EN LA ECONOMÍA GLOBAL Y SU IMPACTO EN  
ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS .....74

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....84**

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2013

## EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

En Guatemala, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia se fundamenta en un esquema de metas explícitas de inflación (EMEI), el cual consiste en una estrategia de política monetaria que tiene como característica el compromiso, por parte del Banco Central, con una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de la misma. Para el caso de Guatemala, el EMEI incorpora el compromiso de la autoridad monetaria de utilizar las facultades que la ley le otorga para alcanzar la estabilidad en el nivel general de precios (entendida ésta como una inflación baja y estable) y se hace operativa por medio de una meta de inflación cuantitativa y explícita, buscando que la inflación observada se ubique en torno a la misma.

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados, que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia clara y única sobre la evolución futura de la inflación. Lo anterior genera un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Es por ello que existe consenso a nivel internacional que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento ordenado de la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

Con la aprobación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2005, se explicita por primera vez el propósito de adoptar un esquema de metas explícitas de inflación. Bajo este esquema, la implementación de la política monetaria es consistente con la elección de la meta de inflación y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en

las actuaciones del Banco Central.

Con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, a partir del 1 de junio de 2011 se definió como tasa de interés líder de la política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*). Dicha tasa de interés al plazo más corto permite un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que éstos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, al poner a su disposición facilidades permanentes para inyectar o neutralizar liquidez.

Como resultado del proceso de consolidación del EMEI, la Junta Monetaria determinó una meta de inflación de mediano plazo, a partir de 2013, de 4.0% +/- 1 punto porcentual, la cual permitiría la efectiva materialización del proceso de convergencia hacia la meta inflacionaria de mediano plazo, mediante un anclaje efectivo de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos a dicha meta.

## DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, junio, julio y septiembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido dicha tasa en 5.0% en sus reuniones de febrero y marzo, dicho cuerpo colegiado decidió aumentarla a 5.25% en abril. En dicha decisión tomó en consideración, en el ámbito externo, que los pronósticos de crecimiento económico mundial continuaban evidenciando una recuperación económica gradual, aunque moderada. Por otra parte, en el ámbito interno, se evidenciaba el dinamismo de algunos indicadores de la actividad económica interna que denotaban presiones de demanda agregada, que podrían afectar el comportamiento futuro de la inflación.

En las reuniones efectuadas a partir de junio, la Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 5.25%, tomando en cuenta varios factores para dichas decisiones, destacando, a nivel externo, la actividad económica mundial, que continuaba recuperándose a un ritmo moderado en un entorno con riesgos a la baja, principalmente en los países avanzados y los precios internacionales del maíz y del trigo, que mostraban una tendencia a la baja, la cual podría repercutir favorablemente en la inflación interna; sin embargo, el precio internacional del petróleo observó un repunte importante. A nivel interno, la actividad económica siguió evidenciando un ritmo de crecimiento positivo, el cual se reflejó en el comportamiento de los indicadores de corto plazo como el IMAE, el volumen de comercio exterior, las remesas familiares, el crédito bancario al sector privado y la recaudación tributaria.

En sus decisiones, a partir de junio, la Junta Monetaria también tomó en cuenta que el ritmo inflacionario observado se mantuvo dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo, aunque cerca del límite superior, al igual que los pronósticos y expectativas de inflación de corto y mediano plazos. Destacó el aumento en la tasa de interés líder efectuado en abril, el cual, con el rezago correspondiente, tendría un efecto en la moderación del ritmo inflacionario y en el anclaje de las expectativas de inflación.

La Junta Monetaria manifestó, en todas sus reuniones, que

continuará dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, a efecto de adoptar las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual, con el propósito de seguir fortaleciendo el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

## RESUMEN EJECUTIVO

**En el entorno externo,** al igual que en el trimestre previo, en el tercer trimestre del año se siguió observando la recuperación de la actividad económica a nivel mundial, aunque moderada y prevaleciendo los riesgos a la baja. Sin embargo, se registra un cambio importante en la composición de dicha recuperación, especialmente porque las perspectivas de crecimiento, en términos generales, parecieran irse consolidando en las economías avanzadas, en donde se observan señales de que la actividad económica viene mejorando; pero se registra una ralentización en el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo. En Estados Unidos de América el crecimiento viene consolidándose, mientras que en Japón las medidas de estímulo han apoyado su crecimiento, en la Zona del Euro se evidencia que está saliendo de la recesión y otras economías avanzadas como Reino Unido denotan una mejora en su crecimiento. Dicha recuperación ha sido apoyada por políticas monetarias acomodaticias que si bien pueden considerarse apropiadas, dado que han ocurrido en un contexto en el que los niveles de precios se han mantenido estables, deben ser complementadas por políticas fiscales creíbles, medidas adicionales para fortalecer sus sectores financieros, reformas estructurales para fomentar el crecimiento económico y la atención de los riesgos que aún persisten<sup>2</sup>. En cuanto a las economías emergentes, aunque su crecimiento económico continúa siendo superior al de las avanzadas, éste se ralentizó, en algunos casos a niveles que podrían ser más sostenibles. Dicho crecimiento sigue siendo reflejo de marcos de política económica más fuertes pero donde prevalecen retos internos en materia estructural. En particular, la reciente volatilidad en los flujos de capital y en los mercados financieros derivados de la posible normalización de las políticas monetarias en economías avanzadas, impone retos importantes en la conducción de las políticas macroeconómicas para algunos de estos países. Así, las políticas macroeconómicas, incluyendo la política cambiaria, deben ser más transparentes y, cuando sea apropiado, deben adoptarse políticas macroprudenciales u otras

---

<sup>2</sup> En particular, el relativo al ámbito fiscal, en el que es necesario continuar con los procesos de consolidación fiscal de mediano plazo, pero sin que ello implique un ajuste fiscal severo en el corto plazo que afecte la recuperación de la actividad económica, lo cual es particularmente relevante en el caso de los Estados Unidos de América y de Japón.

medidas para el manejo de los flujos de capital, a efecto de mitigar los riesgos para el sector real y la estabilidad financiera.

El FMI proyecta que el crecimiento económico mundial para 2013 podría ubicarse en 2.9%, reflejo del crecimiento de 4.6% en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo y de 1.2% en las economías avanzadas.

En los Estados Unidos de América, el proceso de recuperación económica continúa sólido a pesar de la restricción del gasto público implementada a finales del primer trimestre del año. El PIB registró un crecimiento de 2.5% en el segundo trimestre de 2013; aumento que ocurrió en el contexto de un incremento en la inversión en activos fijos, una mejora paulatina del mercado laboral e inmobiliario y de expectativas más favorables tanto de las empresas como de los consumidores. El FMI estima una aceleración en el último trimestre a consecuencia de la moderación en el ritmo de consolidación fiscal, la continuidad de una política monetaria acomodaticia y el fortalecimiento de la situación patrimonial de los hogares; de esa cuenta las proyecciones de crecimiento económico se sitúan en 1.6% para 2013 y en 2.6% para 2014. Vale mencionar que, aunque el FMI y otros entes internacionales han reducido sus estimaciones de crecimiento económico de los Estados Unidos de América para 2013, los indicadores de corto plazo evidencian que el proceso de recuperación económica empezó antes de lo previsto. No obstante, persisten los riesgos a la baja originados por la necesidad de llevar a cabo un ajuste fiscal de mediano plazo<sup>3</sup>, en un escenario en donde los mercados han empezado a descontar un posible retiro anticipado del estímulo monetario, situación que ha incrementado las tasas de rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense.

En la Zona del Euro, las acciones de política han reducido en buena medida algunos riesgos a la baja, lo cual se evidencia en el comportamiento de los indicadores anticipados de la actividad económica y en el crecimiento económico registrado en

---

<sup>3</sup> Aunque una restricción fiscal severa en el corto plazo, puede tener consecuencias nocivas en el crecimiento económico para lo que resta del año y para 2014. En particular, destacan los riesgos derivados del denominado “secuestro del gasto” iniciado en marzo, el cierre temporal de algunas oficinas del gobierno federal (denominado *shutdown*) y la negociación política para la ampliación del techo de la deuda con el propósito de evitar que los Estados Unidos de América caiga en un incumplimiento en el servicio de su deuda pública (*default*), aspecto que ya fue resuelto de manera temporal.

el segundo trimestre<sup>4</sup> (respecto del trimestre anterior) que fundamentan una visión relativamente positiva del comportamiento económico en la Zona. No obstante, persisten factores heredados de la crisis económica y financiera que se estima continuarán influyendo en la restricción del crecimiento económico de mediano plazo en dicha región, especialmente en los países de la periferia; por lo que, los riesgos a la baja persisten, aunque más equilibrados que los previstos anteriormente. En ese contexto, el FMI proyecta una contracción económica de 0.4% en 2013; en tanto que para 2014 espera que se registre una variación positiva de 1.0%. Dicha expectativa es compartida por la Comisión Europea.

En Japón las nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario (denominadas “Abenómicas”) parecen estar logrando un efecto positivo en el crecimiento económico de corto plazo, especialmente por los resultados del consumo y de la inversión gubernamental, aunque persisten las dudas respecto de la sostenibilidad de las referidas políticas. El FMI considera que el crecimiento de la economía japonesa en 2013 sería de 2.0% y en 2014 de 1.2%. La previsión para 2014 incorpora el efecto de una posible contención del gasto de los consumidores, ante el anuncio del incremento en el impuesto sobre ventas.

Las economías con mercados emergentes, a pesar de haber ralentizado su crecimiento económico, se prevé que mantengan su mejor desempeño respecto de las economías avanzadas (crecimiento de 4.5% en 2013, en contraste con el de las economías avanzadas de 1.2%, según el FMI), por lo que se estima continuarían siendo el principal motor del crecimiento económico global. En la República Popular China, la ralentización de su crecimiento económico desde finales de 2012 (en los tres primeros trimestres de 2013, el crecimiento económico ha estado alrededor del 7.5%) se ha convertido en uno de los factores de riesgo de la recuperación económica mundial. El FMI espera que la economía china crezca 7.6% en 2013, perspectiva menor a la esperada a principios de año, pero similar al objetivo de política de las nuevas autoridades chinas, quienes mantendrían el ritmo de gasto fiscal para promover el crecimiento económico, pero con

---

<sup>4</sup> El crecimiento del segundo trimestre estuvo impulsado por Alemania y Francia; asimismo, contribuyeron algunos países de la periferia que moderaron sus contracciones económicas.

una política monetaria menos laxa y la perspectiva de que el yuan se siga apreciando en el resto de 2013. En ese contexto, el FMI estima para 2014 que la economía china crezca 7.3%.

En América Latina se registró una moderación del ritmo de crecimiento en el primer semestre del año, por lo que el FMI pronostica un crecimiento de 2.7% para 2013; mientras que para 2014 el crecimiento sería de 3.1%. En 2013 influye la moderación del ritmo de crecimiento de algunos de los principales socios comerciales de la región (destacando la República Popular China y los Estados Unidos de América) y la reciente salida de capitales de corto plazo y la caída en los mercados bursátiles, entre otros factores. Para las economías de Centroamérica y México se prevé tasas de crecimiento más moderadas.

Como se reportó en el IPM a Junio de 2013, los mercados financieros hasta mayo mostraron una evolución positiva, acompañada de menores niveles de incertidumbre y volatilidad; situación que se revirtió cuando se registraron episodios de volatilidad debido a la expectativa de los mercados de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED) pudiera empezar a retirar su políticas de estímulo monetario anticipadamente. A partir de septiembre, se registró una mejora en los rendimientos bursátiles aunque la volatilidad no desapareció a pesar de que la FED decidió mantener los estímulos monetarios y de los mejores indicadores de actividad económica en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y la República Popular China, en parte debido al efecto adverso en las expectativas del mercado sobre los temas fiscales en los Estados Unidos de América (negociación del límite al techo de deuda pública y la aprobación del presupuesto).

Desde el punto de vista estructural, vale indicar que el reacomodo de portafolios de inversión a nivel mundial, congruente con la anticipación de los mercados de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, seguirá siendo acompañado de altos niveles de volatilidad. Si bien las autoridades de la FED han indicado que el retiro del programa de estímulo monetario no convencional será gradual, lo que debiera contribuir a calmar la reacción de los mercados, más recientemente la volatilidad ha vuelto a aumentar, mientras que los flujos de capitales a las economías emergentes han cesado y su costo ha aumentado, especialmente en las economías más

integradas a los mercados financieros internacionales. El dólar se depreció frente a las monedas de las economías desarrolladas, pero se apreció respecto a las de las economías emergentes. Esto último ha complicado el manejo macroeconómico en algunos países por sus efectos inflacionarios y financieros y ha llevado a revertir las participaciones cambiarias adoptadas previamente. En los mercados desarrollados, las tasas de interés de largo plazo han vuelto a aumentar, anticipando el pronto inicio de una reducción de las compras de activos por parte de la FED.

Con relación a los precios internacionales de las materias primas, se observó un comportamiento mixto en donde los precios de los energéticos registran un aumento (respecto del IPM a Junio de 2013), pero los precios de las materias primas relacionadas con los alimentos (especialmente los cereales) muestran una tendencia a la baja. En el caso del petróleo, se considera que el margen entre la oferta y la demanda es muy estrecho, lo que hace que los problemas geopolíticos en el Oriente Medio (especialmente en Egipto y en Siria) incidan más profundamente en el comportamiento registrado durante el tercer trimestre del año, dada la interrupción en el suministro de petróleo proveniente de dicha región que ocurriría en caso las tensiones se agravaran. Por su parte, los precios del maíz y del trigo mostraron una tendencia a la baja, a consecuencia de cosechas más abundantes, influenciadas por la expectativa de condiciones climáticas más favorables.

La inflación mundial se ha mantenido en niveles bajos y estables, especialmente en las principales economías avanzadas; mientras que en algunas economías emergentes y en desarrollo empezó a repuntar, particularmente durante el tercer trimestre. Las economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI) en América Latina han mostrado inflaciones acordes a las metas fijadas, aunque con presiones inflacionarias distintas (particularmente en México y en Brasil que mantuvieron durante los primeros dos trimestres del año presiones inflacionarias más intensas respecto de los otros países del grupo). Los países de Centroamérica y República Dominicana registraron alguna aceleración en su ritmo inflacionario en el primer semestre; pero éste ha empezado a moderarse en el tercer trimestre, fundamentalmente por una reducción en el precio de los alimentos.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria en América Latina, se observó que a septiembre la mayoría de los bancos centrales mantuvieron el nivel de sus tasas de interés de política monetaria, con excepción de Brasil y Guatemala que la aumentaron, mientras que México y Colombia la redujeron.

**En el ámbito interno**, con datos preliminares, el producto interno bruto (PIB) en el segundo trimestre de 2013, registró un crecimiento real de 4.3% (2.8% en el mismo trimestre del año previo). Dicho resultado obedeció a la evolución favorable observada en la demanda interna, particularmente en el consumo privado; así como en las exportaciones, ante un aumento en los volúmenes exportados. Por el origen de la producción, todas las ramas de actividad económica registraron tasas de crecimiento positivas. Por su parte, el IMAE, a agosto 2013, creció 3.3%, consistente con el crecimiento económico previsto por el Banco de Guatemala para finales de año, que podría ubicarse entre 3.2% y 3.6%.

El comercio exterior a agosto de 2013 continuó reflejando una moderada recuperación, acorde con el crecimiento previsto del volumen de comercio mundial (2.9%, según el FMI). En efecto, el valor de las exportaciones e importaciones registró un crecimiento interanual de 1.3% y de 2.8%, respectivamente. En el caso de las exportaciones, destaca el incremento registrado en el café, artículos de vestuario, banano y cardamomo. El limitado dinamismo de las exportaciones obedeció fundamentalmente a la contracción de los precios medios de exportación por 17.3%, dado que en términos de volumen se continuó observando un amplio crecimiento (22.5%). En cuanto a las importaciones, se observó un incremento tanto en el volumen (0.4%) como en el precio medio (2.2%). En términos de valor destaca la mayor demanda de bienes de capital, materias primas y productos intermedios, y bienes de consumo.

Con relación a los precios internos, el ritmo inflacionario se situó en 4.21% a septiembre, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, pero por encima del valor puntual. Vale indicar que se moderó el alza que se venía registrando en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, en la que influyeron, principalmente dos factores: 1) el comportamiento a la baja en el precio internacional de algunos alimentos; y 2) la reversión de los factores que influyeron a la baja

en la inflación el año anterior. Vale indicar que en el resultado de inflación influyen factores tanto de oferta como de demanda, predominando estos últimos.

La inflación importada a septiembre registró una disminución impulsada, principalmente, por la reducción observada en el precio internacional del maíz y del trigo, cuyo efecto fue moderado, en parte, por el aumento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, especialmente gasolinas y diésel. Con relación a la inflación subyacente, ésta se situó en 2.88% a la misma fecha.

Los pronósticos de corto plazo, con información a septiembre, revelan que la inflación podría situarse en un rango entre 3.75% y 5.75% en diciembre de 2013 y entre 3.90% y 5.90% en diciembre de 2014. La tendencia de la inflación aunque ha venido moderándose, sigue ubicándose por arriba del valor puntual de la meta de mediano plazo (4.0%). Es importante indicar que estos pronósticos son pasivos; es decir, no incorporan medidas de política monetaria en el horizonte de pronóstico. Por su parte, los pronósticos de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), que incorporan medidas de política monetaria, sugieren que la inflación se situaría para finales de 2013 y de 2014, en alrededor de 4.90% y 4.85%, en su orden, pronósticos condicionados a ajustes en la tasa de interés líder de política monetaria (a partir del primer trimestre de 2014) con el propósito que la inflación converja al valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor. En ese contexto, como se indicó, en abril del presente año, la Junta Monetaria aumentó en 25 puntos básicos la tasa de interés líder de política monetaria.

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, con base en la encuesta de septiembre de 2013 proyecta un ritmo inflacionario entre 3.95% y 5.95% para diciembre de 2013 y entre 3.87% y 5.87% para diciembre de 2014; en ambos casos, los límites inferior y superior de las expectativas se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación. Según los analistas, los principales factores que explicarían dichas expectativas están asociados a la evolución de los precios de las materias primas, al comportamiento de los precios del petróleo y sus derivados y al desempeño de las

políticas fiscal y monetaria.

Los principales agregados monetarios y de crédito exhibieron a septiembre un comportamiento dinámico. Los medios de pago mantuvieron una tendencia positiva respecto de los niveles observados el año previo; el crédito bancario al sector privado continuó creciendo de manera acelerada (15.3% a septiembre), ubicándose por arriba de su tendencia de largo plazo y del crecimiento del PIB nominal (8.0%) y de las captaciones bancarias totales (11.9%), representando alrededor de 34.0% del PIB. Ello ante un mayor uso de líneas de crédito del exterior y de un aumento en las captaciones bancarias. En el crecimiento del crédito bancario al sector privado, destacó el amplio crecimiento del crédito al consumo, lo cual anticipa la necesidad de dar seguimiento cercano a esta variable con el propósito de que no se constituya en un factor de riesgo para la inflación (con el rezago correspondiente) y para la estabilidad financiera. Por su parte, la emisión monetaria, en general, mostró un comportamiento congruente con su estacionalidad.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, al 30 de septiembre de 2013, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 8.8% respecto de los registrados a septiembre del año previo; mientras que los gastos totales aumentaron 9.0% con relación al mismo período de 2012; como resultado, el déficit fiscal ascendió a Q4,414.5 millones (1.0% del PIB). La última estimación del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) prevé que, dependiendo del resultado final de las fuentes de financiamiento (recaudación tributaria y préstamos externos), a finales de 2013 el déficit fiscal estaría ubicándose entre 1.8% y 2.2% del PIB, por debajo del déficit previsto en el presupuesto vigente de 2.5% del PIB y del observado el año anterior (2.4% del PIB). En cuanto a la deuda pública total cabe indicar que ésta se situó en 24.3% del PIB a septiembre de 2013 y se estima que se ubicaría, al finalizar 2013, en 24.5% del PIB (en el escenario de déficit fiscal de 1.8% del PIB) y en 24.9% del PIB (en el escenario de déficit de 2.2% del PIB), ello dependería, fundamentalmente, de la aprobación por parte del Congreso de la República de dos préstamos externos que servirían de apoyo presupuestario en lo que resta de 2013.

En síntesis, la evolución del entorno externo no difiere significativamente respecto del IPM a junio del presente año, la

recuperación de la actividad económica mundial continúa avanzando a un ritmo moderado, aunque en un contexto donde siguen privando riesgos a la baja, tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes y en desarrollo. En el entorno interno, la actividad económica continuó registrando un mayor dinamismo respecto de 2012, lo cual se reflejó en el comportamiento de los indicadores de corto plazo como el IMAE y el PIB trimestral, el volumen de comercio exterior, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado, lo cual es congruente con la estimación de crecimiento económico para el presente año de entre 3.2% y 3.6%.

# I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

## A. COYUNTURA RECIENTE

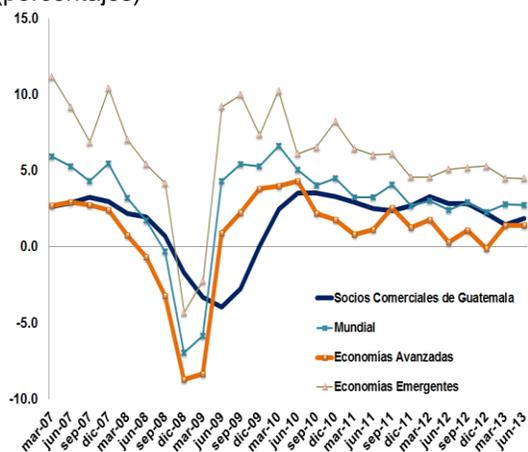
### 1. Panorama general

Al igual que en el trimestre anterior, en el tercer trimestre de 2013, se siguió observando la recuperación de la actividad económica a nivel mundial, aunque moderada y prevaleciendo los riesgos a la baja. Sin embargo, se registra un cambio importante en la composición de dicha recuperación, especialmente porque las perspectivas de crecimiento, en términos generales, parecieran irse consolidando en las economías avanzadas, pero se observa una ralentización en el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo.

En el caso de las economías avanzadas, la recuperación ha sido apoyada por políticas monetarias acomodaticias que si bien pueden considerarse apropiadas, dado que han ocurrido en un contexto en el que los niveles de precios se han mantenido estables, deben ser complementadas por políticas fiscales creíbles, medidas adicionales para fortalecer sus sectores financieros, reformas estructurales para fomentar el crecimiento económico y la atención de los riesgos que aún persisten, en particular, en el ámbito fiscal, en donde, aunque es necesario continuar con los procesos de consolidación fiscal de mediano plazo, ello no debe implicar un ajuste fiscal severo en el corto plazo que afecte la recuperación de la actividad económica. En cuanto a las economías emergentes, aunque su crecimiento económico continúa siendo superior al de las avanzadas, éste se ralentizó, en algunos casos a niveles que podrían ser más sostenibles, en particular, en el caso de la economía china, donde existe cierto consenso de que debe ocurrir un rebalanceo de su crecimiento económico, como se discute más adelante. El crecimiento de estas economías, sigue siendo reflejo de marcos de política económica más fuertes pero donde prevalecen retos internos en materia estructural. En particular, la reciente volatilidad en los flujos de capital y en los mercados financieros derivados de la posible normalización de las políticas monetarias en economías avanzadas, impone retos importantes en la conducción de las políticas macroeconómicas para algunos de estos países. Así, las políticas macroeconómicas, incluyendo la política cambiaria, deben ser más transparentes y, cuando sea apropiado, deben adoptarse políticas macroprudenciales u otras medidas para el

**Gráfica 1**

Crecimiento Económico Trimestral (1) (2)  
(porcentajes)



(1) El crecimiento económico de los socios comerciales se calcula según su participación en el comercio con Guatemala y representan alrededor de 70.0% del total (incluye los Estados Unidos de América, México, China, Zona del Euro, El Salvador y Honduras).

(2) Variación interanual, con información a junio de 2013.

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.

manejo de los flujos de capital, a efecto de mitigar los riesgos para el sector real y la estabilidad financiera.

En cuanto al desempeño de los mercados financieros internacionales, desde mayo se registraron episodios de volatilidad debido a la expectativa de los mercados de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED) pudiera empezar a retirar anticipadamente sus políticas de estímulo monetario. A partir de septiembre, se registró una mejora en los rendimientos bursátiles, pero la volatilidad no desapareció, a pesar de que la FED decidió mantener los estímulos monetarios y de los mejores indicadores de actividad económica en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y la República Popular China, en parte debido al efecto adverso en las expectativas del mercado sobre los temas fiscales en los Estados Unidos de América (límite al techo de deuda pública, cierre temporal de algunas oficinas del gobierno y aprobación del presupuesto federal).

## **2. Desempeño de las economías avanzadas**

El proceso de recuperación económica en los Estados Unidos de América, a pesar de los efectos económicos adversos que aún se observan como resultado de la consolidación fiscal implementada a principios de año, pareciera estar ganando terreno. En ese contexto, el FMI considera que el desempeño económico de este país se ha vuelto a convertir en uno de los pilares principales del crecimiento mundial. Durante el segundo trimestre del año, la economía creció 2.5%, luego de una débil expansión en el primer trimestre (1.1%). Dicho resultado estuvo impulsado por un aumento en el consumo privado, en la inversión fija no residencial y en la inversión en inventarios privados. La recuperación del consumo privado se asocia al aumento en la riqueza de los hogares ante el incremento del precio de las acciones en el mercado bursátil y del precio de las viviendas, así como al fortalecimiento del ingreso personal, ante la mejora en el mercado laboral, entre otros factores.

Durante el tercer trimestre del año, algunos indicadores importantes de alta frecuencia muestran que la actividad económica sigue expandiéndose, apoyada por la mejora gradual de las condiciones del mercado laboral y por el fortalecimiento del mercado inmobiliario, cuya recuperación ha sido más vigorosa en este período y ha contribuido a impulsar la demanda interna. De

acuerdo con el FMI, la recuperación de dicho mercado continuará, aunque su comportamiento futuro es difícil de predecir debido a la incertidumbre respecto a su sostenibilidad, ello como resultado del aumento en las tasas de interés de largo plazo y el incremento en los precios de las viviendas, esto último ha generado preocupaciones en cuanto a la gestación de un *boom* inmobiliario. No obstante, el FMI subraya que los precios de las viviendas a escala nacional continúan estando por debajo del nivel previo a la crisis de 2008-2009 y, en general, han aumentado más en las regiones donde registraron los descensos más marcados durante dicha crisis.

Por otro lado, el FMI en sus proyecciones más recientes anticipa que la recuperación se acelerará a partir del cuarto trimestre de 2013 ante la moderación en el ritmo de consolidación fiscal, la continuidad de una política monetaria acomodaticia y el fortalecimiento de la situación patrimonial de los hogares. Dichas proyecciones se basan en el supuesto de que el gasto público discrecional se autorizaría y se ejecutaría conforme a lo proyectado y que, oportunamente, se incrementaría el techo de la deuda pública estadounidense. En ese escenario, espera un crecimiento económico de 1.6% en 2013 y de 2.6% en 2014, tasas por debajo de las previstas a principios de año como resultado, entre otros factores, de que el “secuestro del gasto<sup>5</sup>” permanecería más tiempo del originalmente esperado. También, prevé que la tasa de desempleo continuará descendiendo gradualmente y que la tasa de interés de fondos federales permanecerá en el rango actual (0.0% - 0.25%) hasta 2016. Dicho escenario podría verse afectado, por una parte, si los efectos del ajuste fiscal y el endurecimiento de las condiciones de financiamiento en el sector inmobiliario son más fuertes de lo previsto y, por la otra, si ocurre una desaceleración en el ritmo de expansión de otras economías importantes a nivel mundial.

La FED, en su reunión de política de septiembre de 2013 presentó sus proyecciones centrales de crecimiento económico y desempleo para 2013, ubicándolas en 2.2% y 7.2%, en su orden, ligeramente menores a las de junio (2.5% y 7.3%, respectivamente). El Comité Federal de Operaciones de Mercado

---

<sup>5</sup> Implica recortes obligatorios del gasto federal y de defensa para reducir el déficit público. La cifra total de ajuste en 2013 es de US\$85.0 miles de millones y los recortes ascienden a US\$1.2 billones hasta 2021.

Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) señala que continuará evaluando el proceso de recuperación de la actividad económica antes de ajustar su estímulo monetario. Por tanto, seguirá con la adquisición de activos respaldados por hipotecas y Bonos del Tesoro por un monto de US\$85,000 millones mensuales, con el objetivo de mantener en niveles bajos las tasas de interés de largo plazo.

En la Zona del Euro, las acciones de política han reducido algunos de los riesgos de cola (*tail risks*<sup>6</sup>) más importantes, logrando a su vez estabilizar los mercados financieros, lo cual ha contribuido a sentar las bases para que la actividad económica empiece a retornar a una senda de crecimiento más sólida. Si bien la Zona volvió a crecer durante el segundo trimestre de 2013 (respecto del trimestre anterior) y los indicadores económicos de alta frecuencia sugieren que la actividad ha comenzado a estabilizarse en los países de la periferia y a repuntar en los países del centro, los riesgos a la baja aún permanecen. Adicionalmente, las tasas de desempleo permanecen altas y el mercado laboral continúa deprimido (según la *Eurostat*, la tasa de desempleo se ha mantenido en 12.1% desde marzo).

Durante el tercer trimestre del año, los principales indicadores de actividad económica mostraron una mayor confianza empresarial ante los resultados más optimistas en la producción manufacturera de la mayoría de países de la Zona. Sin embargo, factores como el debilitamiento de las exportaciones ante la desaceleración en muchas de las principales economías emergentes podría condicionar dicha recuperación. Adicionalmente, la demanda interna sigue siendo débil, debido al desapalancamiento de los sectores público y privado, especialmente en algunas economías de la periferia. Por su parte, la fragmentación del mercado financiero y la debilidad de los balances bancarios continuarán afectando la transmisión de la política monetaria acomodaticia, limitando la capacidad de los bancos de otorgar créditos, aunado a ello, la necesidad de gestión eficiente de la crisis en la periferia, especialmente en Portugal y Grecia, que posiblemente necesitarán nuevas fuentes de financiamiento externo.

---

<sup>6</sup> Un riesgo de cola (*tail risk*) corresponde a la posibilidad de que un activo o un portafolio de activos se mueva (hacia arriba o hacia abajo) más de tres desviaciones estándar respecto de su precio actual. De una manera más general, un riesgo de cola es la posibilidad de que ocurra un evento sumamente raro.

En ese contexto, el FMI anticipa que la Zona del Euro registrará un crecimiento económico en 2013 de -0.4% y en 2014 de 1.0%; dicha expectativa es compartida por la Comisión Europea, quien considera que las estrictas condiciones del crédito al sector privado, la reducción en la inversión y los altos niveles de desempleo son los principales retos para un crecimiento económico sostenido. Sin embargo, dicho ente considera que los riesgos actualmente están más equilibrados que hace seis meses.

En Japón, la actividad económica ha evidenciado un mayor repunte ante los efectos positivos de la implementación de medidas de estímulo denominadas “Abenómicas”, las cuales contemplan el diseño y ejecución de un paquete de reformas económicas y la promoción de políticas estructurales orientadas al crecimiento económico<sup>7</sup>, aunque vale hacer notar que persisten las dudas respecto de la sostenibilidad de las referidas medidas. Mientras tanto, la economía registró durante el segundo trimestre una variación trimestral anualizada de 3.8% (4.1% en el primer trimestre) debido, principalmente, a las contribuciones positivas del consumo e inversión gubernamental. El consenso de varios analistas apunta a que la actividad económica continuaría expandiéndose a un ritmo similar durante los próximos dos trimestres; no obstante, el sector empresarial considera que podría verse afectado ante la posible contención del gasto de los consumidores como resultado del anunciado plan gubernamental de incrementar el impuesto sobre ventas el próximo año. Durante el tercer trimestre del año, algunos indicadores de frecuencia mensual muestran una mejora en la confianza del consumidor y del empresario, un mayor nivel de inversión pública, mejora en la actividad del sector inmobiliario y continuidad en las condiciones financieras acomodaticias.

El FMI subraya que la flexibilización monetaria y el nuevo gasto fiscal han contribuido a apoyar el crecimiento económico japonés y a eliminar gradualmente la deflación. Destaca que el yen se ha depreciado a una tasa efectiva real de 20.0%, donde casi la mitad se atribuye a la flexibilización monetaria y la inflación ha empezado a tornarse positiva, aunque todavía por debajo de la

---

<sup>7</sup> Contenidas en el “Plan de Crecimiento” que incluye: la creación de zonas económicas especiales; la implementación de incentivos para aumentar la inversión privada; la promoción de la participación de las mujeres en la fuerza laboral; la desregulación de algunos sectores productivos; el apoyo de la recuperación industrial; la reforma estructural de la agricultura; la creación de nuevos mercados estratégicos; y el fortalecimiento de las relaciones internacionales que permitan una mayor apertura comercial.

meta oficial (2.0%)<sup>8</sup>.

El FMI considera que Japón crecería 2.0% en 2013 y 1.2% en 2014; expectativa que incluye la continuación de la aplicación de las medidas de las políticas abenómicas y la puesta en marcha del plan de consolidación fiscal para disminuir el elevado nivel de deuda.

### **3. Desempeño de las economías emergentes**

Durante 2013, la actividad en las economías emergentes se ha ralentizado como resultado de la desaceleración de la demanda externa y la disminución en el precio de algunos de los principales productos de exportación; sin embargo, se prevé continuarán registrando un mejor desempeño que el de las economías avanzadas, derivado, principalmente, de una sólida demanda interna y del mantenimiento de políticas macroeconómicas consistentes. El menor crecimiento en la República Popular China y la incertidumbre provocada por la posibilidad del retiro anticipado de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América, que ocasionó una reducción en el apetito por riesgo y generó la salida de importantes flujos de capital en algunas economías emergentes, así como una significativa depreciación de sus monedas y el endurecimiento de las condiciones financieras para estas economías, explicaría dicho desempeño.

La economía de la República Popular China, durante el período post-crisis, ha sido uno de los principales motores del crecimiento económico a nivel mundial; sin embargo, desde el cuarto trimestre de 2012<sup>9</sup> su crecimiento ha venido moderándose a niveles más consistentes con su PIB potencial. Durante los dos primeros trimestres de 2013 la actividad económica registró un comportamiento por debajo de lo esperado por el mercado, como consecuencia, principalmente, de una desaceleración en la producción industrial, del debilitamiento de la demanda externa e interna, así como por la moderación de la inversión privada ante la

---

<sup>8</sup> El Banco de Japón en su reunión de enero de 2013 anunció que la política monetaria continuaría siendo acomodaticia, ratificando dicho compromiso en la reunión de política de abril, en la cual decidió implementar un programa de expansión cuantitativa que tiene como objetivo duplicar la base monetaria y con ello alcanzar una meta de inflación de 2.0%, en un período de dos años. El programa comprende la compra mensual de bonos del Estado y activos bancarios e inmobiliarios, las cuales podrían sumar más de medio millardo de dólares americanos al año, dado que el monto total de esta parte del programa asciende a US\$1,400.0 miles de millones. La decisión responde a la desaceleración que aún enfrentan varias economías a nivel mundial, a la disminución del apetito al riesgo, a la reducción de las exportaciones japonesas y de la producción industrial, así como a la deflación que afecta al país.

<sup>9</sup> Vale indicar que según el FMI, la desaceleración de varias de las economías del grupo conocido como BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) ha empezado a obedecer más factores estructurales internos que limitan el crecimiento potencial de la economía que a factores asociados al ciclo económico, particularmente en China e India.

incertidumbre respecto de la nueva administración gubernamental; compensado, en parte, por el consumo privado que continúa estable. En el tercer trimestre dicho crecimiento se aceleró, conforme lo esperado por el mercado.

Las autoridades chinas parecen estar convencidas de que la economía está en un proceso de convergencia a menores tasas de crecimiento económico; razón por la cual, el nuevo gobierno se ha abstenido de estimular más el crecimiento con inversión gubernamental en empresas, en congruencia con los objetivos de salvaguardar la estabilidad financiera y encauzar la economía a una senda de crecimiento más equilibrado y sostenible. Dentro de las principales medidas sobresalen: una política fiscal que aunque continuará apoyando el crecimiento económico lo hará por medio del gasto en infraestructura, construcción de viviendas y recortes de impuestos selectivos; una política monetaria que podría ajustar la liquidez mediante operaciones de mercado abierto y el manejo del coeficiente de reservas obligatorias; por el lado financiero, medidas para resolver las fragilidades financieras del país, para lo cual ha mejorado las regulaciones para controlar el sobrecalentamiento del mercado inmobiliario y ha limitado la concesión de préstamos a los gobiernos locales.

El FMI ha insistido en que es necesario un rebalanceo de la economía china, en el cual se deje de depender del estímulo proveniente de la inversión pública y de las exportaciones y se fomente más el consumo privado, situación que lograría un crecimiento económico sostenible en el tiempo. El FMI prevé para 2013 un crecimiento de la economía china de 7.6%, levemente por arriba del objetivo oficial (7.5%).

En América Latina, la moderación en el ritmo de crecimiento de sus principales socios comerciales, el aumento en la volatilidad de los mercados financieros y las limitaciones en la oferta interna influyeron en la moderación de la expansión de la actividad económica durante el primer semestre. Adicionalmente, afectó la disminución de los precios de algunas de las principales materias primas de exportación, el entorno financiero internacional menos favorable y, junto con otras economías emergentes, la región fue de las más afectadas con salidas de capitales de corto plazo, aumentos en los diferenciales soberanos y reducciones de los índices accionarios en las bolsas de valores y depreciaciones de los tipos de cambio nominales. Sin embargo, a nivel de países,

la magnitud de dichos acontecimientos tuvo un impacto diferente, siendo Brasil uno de los más afectados.

Derivado de la implementación de políticas acomodaticias, particularmente de las economías avanzadas, hubo en la mayoría de países latinoamericanos fuertes presiones a la apreciación; sin embargo, el anuncio en mayo por parte de la FED de que podría empezar a reducir gradualmente su programa de estímulo monetario provocó que los tipos de cambio nominales de varias monedas respecto al dólar estadounidense, empezaran a mostrar una depreciación, resultado de una agresiva liquidación de posiciones en activos considerados riesgosos, dentro de los cuales están contempladas las monedas y los bonos latinoamericanos. Algunos indicadores de confianza tanto del consumidor como del empresario han empezado a deteriorarse; por el lado del consumo, por una desaceleración de la actividad económica interna y, por el lado del empresario, por una menor demanda externa, principalmente, en México, Brasil Colombia y Perú.

Ante este escenario, el FMI considera que en la mayoría de las economías de la región financieramente integradas (entre ellas Chile, Colombia, Perú y Uruguay), el crecimiento económico se moderará aunque seguirá estando cercano a su potencial. No obstante, el crédito continuará dinámico; mientras que las presiones inflacionarias se mantendrán relativamente contenidas. En el caso de las economías del Caribe que dependen del turismo, la perspectiva de crecimiento sigue siendo a la baja y los desafíos de política incluyen la reducción de los niveles de endeudamiento y el fortalecimiento de los sistemas financieros. Por otra parte, el crecimiento en las economías centroamericanas es consistente con la demanda externa, las remesas familiares y la demanda interna que crece favorablemente.

A pesar de que la demanda interna juega un papel cada vez más importante en muchos países con economías emergentes y en desarrollo, la mayoría muestra un desempeño económico por debajo de la tendencia observada antes de la crisis global de 2008-2009 y aún no han podido desacoplarse completamente de las economías avanzadas, principalmente aquellas con una alta exposición al comercio mundial (particularmente, los productores de materias primas y, en especial, los de América Latina y de África), quienes podrían

verse perjudicados ante una disminución de la demanda de materias primas y, por ende, de los precios de éstas, ocasionando en muchos países una reducción de los flujos de capital, depreciación de sus monedas y efectos en la demanda interna.

Entre los factores de riesgo a la baja para el crecimiento en las economías emergentes destaca la desaceleración de la economía de la República Popular China que tendrá impacto principalmente en las economías de América del Sur, las cuales exportan importantes volúmenes de materias primas a dicho país. Por su parte, los riesgos al alza se asocian a una recuperación más dinámica en los Estados Unidos de América, lo cual favorecería, especialmente, a México y a Centroamérica.

En resumen, el consenso de analistas prevé que las economías con mercados emergentes y en desarrollo, en conjunto, continuarían impulsando el crecimiento económico mundial, aunque dicho escenario no está exento de riesgos, especialmente, por la moderación del ritmo de crecimiento, dada la más reciente debilidad en la demanda interna en la que es necesario superar ciertos factores cíclicos y estructurales, principalmente, como se mencionó, en el caso de China.

## RECUADRO 1 EL FIN DE LA MANO DE OBRA BARATA

El auge económico de la República Popular China ha dependido, entre otros factores, de una vasta oferta de trabajadores a bajo costo. Sin embargo, en la actualidad el dinamismo de los salarios, el activismo de los trabajadores y los ocasionales déficits laborales sugieren que China está por entrar en un período de escasez generalizada de mano de obra.

Dicha transición podría tener implicaciones considerables, tanto para la República Popular China, como para la economía mundial. Para la economía china implicará que no podrá sostener su amplio crecimiento basado en mayor participación de los trabajadores en la producción (acumulación de factores de producción), por lo que tendrá que adoptar un modelo de crecimiento intensivo con un uso más eficiente de recursos y un reequilibrio de su crecimiento económico hacia el consumo privado, en lugar de la inversión, lo que, a su vez, traerá importantes ventajas mundiales, tales como el aumento de la producción en los países exportadores de materias primas y en las economías regionales de la cadena de abastecimiento de la República Popular China. Incluso las economías avanzadas se beneficiarían, porque el aumento de los costos de mano de obra influiría en la evolución de su comercio (porque los productos chinos perderían competitividad), el empleo (ya que fabricantes extranjeros perderían el incentivo de producir en China) y los precios de sus principales socios comerciales (por el traslado de estos precios mayores).

Tomando en consideración que los salarios han crecido menos que la productividad, lo cual eleva las utilidades y hace pensar que la República Popular China no ha llegado al punto de inflexión de Lewis, en el que una economía pasa de la abundancia a la escasez de mano de obra. Sin embargo desde el inicio de la crisis financiera, la industria china ha ido trasladándose cada vez más de la costa al interior, donde reside la mayoría de los trabajadores rurales, por lo que las grandes brechas entre la demanda y la oferta de obreros urbanos registrados han ido reduciéndose progresivamente, mientras han aumentado las exigencias de mejores salarios y condiciones laborales, señal del inicio de un ajuste estructural en el mercado laboral. Por otro lado, los cambios demográficos que se avecinan en la República Popular China son grandes, irreversibles e inevitables y serán clave para la evolución del excedente de mano de obra. En efecto, las Naciones Unidas proyectan que el envejecimiento y la menor fecundidad reducirán la población activa (15–64 años) en menos de 10 años, por lo que la evolución demográfica señala claramente una inminente transición a una economía con escasez de mano de obra.

De acuerdo a las estimaciones de los técnicos del Fondo Monetario Internacional (Das y N'Diaye, 2013), la República Popular China ha registrado un excedente de mano de obra (desempleo y subempleo) por más de dos décadas, que ha persistido a pesar que desde 1992 se han creado decenas de millones de empleos (y otros tantos millones más en la década de los ochenta), dicho excedente aumentó gradualmente hasta el año 2000 y se mostró un incremento abrupto entre 2000 y 2004 cuando las empresas estatales eliminaron masivamente puestos de trabajo. No obstante, después de ello, el número de desempleados y subempleados se redujo derivado de un crecimiento cada vez menor de la población activa y de la fuerte demanda de mano de obra, especialmente en la costa industrial. Pero la tendencia volvió a cambiar a partir de 2008 al iniciarse la crisis financiera mundial, ya que la demanda de mano de obra se redujo y el excedente de trabajadores aumentó significativamente en 2009 y en 2010 (alrededor de 150 millones de trabajadores).

Suponiendo que las condiciones demográficas y las del mercado que permanecen invariables, que algunas políticas demográficas, como la reforma del *hukou* (que no permite emigrar de la región de nacimiento a otra sin perder algunos beneficios sociales que se tenían ganados), que la política de hijo único y que las reformas financieras para que el mercado fije las tasas de interés, sigan sus tendencias actuales, se estima que se cruzará el punto de inflexión de Lewis entre 2020 y 2025 (en algún momento de ese quinquenio, la demanda de mano de obra china superará la oferta).

Sin embargo, la importante transición demográfica, las crecientes necesidades sociales y el nuevo entorno externo pueden impulsar a las autoridades de la República Popular China a modificar algunas de las políticas demográficas mencionadas; así como también es esperable que el impulso del mercado altere la estructura económica (por ejemplo, acelerar la transición hacia un uso más intensivo del capital). En ese contexto, tomando en cuenta el inminente fin de la mano de obra barata, determinado por factores demográficos, las respuestas de política de las autoridades chinas y las del mercado a la reducción del excedente de mano de obra incidirán definitivamente en la aceleración o el diferimiento en el inicio del punto de inflexión de Lewis.

Fuente: Das, Mitali y Papa N'Diaye. "Fin de la Mano de Obra Barata". Finanzas y Desarrollo. Junio de 2013. Volumen 50. Número 2. Fondo Monetario Internacional.

## RECUADRO 2

### ¿POR QUÉ EL REEQUILIBRIO ECONÓMICO DE CHINA ES BUENA NOTICIA?

Según la Oficina Nacional de Estadísticas de la República Popular China, la economía del país se ha desacelerado respecto del crecimiento promedio entre 1980 y 2010 (10.0%). Por ello, surgen inquietudes con relación a la deuda pública contraída y a la fragilidad de su sistema bancario; además, priva la incertidumbre debido a la falta de avance en términos del reequilibrio de la economía del país que implica cambiar el modelo de crecimiento económico basado en las exportaciones y liderado por las inversiones públicas, por un modelo impulsado por un mayor consumo privado interno.

En la composición del PIB de China, el consumo privado y público contribuyó únicamente en 3.4 puntos porcentuales al crecimiento económico durante el primer trimestre de 2013 y en 2.5 puntos porcentuales en el segundo trimestre, lo cual revela el debilitamiento cíclico o temporal de la demanda de los consumidores locales. Por su parte, la contribución de las inversiones aumentó de 2.3 puntos porcentuales del crecimiento del PIB en el primer trimestre a 5.9 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2013. Dado lo anterior, pareciera que en lugar de que esté aumentando el consumo y disminuyendo la inversión, China parece seguir con el modelo apoyado en las inversiones; lo cual, para una economía con falta de consumo y exceso de inversión durante casi tres décadas, es preocupante. Su reequilibrio requerirá de una estrategia bien definida, tiempo y determinación para lograrlo, aspectos a los que las autoridades chinas se han comprometido.

Sin embargo, existen motivos para ser optimistas. En efecto, al analizar la tendencia de los determinantes potenciales del consumo interno y no la composición del PIB, se observa un reequilibrio basado en el consumo, principalmente por el crecimiento acelerado del sector servicios. Durante el primer trimestre de 2013, dicho sector tuvo un crecimiento anualizado de 8.3%, mayor al crecimiento combinado de las manufacturas y la construcción (7.6%). Asimismo, la brecha entre el crecimiento del sector servicios y el sector manufacturero y construcción se amplió durante los dos primeros trimestres de 2013.

Por tanto, los servicios son muy importantes para el reequilibrio de la economía china dado que son más intensos en mano de obra que los sectores que tradicionalmente impulsan el crecimiento, lo que generó un incremento de 30% en puestos de trabajo durante 2011, respecto de las manufacturas y la construcción. Lo anterior sería indicativo de que la economía puede alcanzar sus objetivos de absorción de mano de obra (empleo, urbanización y reducción de la pobreza) que con un crecimiento más moderado del PIB. En ese sentido, una trayectoria de crecimiento entre 7.0% y 8.0%, en una economía que se base cada vez más en los servicios, permitiría alcanzar los mismos objetivos de absorción de mano de obra para los que se requería un crecimiento económico de 10% con el modelo anterior.

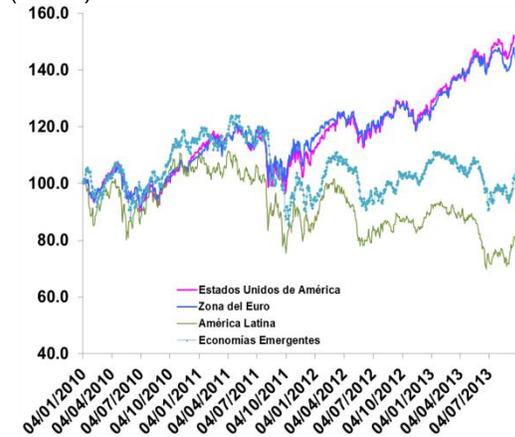
Vale destacar que con el crecimiento del sector servicios se está empezando a explotar una nueva fuente de generación de ingresos (uno de los pilares de la demanda de los consumidores). En adición, recurrir más a los servicios permite al país adoptar una trayectoria de crecimiento más lento, pero sostenible, que merma las actividades impulsadas por el amplio crecimiento de las manufacturas y la construcción, creando oportunidades para reducir la desigualdad en los ingresos.

Lejos del colapso, la economía de China se encuentra en un punto de inflexión; dado que el mecanismo de reequilibrio (transformación profunda de las fuentes de crecimiento de la producción) está en marcha. La recomposición de la actividad económica hacia los servicios es un buen indicador; aunado a las señales de una nueva disciplina en las políticas públicas, entre ellas, las orientadas a la moderación del crédito bancario al sector privado y a una política fiscal menos expansiva. Asimismo, los avances hacia la liberalización de las tasas de interés y la reforma del sistema de permisos residenciales, el cual restringe a un ciudadano a reubicarse libremente en el país, van en la dirección correcta.

Fuente: Roach, Stephen S., "Why China's economic rebalancing is good news?" World Economic Forum. 30 de julio de 2013.

**Gráfica 2**

Principales Índices Accionarios (1) (2)  
(índice)



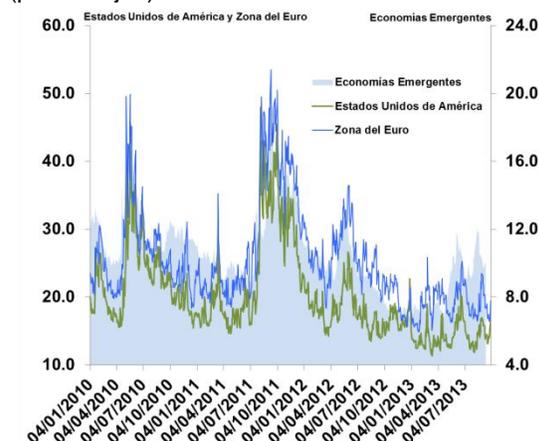
(1) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al Euro Stoxx 50; en los Estados Unidos de América, al Standard & Poor's 500; en Japón, al Nikkei; y en las economías emergentes y América Latina, el MSCI.

(2) Base Enero 2010 = 100, con información al 30 de septiembre de 2013.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 3**

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)  
(porcentajes)



(1) 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.

(2) Índice que mide la volatilidad esperada a 30 días a partir de los precios observados de las acciones, con información al 30 de septiembre de 2013.

Fuente: Bloomberg.

#### 4. Mercados financieros internacionales

En 2013, los mercados financieros internacionales han evidenciado un comportamiento mixto, dado que durante los primeros cuatro meses se caracterizaron por una evolución positiva y por bajos niveles de volatilidad, al superarse algunos de los principales riesgos que el año anterior impactaron negativamente las perspectivas de crecimiento mundial; sin embargo, en los meses subsiguientes, principalmente en el período de abril-agosto, registraron nuevos episodios de volatilidad ante la incertidumbre que generó, inicialmente, el programa de ayuda financiera a Chipre y las medidas de estímulo implementadas por el Banco de Japón. Desde mediados de mayo influyó la posibilidad de un retiro anticipado del estímulo monetario en los Estados Unidos de América, debido a la falta de precedentes sobre los posibles efectos que ello tendría en las condiciones financieras a nivel internacional; así como la desaceleración en el ritmo de expansión de las principales economías con mercados emergentes y en desarrollo. Sin embargo, a partir de septiembre se registró una mejora en los rendimientos bursátiles y una reducción en la volatilidad de los mercados, debido, especialmente a la decisión de la FED de mantener los estímulos monetarios y a la publicación de mejores indicadores de actividad económica en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y la República Popular China. Sin embargo, la falta de certeza respecto al límite del techo de la deuda en los Estados Unidos de América y la aprobación de su presupuesto para el funcionamiento del gobierno federal, habrían generado nuevos episodios de volatilidad.

Vale indicar que el mejor desempeño de la economía estadounidense, en especial del mercado laboral, indujo a los agentes económicos a incorporar la finalización del estímulo monetario en los precios de los activos, lo cual ocasionó un aumento significativo en las ventas de éstos, en mayor medida los del mercado de deuda, situando las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas en una senda hacia el alza, adelantando el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel internacional.

Ante dicho escenario y con el propósito de incrementar la confianza en los mercados financieros y reducir el endurecimiento de las condiciones de financiamiento, los bancos centrales de las

principales economías avanzadas<sup>10</sup> anunciaron su compromiso de mantener las tasas de interés oficiales en los niveles actuales. Al respecto, el Banco Central Europeo anunció que mantendría en niveles bajos su tasa de interés durante un período prolongado<sup>11</sup>. Por su parte, el Banco de Inglaterra confirmó la orientación futura de su política monetaria al especificar que, salvo ocurrieran acontecimientos adversos no previstos, la tasa de interés oficial no sería revisada al alza hasta que la tasa de desempleo se ubique alrededor del 7.0%<sup>12</sup>, lo cual podría ocurrir hasta 2016.

En las economías con mercados emergentes, las pérdidas tanto en el mercado de deuda como en el bursátil, fueron mayores, debido a la combinación de la ralentización económica y el endurecimiento en las condiciones financieras mundiales. Dichos factores provocaron una fuerte salida de capital, ocasionando prolongadas reducciones en el precio de los activos locales y una importante depreciación de sus monedas, principalmente en el tercer trimestre. En este contexto, se observó un aumento en las participaciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios con el propósito de mitigar el ritmo de depreciación de sus monedas.

Los mejores resultados en algunos indicadores de actividad tanto en los Estados Unidos de América, la República Popular China como en la Zona del Euro generaron una mejora significativa en los resultados de los mercados bursátiles y, la recientemente decisión de la Reserva Federal<sup>13</sup> relativa a que continuará evaluando el proceso de recuperación de la actividad económica antes de ajustar su estímulo monetario, provocó una disminución importante de la volatilidad en los mercados financieros. Dicha volatilidad volvió a surgir en octubre, debido al cierre administrativo temporal de algunas oficinas del gobierno estadounidense (denominado *Shutdown*) y a la incertidumbre respecto de las negociaciones políticas relativas al aumento del techo de la deuda pública estadounidense y el presupuesto federal. Al respecto el 16 de octubre, se logró un consenso político que posterga hasta el 7 de febrero de 2014 la vigencia del techo de la deuda, por lo que el gobierno podría abrir nuevamente las operaciones que cerró y

<sup>10</sup> Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés), Banco Central Europeo (BCE) y Banco de Inglaterra.

<sup>11</sup> El Consejo de Gobierno del BCE redujo la tasa de interés de política monetaria de 0.75% a 0.50% el 2 de mayo de 2013.

<sup>12</sup> Comunicado del 1 de agosto de 2013.

<sup>13</sup> Comunicado del 18 de septiembre de 2013.

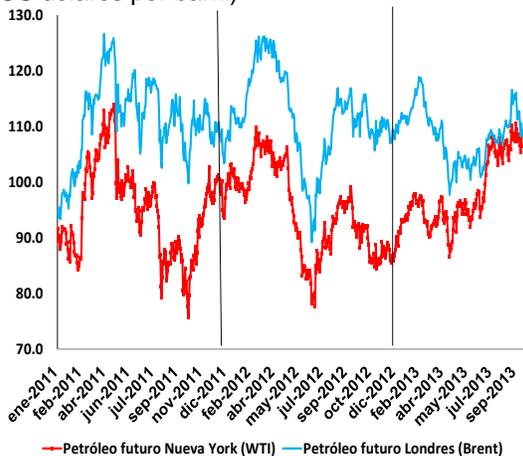
seguir con el plan de pago del servicio de la deuda lo que evitará un probable *default* de la deuda estadounidense. Luego de dicho acuerdo, los mercados reaccionaron positivamente y la mayoría de los índices accionarios cerraron al alza. No obstante, dicho acuerdo únicamente proporciona un alivio temporal, por lo que queda pendiente una solución más definitiva al problema estructural de las finanzas públicas estadounidenses, lo cual podría ser una fuente importante de incertidumbre y, por ende, de volatilidad en los próximos meses.

## 5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el tercer trimestre de 2013, a diferencia de lo reportado en el IPM a junio, las materias primas presentaron un comportamiento hacia el alza impulsada, principalmente, por la evolución del precio de los energéticos y los metales preciosos, ante la incertidumbre que generó en el mercado la situación en Oriente Medio. Dicho comportamiento alcista fue contrarrestado en parte por la evolución de precios de las materias primas relacionadas a los alimentos, principalmente los cereales, que mantuvieron la tendencia a la baja ante la perspectiva de niveles de producción adecuados para satisfacer la demanda. Asimismo, la expectativa generada en los mercados financieros por la probable finalización anticipada del programa de estímulo monetario por parte de la FED, contribuyó a generar incertidumbre y volatilidad en el mercado durante el período analizado.

**Gráfica 4**

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información a septiembre de 2013.

Fuente: Bloomberg.

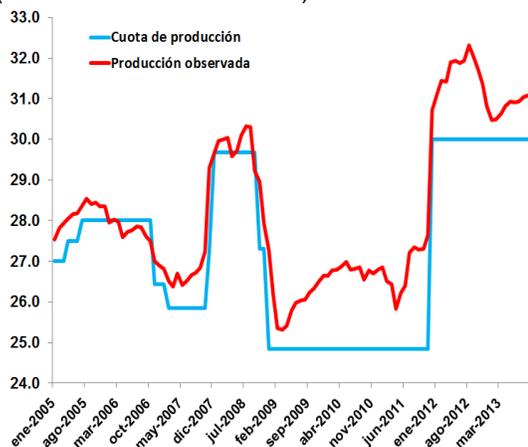
### a) Petróleo y gasolinás

Durante 2013, los factores fundamentales del mercado de petróleo (oferta y demanda) han contribuido a que el precio del crudo presente volatilidad, ya que la combinación entre la desaceleración en la producción y un sostenido incremento en la demanda ha provocado un balance extremadamente frágil. Asimismo, durante el tercer trimestre del año, factores geopolíticos contribuyeron a que el precio del petróleo aumentara, ante la incertidumbre de una probable suspensión en el flujo del crudo proveniente de Oriente Medio, lo que contribuyó a que se registraran cotizaciones superiores a US\$100.00 por barril para la variedad WTI en el mercado de Nueva York y de US\$110.00 por barril para la variedad Brent en Londres.

Por el lado de la oferta, de acuerdo con información de IHS CERA (*Information Handling Services, Cambridge Energy*

### Gráfica 5

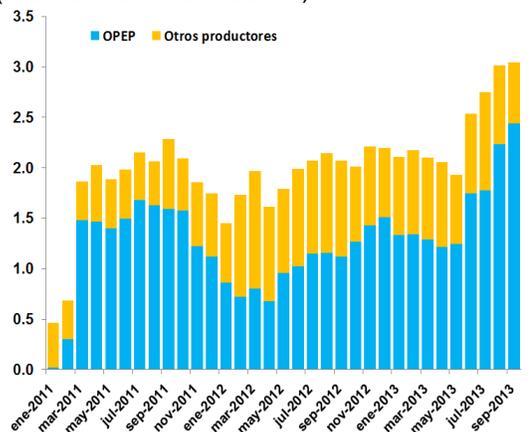
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)  
(millones de barriles diarios)



(1) Con información estimada a septiembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

### Gráfica 6

Interrupciones en el suministro mundial de petróleo (1)  
(millones de barriles diarios)



(1) Con información a septiembre de 2013.  
Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

Research Associates)<sup>14</sup>, se prevé que el volumen de producción para 2013 se sitúe en 92.4 millones de barriles diarios (mbd), cifra superior en 1.1% respecto de la producción registrada en 2012 (91.4 mbd). Sin embargo, durante el tercer trimestre de 2013, se registraron importantes problemas en la producción de petróleo, principalmente en el Mar del Norte (Europa), África y Oriente Medio, situación que redujo la oferta disponible de petróleo en el mercado internacional.

En lo que respecta a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), varios de sus miembros presentan problemas de producción. En Libia (África), los problemas generados en la administración pública continúan afectando a la producción de petróleo en dicho país, la cual se ha reducido en más de 64.0% respecto de los niveles de producción previos a la “Primavera Árabe”, según el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (DOE, por su siglas en inglés). En Nigeria, también se presentaron problemas en la producción, atribuidos principalmente a mantenimientos no planificados. En Oriente Medio, el enfrentamiento en Irak entre grupos opositores al gobierno continúa afectando la infraestructura petrolera en ese país; mientras que Irán continúa sujeto al embargo petrolero por parte de la Unión Europea por su programa nuclear. En respuesta a la caída en la producción de varios países miembros de la OPEP, Arabia Saudita, continúa incrementando paulatinamente su volumen de producción para compensar dichas caídas. En conjunto, la producción de la OPEP continúa siendo superior a la cuota acordada en diciembre de 2011, pero es inferior a los niveles observados en 2012.

En lo que respecta a otros productores de petróleo no miembros de la OPEP, en la región del Mar del Norte, Europa (Noruega e Inglaterra) se presentan problemas en las plataformas, como resultado del clima adverso extremo que ha provocado mantenimientos no planificados, lo que combinado con los mantenimientos planificados, provocaron una importante merma en la producción de crudo en esa región. Respecto de Sudán y Sudán del Sur (África), el diferendo que mantienen por el control de una importante área productora de petróleo continúa afectando sus

<sup>14</sup> Empresa que proporciona información y pronósticos respecto del sector energía a nivel mundial y regional (incluyendo, petróleo y productos refinados y gas natural).

exportaciones. En Oriente Medio, la situación en Siria (guerra civil) y Yemen (grupos opositores al gobierno) han afectado la producción de petróleo que se ha reducido significativamente, según reportes de IHS CERA y del DOE. En lo que respecta a la región latinoamericana, la producción de Brasil, el tercer productor de la región después de Venezuela y México, también está presentando importantes problemas por la combinación de factores climáticos y dificultades técnicas, de acuerdo a reportes del DOE.

Rusia y los Estados Unidos de América, continúan registrando incrementos en sus volúmenes de producción. En el caso de Rusia debido a la incorporación de nuevas áreas de extracción; y en el caso de los Estados Unidos de América, por la utilización de nuevas tecnologías de extracción, que ha permitido alcanzar los mayores niveles de producción desde 1989. El incremento en la producción de estos dos países contribuyó a moderar la tendencia alcista observada en el precio internacional del crudo.

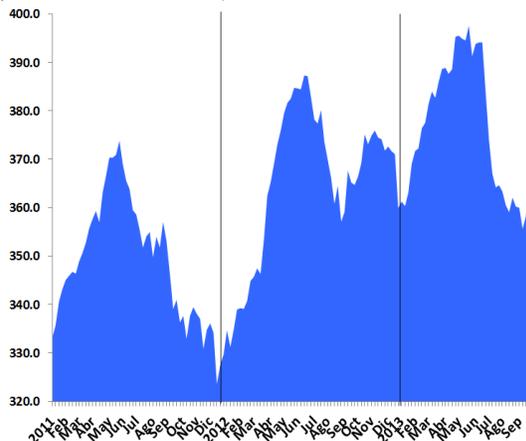
El DOE informó que las interrupciones en la producción de petróleo, a partir de junio, han llegado a un punto nunca antes visto, situándose a septiembre en aproximadamente 3.1 mbd, de los cuales 2.4 mbd se dejan de producir en los países miembros de la OPEP y 0.7 mbd en otros países, situación que ha contribuido a la incertidumbre y volatilidad en el mercado de petróleo.

En lo referente al nivel de inventarios de petróleo, en los Estados Unidos de América, a partir del tercer trimestre se observó una reducción importante, explicada, principalmente, por una alta demanda para refinamiento y algunos ajustes en la infraestructura que permitió que el petróleo producido se trasladara directamente a las refinerías, particularmente, desde las zonas productoras hacia el Golfo de México, según lo indicado por el DOE. Por su parte, el FMI ha indicado que en varios países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se registró también una disminución importante en los inventarios de petróleo como resultado de un incremento en la demanda de crudo.

Respecto a la demanda mundial de petróleo, IHS CERA estima que para 2013 ésta se situaría en 92 mbd, superior en 1.1% respecto de la registrada en 2012 (91 mbd). En lo que respecta a las economías avanzadas, la demanda de los Estados

**Gráfica 7**

**Inventarios de Petróleo en los Estados Unidos de América (1)**  
(millones de barriles)



(1) Con información al 27 de septiembre de 2013.  
Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

Unidos de América continúa siendo importante, a pesar de la moderada recuperación de su actividad económica. En Europa, la demanda de petróleo no presentaría cambios importantes, derivado del lento proceso de recuperación económica que se está registrando.

Por su parte, el consumo de petróleo en las economías emergentes, según IHS CERA, explica la mayor parte del incremento en la demanda mundial del crudo en 2013. Lo anterior, porque, principalmente, la República Popular China e India continúan presentando una demanda dinámica a pesar de la desaceleración de su actividad económica. De esa cuenta y por un cambio en las características del mercado estadounidense<sup>15</sup>, el DOE estima que en 2013 la República Popular China se convertirá en el mayor importador de petróleo del mundo, desplazando a los Estados Unidos de América. En el caso de la región latinoamericana y Oriente Medio, se estima que también registrarán un incremento en el consumo de petróleo.

En adición a los aspectos de oferta y demanda mencionados, durante el tercer trimestre, los factores geopolíticos tuvieron una importante incidencia en el comportamiento del mercado de petróleo, ante la incertidumbre que se generó por la probable suspensión en los suministros de petróleo provenientes de Oriente Medio, como resultado, principalmente, de dos factores: el primero, corresponde al golpe de estado en Egipto registrado el 3 de julio y, el segundo, relativo a la amenaza de una posible intervención militar multinacional en Siria, derivado de la utilización de armas químicas por parte del gobierno sirio en la guerra civil que se desarrolla en ese país. Cabe indicar que la solución parcial de ambas situaciones ha empezado a moderar su efecto negativo en el mercado; sin embargo, la amenaza continúa latente mientras no exista una solución definitiva.

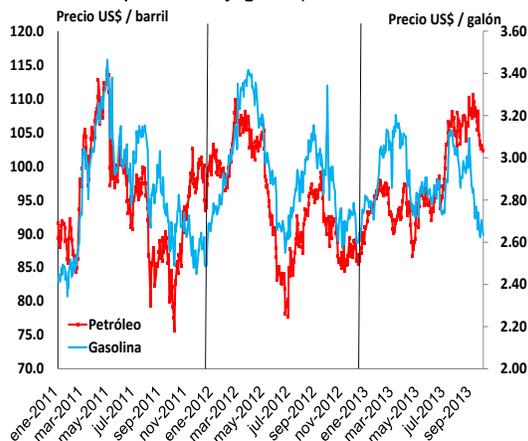
En resumen, el balance entre oferta y demanda continúa siendo superavitario, pero muy reducido, ante una oferta con importantes problemas en la producción y una demanda dinámica, principalmente de economías emergentes, situación que da lugar a un equilibrio relativo, pero con factores de riesgo.

---

<sup>15</sup> Explicado en parte, porque dicho país ha reducido significativamente su volumen de importaciones ante el incremento de la producción interna.

**Gráfica 8**

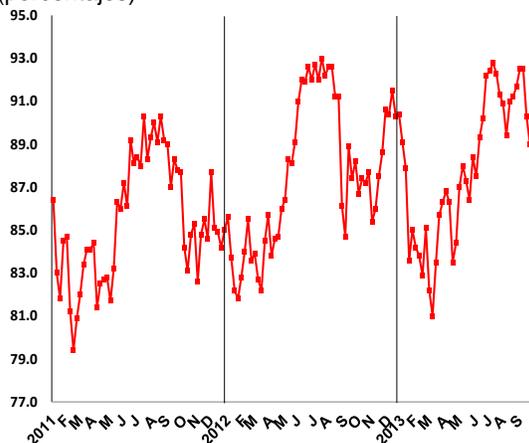
Precio Internacional del Petróleo y Gasolina (1)  
(US dólares por barril y galón)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información a septiembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 9**

Utilización de la Capacidad Instalada en Refinerías de los Estados Unidos de América (1)  
(porcentajes)



(1) Con información al 27 de septiembre de 2013.  
Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

**Cuadro 1**

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo  
Años 2012 - 2013  
(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de enero 2013			Estimación de julio 2013		
	2012(a)	2013(b)	Variación (%)	2012(a)	2013(b)	Variación (%)
Oferta	90.8	91.1	0.3	91.4	92.4	1.0
Demanda	89.5	90.5	1.0	91.0	92.0	1.0
Superávit (oferta - demanda)	1.3	0.6	-----	0.4	0.4	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS CERA.

En lo que respecta los derivados del petróleo, particularmente la gasolina, durante el tercer trimestre, la demanda mundial fue fuerte y sostenida, impulsada por el consumo en los países de la OCDE, así como de las economías emergentes, principalmente de los países denominados BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). Lo anterior provocó que la oferta mundial de gasolina registrara fuertes presiones, tomando en consideración que se realizaron mantenimientos no planificados de diversas refinerías, situación que provocó disminuciones importantes en los inventarios.

Como se anticipó en el IPM a Junio de 2013, a inicios del tercer trimestre, el precio internacional de la gasolina registró un importante incremento como resultado de la fuerte y sostenida demanda, principalmente en los Estados Unidos de América, durante el período de vacaciones (*driving season*), con lo cual hubo una importante reducción en los niveles de inventarios, que coincidió con mantenimientos no planificados en varias refinerías, provocando que las restantes en operación incrementarán significativamente sus operaciones, según reportes del DOE. Por otra parte, la crisis en Oriente Medio por los problemas en Egipto y Siria, también afectaron al mercado de gasolina, provocando presiones hacia el alza en las cotizaciones de dicho combustible.

A partir de mediados de agosto, la expectativa de una disminución en la demanda del combustible ante la finalización del período de mayor consumo, provocó una reducción en las cotizaciones internacionales, lo cual se mantuvo durante el resto del trimestre.

## Gráfica 10

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a septiembre de 2013.

Fuente: Bloomberg.

## b) Maíz

En el tercer trimestre de 2013, el precio internacional del maíz registró una reducción importante resultado de las perspectivas favorables en la producción mundial del grano para la cosecha 2013/2014, la cual se anticipa será récord. En tanto que la demanda mundial, a pesar que continuará dinámica, sería satisfecha por la oferta actual.

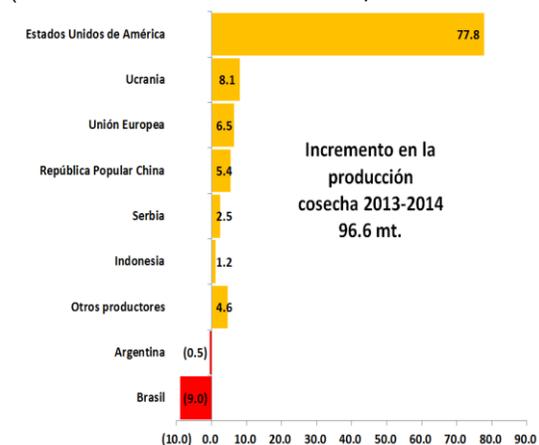
De acuerdo al Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) la producción mundial de maíz para la presente cosecha se situaría en 956.7 millones de toneladas (mt), cifra superior en 96.6 mt, equivalente a 11.2% respecto de lo producido en la cosecha anterior (860.1 mt). De este incremento esperado, los Estados Unidos de América contribuirán con 77.8 mt, equivalente al 80.5%, para alcanzar un volumen total de 351.6 mt en la presente temporada, constituyéndose en una cosecha récord para dicho país. Respecto de la producción de maíz en la región latinoamericana, se anticipa que Argentina y Brasil registren reducciones explicadas, en parte, por la disminución de las áreas de siembra.

Respecto de la demanda mundial, el USDA prevé que la misma se sitúe en 927.8 mt, superior en 58.5 mt, equivalente a 6.7% respecto de la cosecha anterior (869.3 mt). El incremento responde, principalmente, al consumo de los Estados Unidos de América y la República Popular China que en conjunto explicarían aproximadamente 89% del incremento total (52.3 mt).

El nivel de los inventarios mundiales del grano se situarían en 151.4 mt, reflejando un incremento de 28.8 mt, equivalente a 23.5% (122.6 mt en la cosecha previa).

## Gráfica 11

Producción Mundial de Maíz (1)  
Contribución por país en el incremento esperado  
para la cosecha 2013/2014  
(millones de toneladas métricas)



(1) Cifras a septiembre de 2013.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América.

## Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz  
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variaciones (%)	
	2011/2012 (a)	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2012/2013	2013/2014
Producción	884.4	860.1	956.7	-2.7	11.2
Consumo	880.8	869.3	927.8	-1.3	6.7
Déficit / Superávit	3.6	-9.2	28.9	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, septiembre de 2013.

## Gráfica 12

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a septiembre de 2013.  
Fuente: Bloomberg.

## c) Trigo

Durante el tercer trimestre de 2013, el precio internacional del trigo continuó la tendencia a la baja, atribuida, principalmente, a las expectativas de una favorable producción mundial del grano para la presente cosecha (2013/2014) derivado de condiciones climáticas favorables en algunas de las principales zonas productoras. Se anticipa que la producción de trigo será récord y se explicaría, principalmente, por la recuperación de producción en varios productores importantes que registraron daños el año pasado por condiciones climáticas adversas.

Según el USDA, la producción mundial de la presente cosecha sería de 708.9 mt, superior en 53.7 mt, equivalentes a 8.2% respecto de la cosecha 2012/2013 (655.2 mt), en buena medida, por la recuperación en la producción de Rusia, Unión Europea y Kazajistán, quienes en conjunto explican el 62.0% del incremento total previsto (33.3 mt). En contraste, los Estados Unidos de América, principal exportador mundial, reducirá ligeramente su producción, como resultado de una sustitución de cultivos, principalmente, para la producción de maíz y soya.

Respecto de la demanda mundial, para la cosecha 2013/2014 se prevé que la misma se sitúe en 706.5 mt, superior en 53.7 mt, equivalente a 3.8% respecto de la cosecha anterior (655.2 mt), asociada al incremento en el consumo de India, Rusia, Unión Europea y República Popular China, países que en conjunto sustentan el 51.5% del incremento previsto. Es importante indicar que, el incremento en el volumen de las importaciones de la República Popular China es resultado, principalmente, de una medida gubernamental para apoyar los inventarios estratégicos de dicho país y garantizar el abastecimiento interno.

## Cuadro 3

Producción y Consumo Mundial de Trigo  
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variaciones (%)	
	2011/2012 (a)	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2012/2013	2013/2014
Producción	697.2	655.2	708.9	-6.0	8.2
Consumo	696.8	680.7	706.5	-2.3	3.8
Déficit / Superávit	0.4	-25.5	2.4	-----	-----

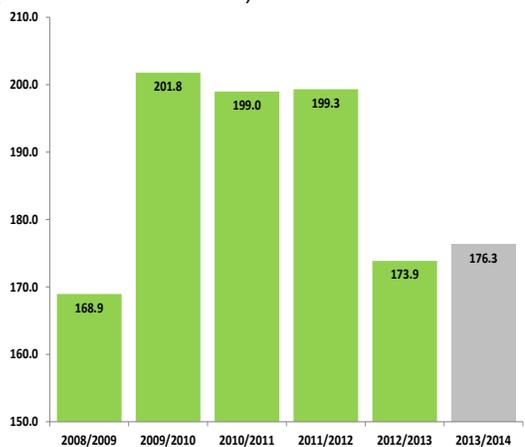
(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, septiembre de 2013.

### Gráfica 13

Inventarios Mundiales de Trigo (1)  
Cosechas 2008/2009 - 2013/2014  
(millones de toneladas)



(1) Cifras a septiembre de 2013.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América.

Los inventarios mundiales de trigo se situarían para la presente cosecha en 176.3 mt, superiores en 2.5 mt, equivalente a 1.4% respecto de la cosecha 2012/2013 (173.9 mt). Tomando en cuenta que el incremento registrado en los inventarios no es suficiente para compensar la reducción observada en la cosecha anterior, la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés) indicó que un nivel bajo de inventarios constituye un importante factor de riesgo para el precio internacional, en caso de registrarse nuevamente problemas en la producción.

### RECUADRO 3

#### ¿CÓMO SE AJUSTARÁ EL MERCADO DE PETRÓLEO ANTE LOS ELEVADOS PRECIOS DEL CRUDO?

El precio internacional del petróleo ajustado por inflación casi se ha triplicado en la última década; sin embargo, en los mercados de materias primas los incrementos considerables de precios (burbujas) tienden a finalizar. Como ha sucedido en ocasiones anteriores ¿está cerca el final del alza considerable de precios?

Actualmente, las condiciones en el mercado internacional de petróleo presentan algunas similitudes con las observadas en el principio de la década de los años ochenta, cuando se registró una caída profunda en los precios del crudo (los cuales se habían duplicado a consecuencia de la revolución de 1979 en Irán). Este colapso fue generado, entre otros factores, por una reducción en la demanda, tomando en cuenta que se registraron sustituciones en el consumo de petróleo (especialmente, en el sector energético), un incremento en la eficiencia en su uso (principalmente, asociados al transporte) y una recesión global. En tanto que, por el lado de la oferta, se registró un incremento en la producción petrolera en países no miembros de la OPEP. Lo anterior, lleva a cuestionar si lo ocurrido en esa década podría suceder de nuevo, tomando en cuenta la coyuntura actual en donde el crecimiento económico mundial se ha desacelerado y sus perspectivas están dominadas por riesgos a la baja, lo cual se ve reflejado en un menor crecimiento en el consumo; y, a la vez que aparecen nuevos yacimientos de petróleo, especialmente en Norteamérica.

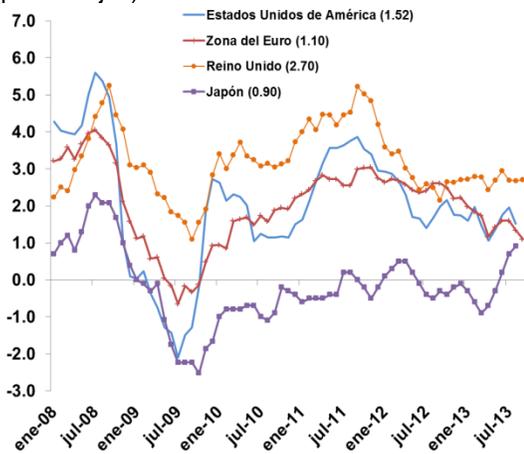
No está claro si estas similitudes son reales o superficiales, ya que los contextos son distintos. En aquel entonces, la demanda se redujo únicamente en los países industrializados (los mayores consumidores de ese tiempo), ya que en las economías emergentes y en desarrollo, la demanda se mantuvo creciendo. En el contexto actual, no se vislumbra un cambio estructural en los patrones de consumo, ya que, si bien, el consumo de las economías avanzadas ha disminuido desde 2006, no lo ha hecho de forma tan drástica como en los años ochenta. Además, existe una mayor ineficiencia en el consumo de las economías emergentes (emplean más petróleo que las economías avanzadas), razón por la cual desde los años noventa estos países han incrementado significativamente su consumo; incluso, llegando a ser los mayores consumidores mundiales del crudo. Adicionalmente, varios factores impiden que se registren cambios importantes en el consumo como los vistos en el pasado: el primero, es que el potencial de sustitución de fuentes de energía en el corto plazo es limitado, dado que en el pasado la tecnología existente permitía utilizar diversas fuentes de combustibles sin que esto representara incrementos importantes en el costo, pero considerando la eficiencia actual en el uso de combustibles, una nueva reducción en su consumo en el corto plazo no es viable. Asimismo, en el sector mundial de transporte, la tecnología de sustitución es limitada y su elevado costo impide un cambio masivo, tal es el caso de los vehículos eléctricos que tienen un costo bastante mayor que los de combustión interna. Por otra parte, a corto plazo una disminución significativa en la demanda mundial de petróleo sería posible solamente si las condiciones económicas mundiales empeoran considerablemente con respecto a lo que se espera.

Respecto de la oferta también existen similitudes y diferencias; dentro de las primeras, destaca el incremento en la producción de petróleo en países no miembros de la OPEP; sin embargo, se estima que, a diferencia de lo ocurrido en los ochenta, ahora la capacidad ociosa es limitada y focalizada. Adicionalmente, surge la pregunta si el actual auge petrolero, especialmente de otros productores fuera de OPEP, será suficiente para cubrir las limitaciones de oferta que se evidencian por el estancamiento en la producción registrado desde mediados de los años 2000, como consecuencia que grandes yacimientos de petróleo están llegando al final de su vida útil, fenómeno que afecta a varios productores, destacando la región del Mar del Norte (Europa) y México. Por otra parte, el crecimiento de la producción mundial de crudo depende de las inversiones para encontrar nuevos yacimientos, explotar los ya conocidos pero que aún no son utilizados, e incrementar la extracción de los actuales, para lo cual los altos precios del petróleo son necesarios, tomando en consideración que los desafíos técnicos son grandes, especialmente, la búsqueda de nuevos yacimientos (principalmente en la exploración de la Antártida o en aguas profundas como las costas de Brasil). En adición, se presentan otros obstáculos a la inversión como las restricciones a la participación extranjera en la inversión en algunos países y algunas consideraciones de seguridad (como ocurre en algunos países de Oriente Medio). A los precios actuales, alrededor de US\$100 por barril, los incentivos para invertir permanecen intactos; sin embargo, el desarrollo de nuevas fuentes está bastante limitado al punto que, la Agencia Internacional de Energía, considera que el incremento en la capacidad productiva neta en los próximos cinco años será muy limitado.

Fuente: "On the edge". Finance and Development. International Monetary Fund. September 2013.

## Gráfica 14

Ritmo Inflacionario Total de Economías Avanzadas (1) (porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2013. Estados Unidos de América y Japón a agosto.  
Fuente: Bancos centrales.

## 6. Inflación y política monetaria

En 2013, la inflación a nivel global se ha mantenido en niveles bajos y estables, especialmente en las principales economías avanzadas; mientras que en algunas economías emergentes y en desarrollo empezó a repuntar, particularmente durante el tercer trimestre. Asimismo, la dinámica de los precios al consumidor muestra diferencias entre las economías avanzadas y las economías con mercados emergentes, pero en ambos casos responde a tasas de crecimiento por debajo del potencial y a menores precios internacionales de las materias primas, a pesar de que en las principales economías avanzadas han prevalecido políticas monetarias con una postura altamente acomodaticia.

Aun cuando el comportamiento de la inflación ha sido heterogéneo, el ritmo inflacionario en las economías avanzadas permanece en niveles inferiores a las metas de política monetaria, con excepción del Reino Unido, aunque vale destacar el sostenido crecimiento del nivel de precios internos en Japón. En las economías con mercados emergentes, las presiones inflacionarias continúan moderadas, aunque los recientes episodios de depreciación de sus monedas y el alza en el precio internacional de los combustibles han contrarrestado parcialmente dicha tendencia.

En los Estados Unidos de América, la inflación anual se ubicó en 1.52% durante agosto, manteniéndose por debajo de la meta de largo plazo (2.0%) desde noviembre de 2012; sin embargo, la inflación mensual ha registrado variaciones positivas, las cuales han respondido, principalmente, a fluctuaciones en los precios de la energía. En este sentido, la Reserva Federal, reconoce que un ritmo inflacionario por debajo de 2.0% podría implicar riesgos para el desempeño económico, no obstante, se anticipa que la inflación tenderá hacia el objetivo meta en el mediano plazo, lo cual ha sido un factor relevante en la decisión de mantener el programa de estímulo monetario.

Asimismo, en la Zona del Euro, las presiones inflacionarias se han mantenido contenidas aunque muestran una tendencia decreciente desde principios de 2013, lo cual es reflejo de la persistente debilidad de la demanda agregada y el modesto ritmo de crecimiento, aunado a una disminución de los precios de la energía con relación a los niveles observados en 2012. Por su parte, las expectativas de mediano plazo continúan firmemente

ancladas, lo que ha permitido al Banco Central Europeo (BCE) mantener su actual política monetaria acomodaticia<sup>16</sup>, la cual responde, en una mayor medida, a procurar condiciones financieras favorables para un mayor crecimiento económico.

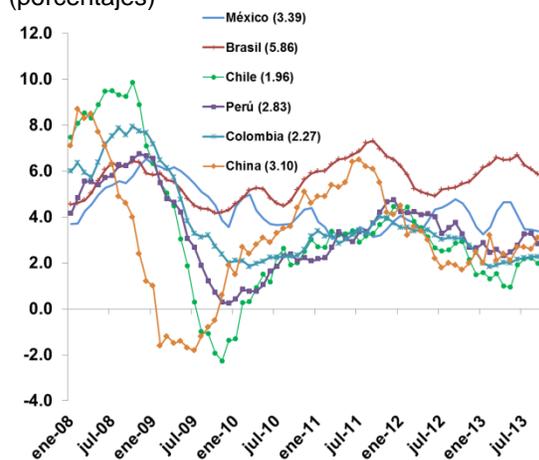
Entre las economías avanzadas, contrasta el comportamiento registrado en el nivel de precios del Reino Unido, el cual ha mostrado una tendencia creciente desde el tercer trimestre de 2012, lo que no ha impedido que el Banco de Inglaterra continúe con su postura de política monetaria acomodaticia. Asimismo, en Japón, luego de un año de deflación, el índice de precios al consumidor registró un incremento, que se asocia a la implementación de las medidas de estímulo monetario y fiscal.

En la mayor parte de las economías con mercados emergentes, la inflación se mantiene en línea con las metas fijadas, por lo que las autoridades monetarias han mantenido un sesgo más relajado. En Asia, la inflación en la República Popular de China continuó siendo menor al objetivo de mediano plazo (3.5%), aunque mostró ligeras variaciones que sugieren una estabilización de la demanda interna. Cabe indicar que el Banco Popular de China ha mantenido desde julio de 2012 la tasa de interés de política monetaria en 6.0%.

En América Latina, la inflación entre las principales economías que operan con metas explícitas de inflación se ha mantenido entre los márgenes de tolerancia establecidos por los bancos centrales; aunque con presiones inflacionarias distintas, particularmente México y Brasil que mantuvieron durante los primeros dos trimestres del año presiones inflacionarias más fuertes respecto de los otros países del grupo, que se moderaron ante la reducción de los precios internacionales de algunas de las materias primas y la menor demanda agregada; sin embargo, la reciente depreciación de las monedas respecto al dólar estadounidense (debido a la liquidación de posiciones en activos considerados riesgosos) y la continua alza en el precio de los combustibles, ha generado nuevas presiones inflacionarias (aunque moderadas). El comportamiento de la inflación, ha provocado tres tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias. Por una parte, en países como México y Colombia se

**Gráfica 15**

Ritmo Inflacionario Total de Economías Emergentes (1)  
(porcentajes)

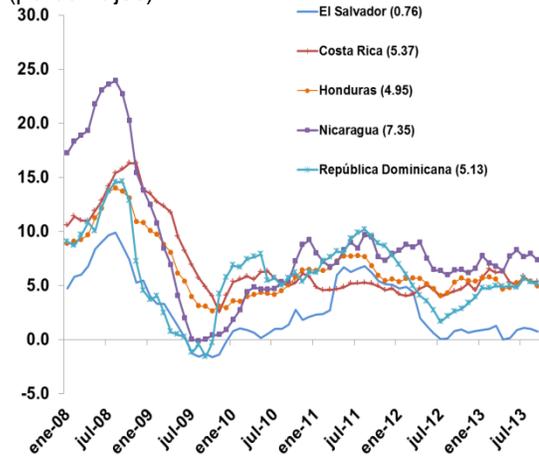


(1) Con información a septiembre de 2013.  
Fuente: Bancos centrales.

<sup>16</sup> En mayo de 2013 el BCE redujo su tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, para ubicarla en 0.50%.

### Gráfica 16

Ritmo Inflacionario Total de Economías de Centroamérica y República Dominicana (1) (porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2013.

Fuente: Bancos centrales.

decidió reducir la tasa de política monetaria; mientras que en Brasil, la economía con el mayor nivel de inflación de este conjunto de países, la tasa de interés objetivo (*Selic*) se ha incrementado en cuatro ocasiones durante 2013, lo cual responde también a la persistente depreciación del real brasileño; y, el resto de países no ha modificado su tasa de política, debido a que los diversos factores que han impactado el nivel de precios han sido temporales.

La inflación en los países de Centroamérica y la República Dominicana aumentó levemente en el primer semestre del año, experimentándose una moderación en los últimos meses (excepto Nicaragua), aunque persisten las presiones inflacionarias debido a los efectos del incremento en el precio internacional del petróleo en los rubros de transporte y combustibles. Asimismo, hasta el tercer trimestre de 2013, en adición a los factores de oferta, sobre todo en la división de alimentos, debido a factores climáticos adversos (exceso de lluvias), prevalecieron presiones de demanda, en varios de los países de la región, ante un aumento en el consumo, el cual se ha visto apoyado por mejoras en el ingreso real, incremento en las remesas familiares y el dinamismo del crédito bancario al sector privado, particularmente el de consumo.

**RECUADRO 4**  
**LA PERCEPCIÓN DE RIESGOS DE COLA<sup>1</sup> DERIVADA DE**  
**UNA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL**

Existe un amplio consenso de que las acciones de política adoptadas por varios bancos centrales, luego de la crisis económica y financiera mundial, han contribuido a mitigar algunos riesgos a la baja en los mercados financieros y en la economía global. En el caso particular de la Reserva Federal (FED), ésta inició sus programas de compra de activos de gran escala en diciembre de 2008 y con la compra de bonos del gobierno en marzo de 2009 (QE1). En septiembre de 2012, la FED anunció una combinación de políticas que incluía un aumento en los plazos de sus tenencias de Bonos del Tesoro y la compra de bonos hipotecarios por valores mensuales de US\$85.0 miles de millones (QE3). Asimismo, implementó una herramienta complementaria, la orientación prospectiva, es decir, el compromiso de las autoridades monetarias de continuar con bajas tasas de interés y demás políticas expansivas, indicando que la tasa de interés se mantendría en niveles bajos (entre 0.0% y 0.25%), hasta que la tasa de desempleo se ubicara por debajo de 6.5%, siempre y cuando las expectativas permanecieran ancladas al objetivo de inflación.

En ese contexto, la mayor parte de los estudios empíricos enfocaron su atención sobre el impacto de esta política monetaria no convencional en la curva de rendimientos, precios de los activos y, más recientemente, en los flujos de capitales hacia economías emergentes. Sin embargo, es importante conocer cuál es el impacto de los anuncios de política monetaria, principalmente de la FED, en los indicadores de volatilidad. Para el efecto, los autores comparan el efecto promedio de dichas medidas dentro de un rango de entre 5 y 10 días hábiles antes y después de cada anuncio, utilizando como variable aproximativa (*proxy*) de los indicadores de volatilidad, los efectos en la cola negativa de la curva de distribución implícita de las opciones.

Entre los principales resultados del estudio, destacan los siguientes:

1. Los anuncios relativos a las acciones de política no convencional de la FED reducen significativamente la percepción inmediata de riesgos a la baja de los inversionistas y persisten por varias semanas después de los anuncios. Vale resaltar que mientras las *proxies* de las medidas de riesgos de cola y los costos de cobertura mostraron señales claras de reacciones a los anuncios, el VIX (índice de volatilidad implícita de las opciones del S&P500 y de la Bolsa Mercantil de Chicago) tiende a responder con un rezago y con cambios significativos que se relacionan solamente con los anuncios más importantes; es por ello que la disminución en los riesgos de cola fueron mayores en los anuncios del QE1 y aún más cuando la FED anunció el QE3.

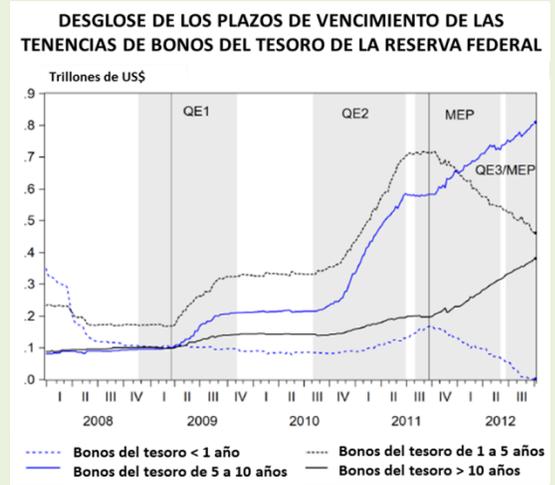
2. Con base en el análisis empírico, los autores encontraron que las compras de activos reales de la FED tuvieron un impacto en la percepción del riesgo que va más allá de los efectos del anuncio. En este sentido, las compras de bonos a mediano y largo plazos (vencimientos a cinco años o más) y las ventas de instrumentos de corto plazo (vencimientos inferiores a un año), denominadas *Operación Twist*, se asocian a un descenso significativo en la valoración del riesgo de cola, lo cual sugiere que la política de aumentar el vencimiento en las tenencias de activos de la FED pudo haber sido particularmente eficaz en la reducción de riesgos de cola percibidos y habría estimulado la toma de riesgos.

3. Los resultados del análisis econométrico revelan que el impacto de las compras de bonos de la FED ha cambiado con el tiempo, volviéndose el efecto más certero en el QE3.

En conclusión, las acciones de política monetaria no convencionales, como las diversas rondas de compras de activos por parte de la FED, han jugado un papel decisivo en la reducción de la percepción de riesgos de cola en la economía. En general, los resultados sugieren que las compras de activos del banco central y la comunicación pueden desempeñar un papel significativo en las expectativas del mercado y en el precio de los activos. Por tanto, las políticas del banco central, apoyadas en un compromiso claro y con condiciones bien diseñadas, pueden contribuir a la eliminación de las fallas de coordinación y reducir la percepción de riesgos y, por tanto, pueden disminuir la probabilidad de pánico financiero.

<sup>1</sup> Un riesgo de cola corresponde a la posibilidad de que un activo o un portafolio de activos se mueva (hacia arriba o hacia abajo) más de tres desviaciones estándar respecto de su precio actual. De una manera más general, un riesgo de cola es la posibilidad de que ocurra un evento sumamente raro.

Fuente: "The Response of Tail Risk Perceptions to Unconventional Monetary Policy". Bank for International Settlements. Septiembre de 2013. Documento de trabajo No. 425.



## **B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS**

Durante 2013, la actividad económica mundial crecería moderadamente (a pesar de las mejoras condiciones financieras globales y de los menores riesgos de corto plazo), a una tasa de 2.9% (3.2% en 2012); mientras que para 2014 el crecimiento podría ser de 3.6%. A diferencia de los análisis presentados en los últimos trimestres, las economías avanzadas han consolidado su ritmo de crecimiento recientemente, mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, si bien se han ralentizado, continuarían siendo los principales motores del crecimiento económico mundial.

Dicho impulso al crecimiento mundial procedería, principalmente, de la recuperación económica de los Estados Unidos de América, en concordancia con una disminución gradual de los efectos de la consolidación fiscal y la prevalencia de condiciones monetarias acomodaticias, aunque éstas podrían variar en el corto plazo, considerando que los mercados están cada vez más convencidos de que la política monetaria ya se encuentra en un punto de inflexión. La recuperación sostenida del mercado inmobiliario, la mayor riqueza de los hogares, condiciones de financiamiento favorables y un repunte en el crédito al sector privado, serían el sustento de la recuperación. No obstante, el FMI señala que dicho crecimiento estará condicionado al supuesto de que el gasto público discrecional se autoriza en el Congreso y se ejecuta conforme a lo proyectado y que se eleva el tope de la deuda pública de manera oportuna.

En Japón, se anticipa que en 2013 la actividad económica continuará expandiéndose a un ritmo similar al registrado el año anterior, impulsada por la flexibilización cuantitativa y cualitativa de la política monetaria y por el mayor gasto público (el FMI estima que el estímulo fiscal podría ser equivalente al 1.4% del PIB). Sin embargo, para 2014, se espera una considerable desaceleración del ritmo de crecimiento económico, debido a los planes de consolidación fiscal, aunado al estancamiento de los salarios y al aumento previsto al impuesto sobre ventas; el nivel de precios se espera se incremente más allá de la meta de inflación de mediano plazo (2.0%).

En la Zona del Euro, la actividad económica podría estabilizarse en los últimos meses de 2013 en los países de la

periferia, mientras que en las economías del centro la recuperación podría ser más acelerada, dado que por primera vez, luego de seis trimestres en recesión, la Zona registró un leve crecimiento. Para 2014 el escenario es más alentador, debido a que las restricciones fiscales se reducirán; sin embargo, el crecimiento sería escaso, debido a que las condiciones crediticias continuarán siendo limitadas y persistirá la debilidad de la demanda interna, particularmente en los países de la periferia, lo que a su vez, implicará que la tasa de desempleo continúe en niveles elevados y que los niveles de inflación se ubiquen considerablemente por debajo de la meta establecida por el Banco Central Europeo (2.0%). Los retos para reducir la fragmentación financiera y fortalecer la unión monetaria, aún persisten.

Para las economías con mercados emergentes, especialmente la República Popular de China y América Latina, se prevé que en 2013 se registre una moderada desaceleración, aunque en 2014 la actividad económica podría ser más dinámica, apoyada en las exportaciones, las cuales a su vez están impulsadas por una mejora en el crecimiento de las economías avanzadas y un consumo sólido alentado por bajos niveles de desempleo. Se estima que en China el gobierno no promoverá mayores estímulos a la economía, lo que sería consistente con la transición hacia un modelo de crecimiento más balanceado y sostenible, dado que el mecanismo de rebalanceo (transformación profunda de las fuentes de crecimiento de la producción) está en marcha. Por su parte, la moderación del ritmo de crecimiento, en adición a un escenario de estabilidad en los precios internacionales de las materias primas, permitirá que la inflación se mantenga en torno a 3.0% en 2013 y en 2014.

Las estimaciones de crecimiento para América Latina y el Caribe son levemente menores, luego de la moderación registrada en el primer semestre del año y por los efectos de condiciones financieras internacionales más restrictivas. En las economías con sistemas financieros más integrados (Chile, Colombia y Perú), el dinamismo se acelerará en 2014, debido a los altos niveles de empleo, así como al sostenido crecimiento del consumo y el crédito que permitirán que el crecimiento del PIB se ubique cerca de su potencial, lo que también, implica que la inflación permanecería relativamente contenida.

La economía brasileña mostrará una recuperación en 2013, impulsada por un mayor nivel de inversiones y de inventarios privados; sin embargo, la debilidad del consumo interno, el cual ha sido afectado por una alta tasa de inflación, que ha provocado una caída en los ingresos reales limitaría una mayor expansión. En México, la actividad económica se desacelerará considerablemente en 2013, debido al menor gasto del gobierno, a la contracción del sector construcción y a una menor demanda de productos mexicanos por parte de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial. No obstante, se espera que en 2014 el crecimiento se recupere gradualmente, debido a la mejora en la actividad manufacturera ante un panorama más alentador en la economía estadounidense, aunado a los resultados positivos que se estima tendrán las reformas estructurales impulsadas por el gobierno mexicano. En este contexto, se espera que ante la ausencia de presiones de demanda, la inflación se mantenga estable y en torno a la meta de política monetaria del Banco de México.

De acuerdo con el FMI, los riesgos a la baja continúan prevaleciendo en las perspectivas para la economía mundial, en un entorno de mayor incertidumbre, destacando las preocupaciones por el largo período de escaso crecimiento, así como por las constantes tensiones derivadas de la falta de consenso en la aprobación del presupuesto del gobierno federal en los Estados Unidos de América y las negociaciones en torno al límite de la deuda federal. Por su parte, los mercados financieros internacionales se han estrechado nuevamente debido a la probabilidad de que la Reserva Federal inicie el retiro gradual de su estímulo monetario, mientras que las perspectivas de actividad económica no han mejorado como se esperaba, lo cual ha afectado, en mayor medida, a las economías con mercados emergentes y en desarrollo. Asimismo, los riesgos geopolíticos permanecen altos, pudiendo elevar el precio internacional de algunas materias primas, principalmente el petróleo. Sin embargo, los riesgos parecieran estar balanceados, ante un incremento en la confianza por una recuperación sostenida en los Estados Unidos de América y Japón, así como por un panorama más alentador para la Zona del Euro.

**Cuadro 4**

Proyecciones de Crecimiento e Inflación de los Socios Comerciales (porcentajes)

	PIB			INFLACIÓN		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014
<b>Principales socios</b>						
Estados Unidos	2.8	1.6	2.6	1.8	1.2	1.7
México	3.6	1.2	3.0	4.0	3.3	3.1
El Salvador	1.9	1.6	1.6	0.8	2.3	2.6
Zona del Euro	-0.6	-0.4	1.0	2.2	1.3	1.4
China	7.7	7.6	7.3	2.5	3.0	3.0
Honduras	3.9	2.8	2.8	5.4	5.5	5.0
<b>Otros socios</b>						
Colombia	4.0	3.7	4.2	2.4	2.4	3.0
Japón	2.0	2.0	1.2	-0.2	0.7	3.5
Brasil	0.9	2.5	2.5	5.8	5.9	5.8
Chile	5.6	4.4	4.5	1.5	2.6	3.0
Perú	6.3	5.4	5.7	2.6	2.8	2.2
Reino Unido	0.2	1.4	1.9	2.6	2.7	2.3
<b>Economías avanzadas</b>	1.5	1.2	2.0	1.7	1.4	1.9
<b>América Latina y el Caribe</b>	2.9	2.7	3.1	5.9	6.9	6.4
<b>Economías con mercados emergentes y países en desarrollo</b>	4.9	4.5	5.1	6.2	6.0	5.5
<b>Mundial</b>	3.2	2.9	3.6	3.9	3.7	3.8
<b>Principales socios</b>	3.1	2.1	2.9	2.3	2.0	2.2

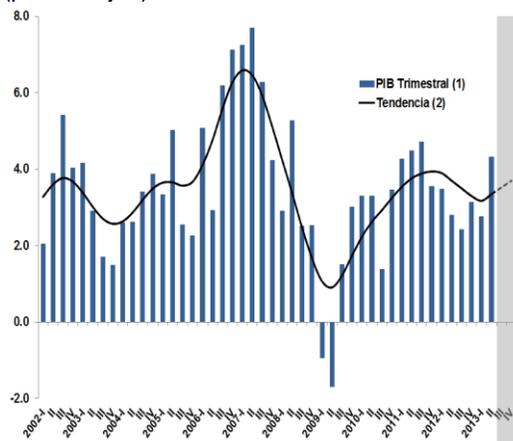
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Panorama Económico Mundial. Octubre de 2013.

## II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

### A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

**Gráfica 17**

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a junio de 2013.

(2) Proyectada a diciembre de 2013, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

Durante el segundo trimestre de 2013, con base en los resultados del PIB Trimestral, la actividad económica registró una tasa de crecimiento interanual de 4.3%, la más alta observada en los últimos siete trimestres. Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en incrementos observados en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en incrementos del consumo privado y público y de las exportaciones de bienes y servicios. Este crecimiento está en línea con las previsiones del Banco de Guatemala para 2013 (de entre 3.2% y 3.6%) y es mayor al del año anterior (3.0%), ver Anexo 1.

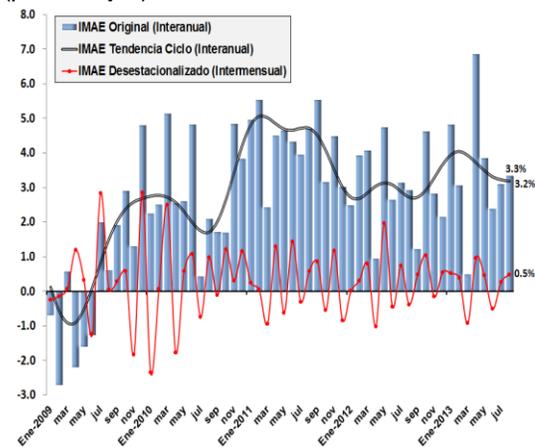
En cuanto a otros indicadores de corto plazo, el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) a agosto del presente año, registró un crecimiento de 3.3%<sup>17</sup>, influenciado, principalmente, por la incidencia positiva en las actividades económicas siguientes: intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; industrias manufactureras; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; y, servicios privados. Por su parte, la tasa de crecimiento interanual de la tendencia-ciclo a agosto fue 3.2%, lo cual sugiere que la actividad económica podría mantener un ritmo de crecimiento superior al 3% durante los trimestres tercero y cuarto (gráfica 17). Con dicho resultado y, tomando en cuenta que el resultado acumulado del PIB trimestral de primero y segundo trimestres es de 3.6%, el crecimiento económico en términos anuales se ubicaría en el rango previsto por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala (3.2% - 3.6%).

### B. SECTOR EXTERNO

El comportamiento del comercio exterior a agosto de 2013, sobre la base de la información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT)<sup>18</sup>, continuó reflejando una moderada recuperación respecto al mismo período de 2012, acorde con el crecimiento del comercio mundial previsto para 2013 (2.9%, según el FMI).

**Gráfica 18**

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



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a agosto de 2013.

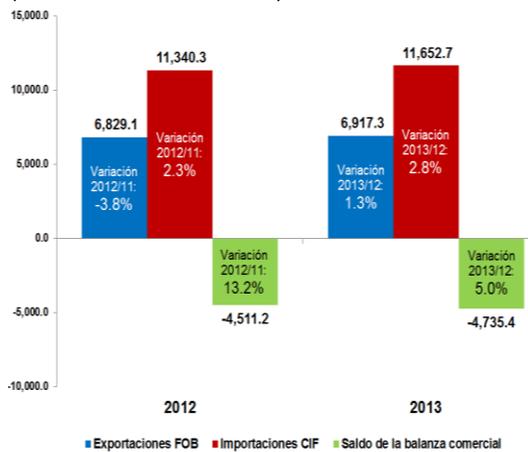
Fuente: Banco de Guatemala.

<sup>17</sup> Variación interanual de la serie original del IMAE.

<sup>18</sup> Proveniente de las declaraciones de mercancías y formularios aduaneros únicos de exportación.

## Gráfica 19

### Balanza Comercial de Bienes (1) (millones de US dólares)



(1) Con información a agosto de cada año.

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

Las exportaciones, registran un crecimiento en términos de valor de 1.3%, reflejo fundamentalmente de la caída en los precios internacionales de los principales productos de exportación (17.3%), pues en términos de volumen muestran un crecimiento extraordinario (22.5%). Entre los principales productos de exportación destacan los incrementos en valor registrados en las ventas de azúcar, artículos de vestuario y banano, mientras que entre las que disminuyeron están el café y las piedras y metales preciosos y semipreciosos. El aumento de 32.5% en el valor de las exportaciones de azúcar obedece, principalmente, al mayor volumen exportado (41.2%), dado que el precio medio por quintal bajó 6.2%, al pasar de US\$23.63 a US\$22.17, el cual, de acuerdo con la Organización Internacional del Azúcar, ha sido afectado negativamente por una sobreoferta mundial, debido, principalmente, a las abundantes cosechas de caña de azúcar en Brasil y Australia.

En el caso de artículos de vestuario, el 9.4% de aumento refleja incrementos tanto del volumen como del precio medio de exportación (5.0% y 4.2%, respectivamente), ante una mayor demanda, principalmente, de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 90.0% de la producción de dicho sector.

En las exportaciones de banano, el incremento de 15.1%, se explica por el aumento de 10.4% en el volumen y de 4.3% en el precio medio; el mayor volumen exportado, de acuerdo a la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A., fue posible debido a la mayor productividad de las plantaciones, en un contexto de condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras del país, tanto en 2012, como en el primer semestre de 2013; aunado a una mayor demanda proveniente de los Estados Unidos de América, mercado al que se destina casi la totalidad del producto.

En el caso de las exportaciones de café, la disminución de 22.2% refleja la caída de 23.6% en el precio medio pues el volumen se incrementó levemente (1.8%). De acuerdo con el sistema noticioso *Bloomberg*, la caída en el precio internacional del café obedece a las mayores cosechas en Brasil, India y Vietnam, tres de los principales productores a nivel mundial, lo cual habría generado sobreoferta del grano.

Respecto a las ventas al exterior de piedras y metales preciosos y semipreciosos, éstas continuaron cayendo (17.6%),

reflejo, principalmente, de la reducción del precio medio (15.9%), en línea con el comportamiento observado en los mercados internacionales del oro y la plata.

Por su parte, el valor de las importaciones se incrementó en 2.8% a agosto, ante el aumento, tanto del precio medio (2.2%) como del volumen (0.4%). Este comportamiento se refleja en la mayor demanda de bienes de capital (8.6%), materias primas y productos intermedios (3.3%) y bienes de consumo (2.8%); y caídas en materiales de construcción y de combustibles y lubricantes (3.5% y 2.4%, respectivamente).

Como resultado, la balanza comercial refleja un déficit de US\$4,735.4 millones, superior en 5.0% al del mismo período del año pasado.

Por otra parte, el ingreso de divisas por remesas familiares, luego de mostrar en el primer semestre del año un ritmo de crecimiento moderado (5.0%), registró una aceleración en el tercer trimestre de 2013, creciendo, en términos interanuales, a un ritmo promedio de 7.6%. En efecto, con información proveniente del Mercado Institucional de Divisas, a septiembre de 2013, las remesas familiares alcanzaron un monto de US\$3,801.3 millones, que significa incremento de 5.9% respecto del mismo período del año previo; lo cual, en buena medida, se debe a la recuperación que en los últimos meses ha experimentado el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos.

En ese contexto, el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense mantuvo un comportamiento consistente con su estacionalidad registrando una depreciación nominal acumulada de 0.12%.

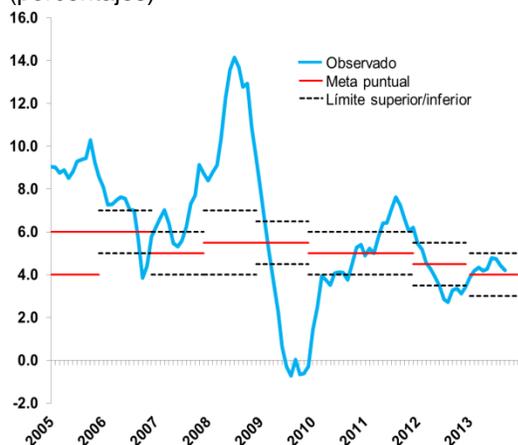
## **C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA**

### **1. Evolución reciente de la inflación**

La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a septiembre se situó en 4.21%, valor que se encuentra dentro del margen de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), aunque por encima del valor puntual de la meta de inflación. En el primer semestre del año, la inflación estuvo impulsada principalmente por factores de demanda, congruentes con la evolución de la actividad económica, la mejora en el ingreso

**Gráfica 20**

Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



(1) Variación del índice del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior, con información a septiembre de 2013.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

**Gráfica 21**

Impacto por División de Gasto en el Ritmo Inflacionario Total (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2013.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

disponible debido al aumento en los salarios medios y en el nivel de empleo formal, así como con el dinamismo de las remesas familiares. Dichas presiones empezaron a reducirse, aunque moderadamente, a partir del tercer trimestre del año, período en el que también se observó menor presión por el lado de la oferta, dado que se dieron disminuciones en precios de algunos alimentos.

A nivel de gastos básicos, los principales incrementos se registraron en algunos rubros de alimentos como las carnes, huevos, vegetales y pan, y de energéticos como el gas propano, cuyas alzas fueron moderadas por las reducciones registradas en el servicio de electricidad, las gasolinas y el diésel. Vale indicar que la reducción observada en los precios internacionales del maíz y del trigo habría impulsado los precios internos a la baja, mientras que el incremento registrado en el precio internacional del petróleo por factores geopolíticos habría afectado el IPC al alza desde principios del tercer trimestre.

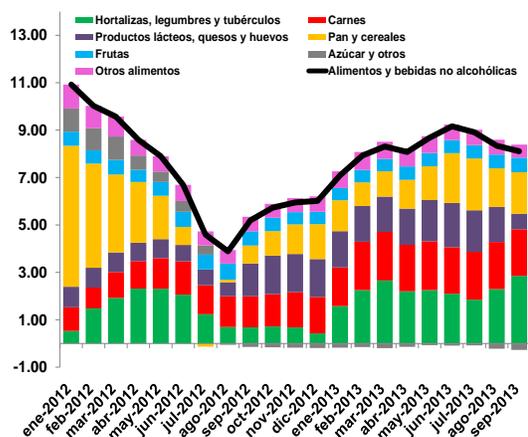
En el comportamiento de la inflación, sobresale la evolución de las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; y *Prendas de vestir y calzado*, que en conjunto explican el 91.21% de la inflación total observada a septiembre (gráfica 21).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* registró, en promedio, el mayor impacto, dado que durante el año ha observado incrementos por encima de 8.0%. Dicha división registró a septiembre una variación interanual de 8.11%, explicando el 59.38% de la inflación total. Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; las Carnes; el Pan y cereales; los Productos lácteos, quesos y huevos; y las Frutas. En el caso de las Hortalizas, legumbres y tubérculos, fue reflejo de los incrementos registrados en los precios medios de tomate, güisquil, cebolla y papa, que según información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), obedece a una disminución en la oferta disponible en el mercado interno, así como al incremento en la demanda del mercado salvadoreño.

En lo que respecta al grupo de gasto Carnes, durante el tercer trimestre del año, se observó una variación similar a la registrada en el segundo trimestre con un incremento en el precio

## Gráfica 22

División de Gasto Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (1)  
(porcentajes)

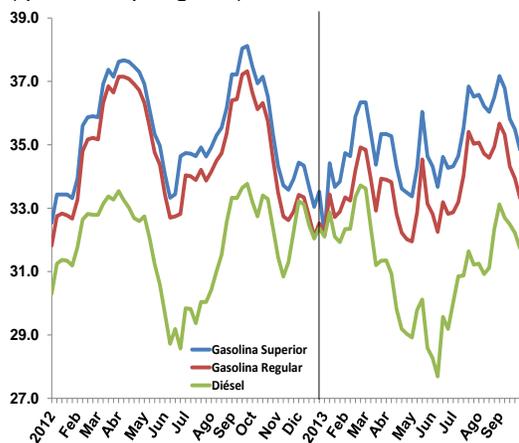


(1) Variación interanual e impactos por grupo de gasto, con información a septiembre de 2013.

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

## Gráfica 23

Precios de los Combustibles en el Área Metropolitana de Guatemala (1)  
(quetzales por galón)



(1) Con información al 30 de septiembre de 2013.

Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

medio de la carne de res, particularmente en julio, pero una estabilización en el precio medio de la carne de pollo. En lo que se refiere a la carne de res, el principal factor que afectó su evolución fue la reducción de la oferta en el mercado interno; mientras que en el caso de la carne de pollo, se registró una normalización en el abastecimiento del mercado interno<sup>19</sup>.

El grupo de gasto Pan y cereales, a partir de marzo de 2013, reflejó los incrementos observados en el pan y, en menor medida, los de productos de tortillería. A septiembre, empezó a registrar un aumento derivado de los incrementos en los productos de tortillería, asociados al alza del gas propano y la leña; a pesar de la disminución en el precio medio del maíz. Respecto del gasto básico pan, la tasa de crecimiento de su precio medio paulatinamente registra una disminución, asociada a la reducción en el precio internacional del trigo; sin embargo, aún permanece en niveles altos por el incremento en el precio del gas propano.

Con relación a los Productos lácteos, quesos y huevos, en el tercer trimestre se registró una moderación en su tasa de crecimiento, explicada, principalmente, por la reducción en el precio medio de los huevos, lo cual se atribuye a la normalización de la oferta en el mercado interno, luego del desabastecimiento registrado durante mayo y junio por el problema de la gripe aviar en México.

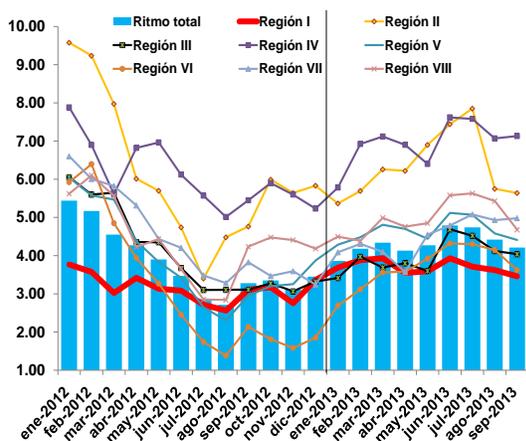
Respecto del grupo de gasto Frutas, el incremento se atribuyó, entre otros, a las alzas registradas en el precio medio del aguacate, las naranjas y las frutas de estación (principalmente los limones), atribuido a factores estacionales en su producción, de acuerdo a reportes del MAGA.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual de 5.97% y explicó 17.10% de la inflación total a septiembre. En dicho comportamiento incide la evolución de los precios del Gas propano y el Servicio de electricidad. En el caso del Gas propano, éste se explica; por una parte, por el incremento continuo desde diciembre de 2012, luego de la “guerra de precios” entre las dos principales distribuidoras de

<sup>19</sup> Desde finales de 2011, los problemas de oferta de ganado en México provocaron que el precio de la carne en ese país observara un alza importante, situación que afectó al mercado guatemalteco, ya que parte de la producción de ganado se vendió al vecino país por registrar precios más altos, dicha situación ha venido regularizándose gradualmente y aunque el precio de carne ha seguido registrando incrementos, lo ha hecho a un ritmo más moderado respecto del primer semestre del año. Por otra parte, la gripe aviar en México también afectó la oferta interna de aves por el trasiego que se dio hacia dicho país, lo que ocasionó un fuerte incremento en el precio interno de la carne de pollo durante el segundo trimestre del año, situación que se ha estabilizado ante el incremento en la oferta de dicha carne.

**Gráfica 24**

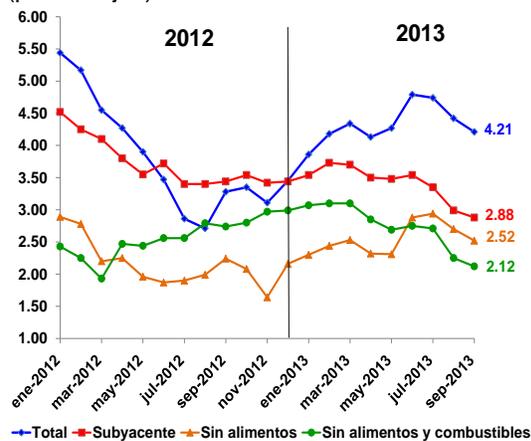
Ritmo Inflacionario Total y por Regiones (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2013.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

**Gráfica 25**

Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2013.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

gas y, por la otra, por el incremento observado en el precio internacional del gas natural, el cual en el segundo semestre del año tiende a incrementarse por el invierno en el hemisferio norte. El Servicio de electricidad, entre enero y julio, presentó importantes alzas atribuidas al incremento en los pliegos tarifarios trimestrales, al alza en las tarifas municipales por alumbrado público y a la reducción en el subsidio proporcionado por el Instituto Nacional de Electrificación (INDE) a la tarifa social. Sin embargo, a partir de agosto, registra una importante reducción explicada por la disminución de las tarifas eléctricas para el trimestre agosto-octubre del presente año, respecto de las vigentes en igual periodo de 2012, y a la reducción en las tasas municipales de alumbrado público en algunas regiones del país.

La división de gasto *Restaurantes y hoteles*, observó a septiembre una tasa de variación interanual de 2.56% que explica el 5.46% de la inflación total. Dicha división de gasto ha sido influenciada por el incremento en el precio medio de los gastos básicos Almuerzo consumido fuera del hogar, las Otras comidas consumidas fuera del hogar y el Desayuno consumido fuera del hogar, los cuales fueron afectados por las alzas registradas en varios rubros de los alimentos y el gas propano.

Con relación a la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, ésta presentó a septiembre una variación interanual de 3.17% y explicó 5.23% de la inflación total.

La división de gasto *Transporte*<sup>20</sup> mostró a septiembre una tasa de variación de 0.30%, resultado atribuido principalmente a la reducción en los precios de las gasolinas superior y regular (gráfica 23).

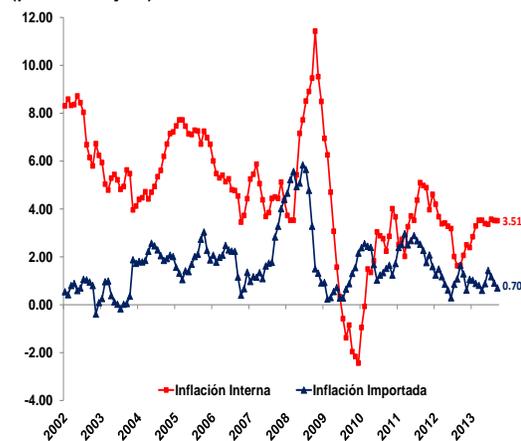
En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país<sup>21</sup>, a septiembre, se observa un alza en todas las regiones, destacando dentro de estas, los incrementos registrados en las regiones II y IV (gráfica 24). Vale indicar que, en cinco de las regiones se registraron variaciones interanuales superiores al ritmo inflacionario total; sin embargo, estas representan, en conjunto, el 36.7% de la ponderación total. Dicho comportamiento es explicado,

<sup>20</sup> Vale indicar que ésta división de gasto, históricamente tiene una alta incidencia en el comportamiento de la inflación total, sin embargo, en septiembre fue la división de gasto que presentó la menor tasa de variación interanual positiva.

<sup>21</sup> La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Petén).

**Gráfica 26**

Composición del Ritmo Inflacionario (1)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a septiembre de 2013.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

principalmente, por el mayor impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas* y *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*.

Con relación a la inflación subyacente, ésta registró a septiembre de 2013 una variación interanual de 2.88%, la cual refleja que los rubros que más volatilidad tuvieron fueron los del rubro de alimentos y que al eliminarlos del IPC total explican la desaceleración en el comportamiento de este indicador (gráfica 25).

La inflación importada, a septiembre registra una disminución, asociada, principalmente, a la reducción observada en el precio internacional del maíz, del trigo y de los combustibles (gráfica 26).

## 2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos

### a) Pronósticos de corto plazo

La inflación total observada a septiembre se ha ubicado dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, con una tendencia al alza en el primer semestre y una moderación de dicha trayectoria durante el tercer trimestre; por su parte, la inflación subyacente ha seguido una trayectoria similar aunque más estable, especialmente durante el primer semestre. Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en valores entre 3.75% y 5.75% y entre 3.90% y 5.90% para diciembre de 2013 y diciembre de 2014, respectivamente; ambos valores por encima de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 2.45% y 4.45% y entre 3.05% y 5.05% para diciembre de 2013 y diciembre de 2014, en su orden; en el caso del pronóstico para diciembre de 2013 por debajo de los límites superior e inferior, en tanto que el de diciembre de 2014 ligeramente por encima de los referidos límites; igualmente, con una baja respecto de los pronósticos de junio. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

La trayectoria de la inflación según los pronósticos de corto plazo, estaría sujeta a ciertos factores tanto internos como externos, que provocarían fluctuaciones temporales en la inflación. Entre los factores externos se contempla un escenario en el que la moderación en el ritmo de crecimiento económico mundial continúa

**Gráfica 27**

Ritmo Inflacionario Total  
(porcentajes)

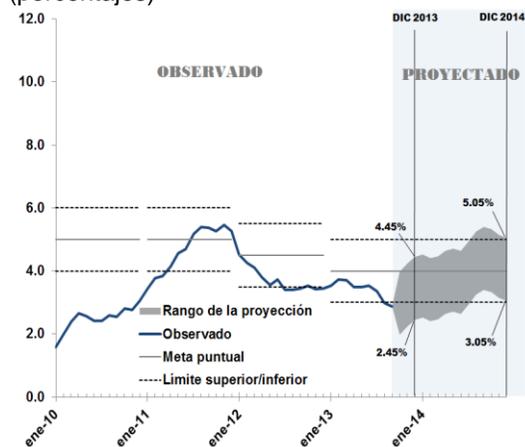


Nota: Información observada a septiembre de 2013 y proyectada a diciembre de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

**Gráfica 28**

Ritmo Inflacionario Subyacente (porcentajes)



Nota: Información observada a septiembre de 2013 y proyectada a diciembre de 2014.

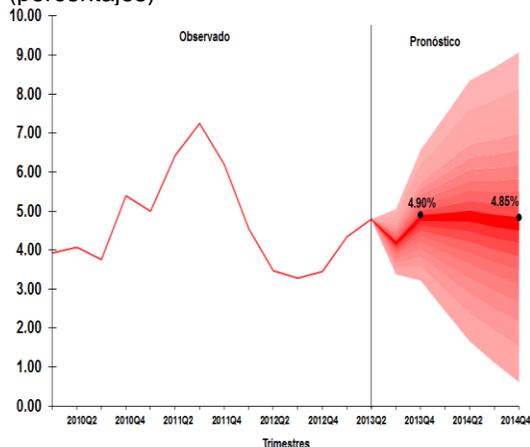
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

sesgando a la baja los precios de los bienes importados en el mediano plazo. Dicho escenario se vería contrastado por la incidencia de los factores internos siguientes: 1) incrementos en el precio de las hortalizas y legumbres, como consecuencia de los efectos del invierno y de un incremento en la demanda externa; 2) una baja en el precio internacional del trigo que no se reflejaría en una significativa reducción en el precio de la harina de trigo en el corto plazo y, por ende, tampoco en el precio del pan; 3) incrementos estacionales en los rubros de carnes por la demanda de fin de año, aunque no se prevé que representen un importante riesgo inflacionario; 4) estabilidad en la última parte del año en el precio de las gasolinas y que no ocurran incrementos adicionales en el precio del gas propano; y 5) incrementos en las tarifas de electricidad para el trimestre de noviembre de 2013 a enero de 2014, ante el alza en el precio del *bunker*, la reducción en el subsidio del INDE y el traslado al consumidor final de las nuevas tarifas de distribución autorizadas por la Comisión Nacional de Energía Eléctrica. Por su parte, los pronósticos para 2014 responden, principalmente, a la evolución del precio del petróleo y sus derivados y al ritmo de crecimiento de la economía mundial, así como de los principales socios comerciales de Guatemala.

El pronóstico de la inflación subyacente se revisó a la baja con respecto al de junio, porque se considera que, por el lado de los factores externos, las presiones inflacionarias provenientes de choques de oferta de las principales materias primas se mantendrían contenidas.

**Gráfica 29**

Pronóstico de la Inflación Interanual (1) (porcentajes)



(1) Con información observada a agosto de 2013 y pronosticada a diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

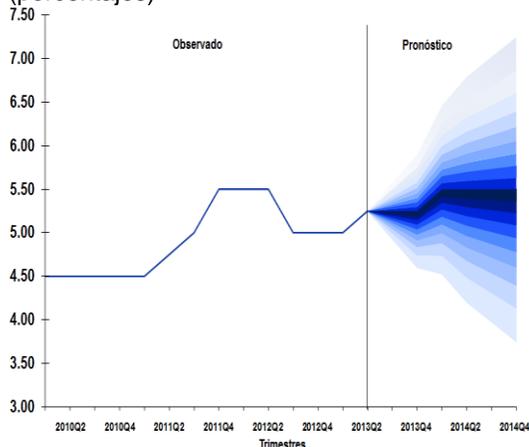
### b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo son generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), en el escenario base, supone medidas futuras de política monetaria y refleja los eventos que se consideran con mayor probabilidad de ocurrencia. Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan: el dinamismo de la actividad económica interna, la corrección de algunos choques desinflacionarios observados en 2012, la disminución en los pronósticos de inflación de los principales socios comerciales (particularmente los Estados Unidos de América); el anclaje de las expectativas de inflación para finales de 2013 y 2014.

Según el corrimiento del MMS efectuado en

### Gráfica 30

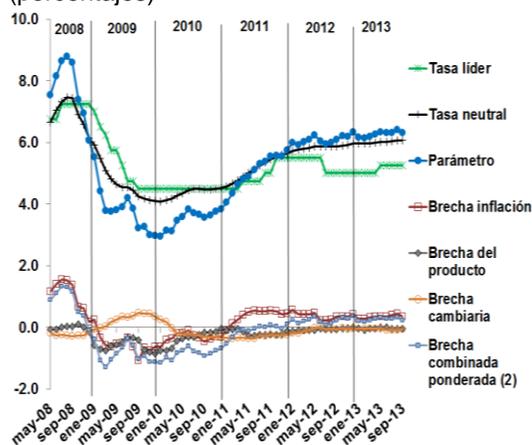
Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria (1)  
(porcentajes)



(1) Con información observada a agosto de 2013 y pronosticada a diciembre de 2014.  
Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica 31

Tasas de Interés Líder, Neutral, Parámetro y Brechas (1)  
(porcentajes)



(1) Con información observada a septiembre de 2013.  
(2) Se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.  
Fuente: Banco de Guatemala.

septiembre, el pronóstico de inflación es de 4.90% y 4.85% para diciembre de 2013 y de 2014, respectivamente; condicionado a que se cumpla la trayectoria de la tasa de interés líder de la política monetaria prevista en el corrimiento, ello con el propósito de que la inflación converja al valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor. La trayectoria para la tasa de interés de política monetaria en el mediano plazo sugiere mantenerla en 5.25% en el presente año y luego elevarla a 5.50% en el primer trimestre de 2014.

De manera complementaria, el análisis de la tasa de interés parámetro<sup>22</sup> durante el tercer trimestre del año sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva, resultado de una brecha de inflación positiva, compensada parcialmente por la brecha del tipo de cambio nominal y la brecha del producto, ambas en área negativa (gráfica 31).

#### c) Expectativas de inflación

En septiembre, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se mantuvieron en un rango de entre 3.95% y 5.95% para diciembre de 2013 y entre 3.87% y 5.87% para diciembre de 2014, en ambos casos, los límites inferior y superior se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación (gráfica 32). Las expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo la evolución de los precios de las materias primas, el comportamiento de los precios de las materias primas, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

### 3. Variables informativas de la política monetaria

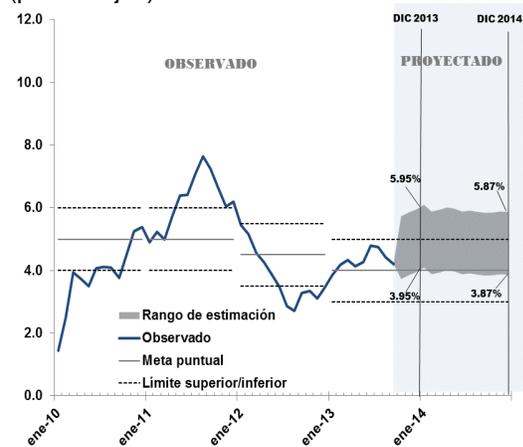
#### a) Agregados monetarios y de crédito

A septiembre, los principales agregados monetarios y de crédito continuaron evidenciando un mayor dinamismo, congruente con las previsiones de actividad económica y de inflación.

<sup>22</sup> Es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto, así como de un ajuste por tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasas de interés de corto plazo que deberían privar para ser compatibles con la meta de inflación.

### Gráfica 32

#### Expectativas de Inflación (1) (porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de septiembre de 2013. Fuente: Banco de Guatemala.

### i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede ser analizado como la suma de dos componentes diferenciados; el primero, corresponde a un componente tendencial que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, tales como el crecimiento económico y la inflación y, el segundo, relativo a un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. La demanda de emisión a septiembre ha sido congruente con las estimaciones de su componente tendencial y cíclico. Sin embargo, la demanda de dinero podría estar siendo modificada por factores estructurales, debido, por una parte, a la implementación de innovaciones financieras en el sistema bancario nacional (transacciones con instrumentos diferentes al dinero en efectivo como tarjetas de débito, crédito, banca *online*, cajeros automáticos, entre otros) y, por la otra, al importante avance observado en los últimos años en materia de bancarización, cuya penetración hacia el interior del país ha permitido un mayor acceso al sistema bancario, lo cual ha reducido el costo de transacción por retiros de efectivo y, por tanto, ha impactado en la demanda de dinero.

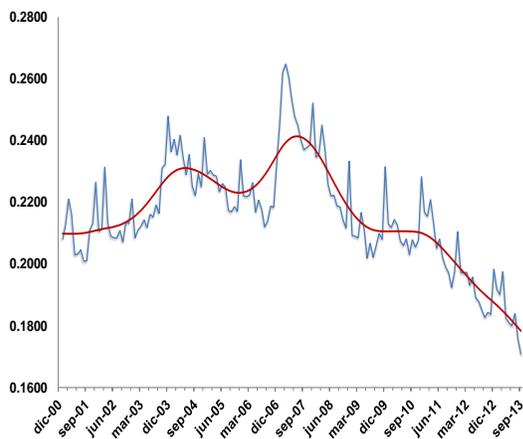
En ese sentido, el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público evidencia una tendencia a la baja desde 2007 al pasar de 26 centavos a 17 centavos por cada quetzal de depósitos (gráfica 33).

Algunos indicadores como la proporción de billetes mantenidos en los cajeros automáticos respecto de la caja de bancos (efectivo mantenido en bóvedas) que, a principios de 2001, era cerca de 10.0%; a septiembre de este año se sitúa en alrededor del 28.6%. Por otra parte, el comportamiento del crédito concedido mediante tarjetas de crédito<sup>23</sup> comparado con el total de medio circulante que, desde 2001 hasta el último trimestre de 2006, representaba, en promedio, menos de 1.0%; a septiembre de este año, se ubica en 11.8% (gráfica 34).

En cuanto a la bancarización, vale destacar que el número de cuentas bancarias por cada cien habitantes pasó de 43 en 2001 a 93 en 2013, y el número de agencias por cada cien

### Gráfica 33

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



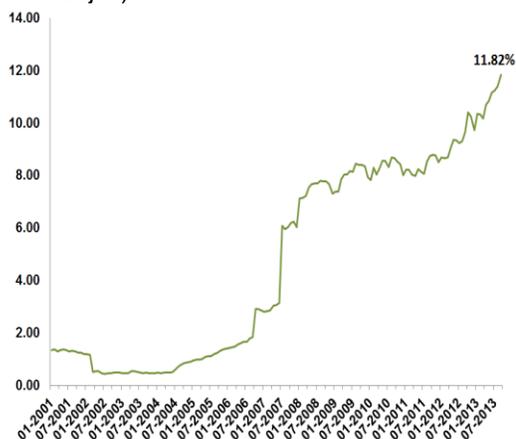
(1) Corresponde a la razón del numerario en circulación y los depósitos totales en moneda nacional y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario.

(2) Con información al 26 de septiembre de 2013. Fuente: Banco de Guatemala.

<sup>23</sup> Aunque las tarjetas de crédito no son dinero, si cumplen con la función de medio de pago del dinero, por lo cual un uso más intenso de las mismas, tiende a reducir la demanda de efectivo por parte del público.

### Gráfica 34

Tarjetas de Crédito (1) (2)  
(porcentajes)



(1) Total del crédito otorgado mediante tarjetas de crédito respecto del medio circulante (M1).

(2) Con información al 26 de septiembre de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

mil habitantes se incrementó al pasar de 11 agencias en 2001 a 22 en 2013 (gráfica 35).

Con base en el comportamiento de la emisión monetaria, se prevé que su variación interanual se ubique en un rango entre 6.0% y 8.0% para diciembre de 2013 y entre 6.8% y 8.8% para diciembre de 2014 (gráfica 36).

#### ii) Medios de pago

Los medios de pago evidencian una tendencia positiva en su ritmo de crecimiento, asociado, principalmente, al comportamiento de las captaciones en moneda extranjera (gráfica 37); no obstante, a partir de julio se observa una moderación. La razón de medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 34.0%. El comportamiento del multiplicador de los medios de pago en los últimos años ha sido ascendente y el crecimiento de las captaciones ha sido mayor que el del numerario en circulación, evidenciando un proceso más dinámico de creación secundaria de dinero, denotando la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional<sup>24</sup>.

La proyección econométrica, para finales de 2013 y de 2014 apunta a un crecimiento interanual de los medios de pago de entre 8.0% y 10.0% y entre 10.0% y 12.0%, en su orden (gráfica 38).

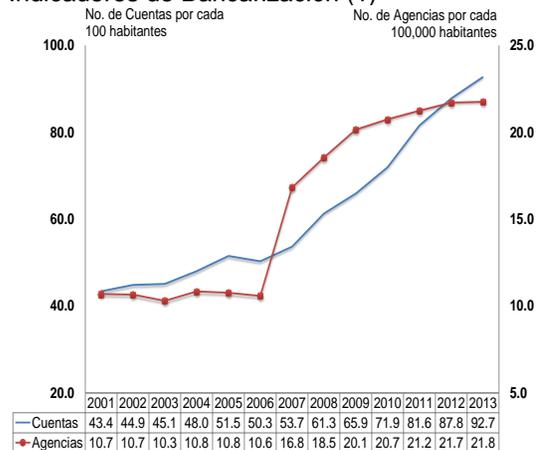
#### iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado continuó creciendo de manera acelerada (15.3% a septiembre), ello ante un mayor uso de líneas de crédito del exterior y de un aumento en las captaciones bancarias. Se estima que la variación interanual del crédito bancario al sector privado, se ubique entre 15.0% y 17.0% para diciembre de 2013 y entre 15.5% y 17.5% para diciembre de 2014 (gráfica 39).

Al considerar el crédito por tipo de moneda (gráfica 40), destaca el crecimiento interanual del crédito en moneda extranjera (26.2%) financiado, además de las captaciones bancarias, con la utilización de líneas de crédito contratadas con el exterior; destinándose alrededor de 25.9% a Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas, 21.3% a Industria manufacturera, 21.2% a Electricidad,

### Gráfica 35

Indicadores de Bancarización (1)



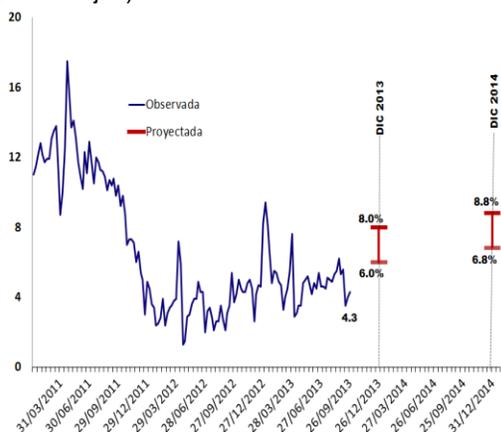
(1) A agosto de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

<sup>24</sup> Quienes privilegian contar con activos en forma de depósitos bancarios, en lugar de un activo altamente líquido (dinero en efectivo).

### Gráfica 36

Emisión Monetaria (1) (2)  
(porcentajes)



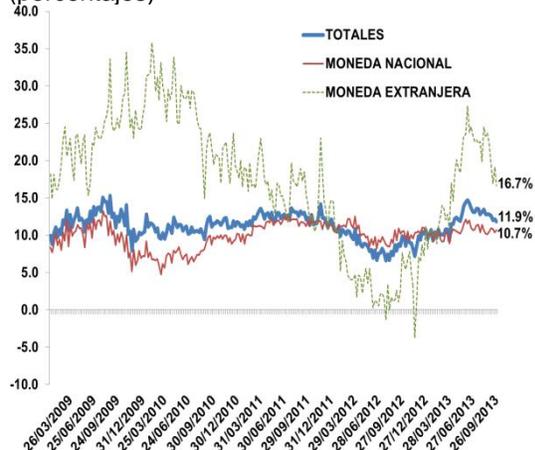
(1) Variación interanual.

(2) Con información observada al 26 de septiembre de 2013 y pronosticada para diciembre de 2013 y de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

### Gráfica 37

Captaciones Bancarias (1)  
(porcentajes)

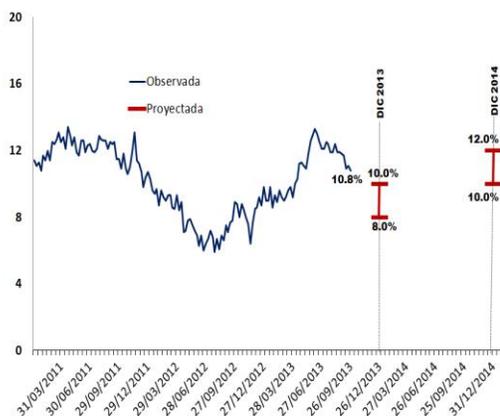


(1) Variación interanual con información al 26 de septiembre de 2013.

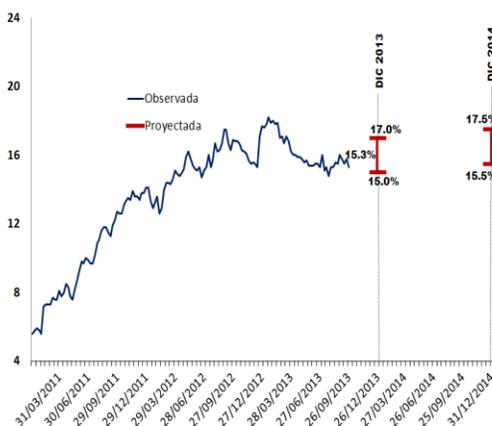
Fuente: Banco de Guatemala.

gas y agua y 14.9% al Comercio, sectores que, con información a agosto, han evidenciado una mayor demanda de crédito respecto de 2012. El crédito en moneda nacional aumentó 10.5% al 26 de septiembre de 2013; explicado, principalmente, por el incremento del crédito al Consumo, el cual absorbió el 62.6% del incremento interanual y representa el 42.3% de la cartera de crédito en moneda nacional.

El crédito al sector privado continúa creciendo por arriba de su tendencia de largo plazo y más que el PIB nominal (8.0%) y que las captaciones bancarias totales (11.9%), por lo que, según las proyecciones, al finalizar el año podría alcanzar una razón Crédito/PIB superior a 34.0% (el nivel más alto registrado en la historia reciente). Además, en el crecimiento del crédito bancario al sector privado, destacó el amplio incremento del crédito al consumo. Lo anterior, anticipa la necesidad de dar seguimiento cercano a esta variable, dado que expansiones de la actividad crediticia por arriba del crecimiento de la actividad económica se convierten en alzas en el nivel general de los precios internos con rezago y generan una serie de riesgos macroeconómicos y microeconómicos que, de no tomarse medidas oportunas, pueden afectar la estabilidad financiera.

**Gráfica 38**Medios de Pago (1)  
(porcentajes)

(1) Variación interanual con información al 26 de septiembre de 2013 y pronosticada para diciembre de 2013 y de 2014.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 39**Crédito Bancario al Sector Privado (1)  
(porcentajes)

(1) Variación interanual con información al 26 de septiembre de 2013 y pronosticada para diciembre de 2013 y de 2014.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 40**Crédito Bancario al Sector Privado (1)  
(porcentajes)

(1) Variación interanual con información al 26 de septiembre de 2013.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**b) Tasas de interés**

De conformidad con los procedimientos operativos de la política monetaria vigentes, el banco central da a conocer su postura de política mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia en las condiciones de liquidez en el mercado de dinero; utilizando como tasa de interés líder la tasa *overnight* (a un día). De acuerdo con los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en una primera etapa, se esperan impactos en las tasas de interés de corto plazo de la economía, para posteriormente afectar las tasas de largo plazo (dependiendo de las características propias de cada mercado), lo que finalmente repercute en la demanda agregada y ésta a su vez en la inflación.

**i) De corto plazo**

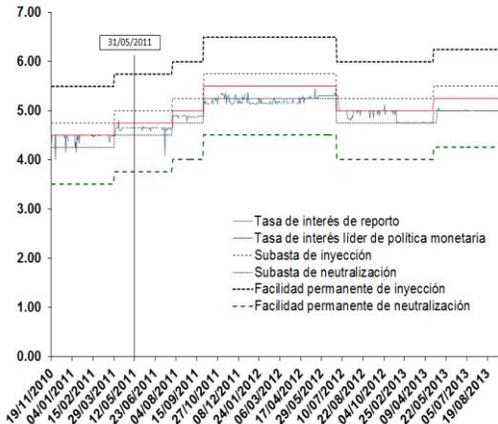
Al finalizar septiembre, la tasa de reportos se ubicó 25 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria vigente (gráfica 41), reflejo de que las condiciones de liquidez son amplias en el mercado de dinero.

**ii) De largo plazo**

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa activa, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años al ubicarse alrededor de 13.50%, nivel significativamente inferior a los observados a inicios de la década anterior (gráfica 42).

### Gráfica 41

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



(1) Con información al 26 de septiembre de 2013. Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

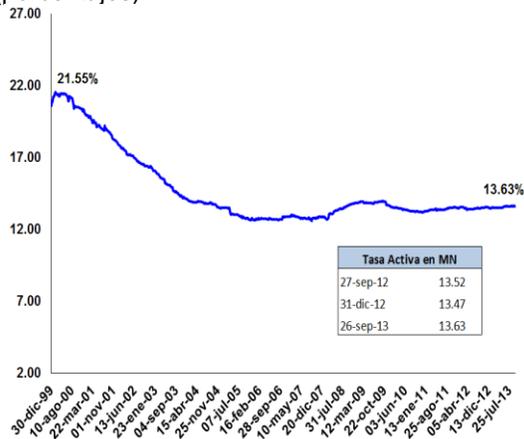
Durante 2013, la evolución de la tasa de interés activa en moneda nacional observó tres episodios. El primero, entre enero y abril, cuando se mantuvo entre 13.48% y 13.54%; el segundo, entre mayo y junio, cuando se incrementó 12 puntos básicos y, el tercero, entre julio y septiembre, cuando se estabilizó alrededor de 13.60%.

La tasa de interés activa por tipo de deudor (gráfica 43), con excepción del consumo, registra disminuciones para todos los tipos de deudor. La tasa de interés activa en moneda nacional denota, principalmente, el incremento en el peso relativo del consumo debido a que dicha tasa fue la única que aumentó en lo que va del año.

En cuanto a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, al 26 de septiembre se situó en 5.50% (gráfica 44), 12 puntos básicos por encima de la registrada en el mismo período de 2012, reflejo del aumento de costo en las fuentes de fondeo del sistema bancario al reducirse, de manera persistente, la proporción de los depósitos monetarios respecto del total de captaciones; mientras que, aumentó la proporción de los depósitos a plazo respecto del total de captaciones (gráfica 45).

### Gráfica 42

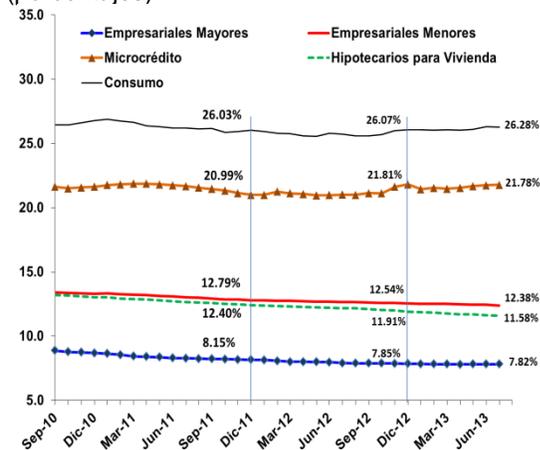
Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información al 26 de septiembre de 2013. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

### Gráfica 43

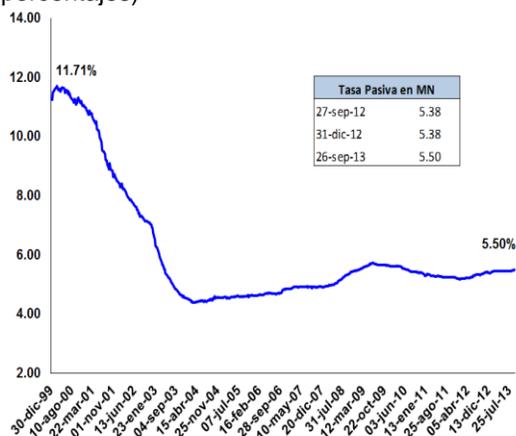
Tasas de Interés por Tipo de Deudor (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información a agosto de 2013. Fuente: Superintendencia de Bancos.

**Gráfica 44**

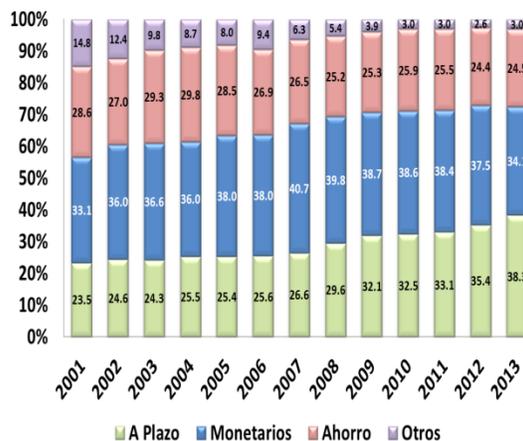
Tasa de Interés Pasiva (1)  
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información al 26 de septiembre de 2013.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

**Gráfica 45**

Composición de las Captaciones Bancarias (1)  
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información al 26 de septiembre de 2013.  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

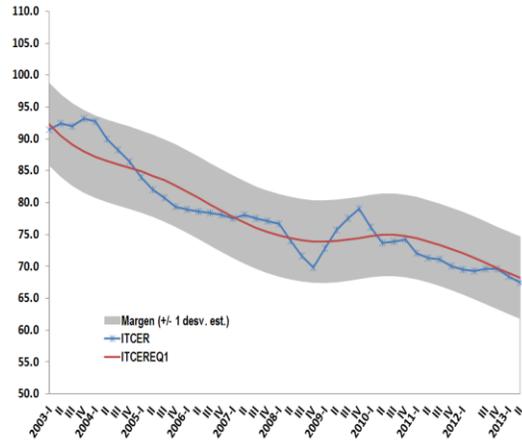
### c) Tipo de cambio real

Con información al segundo trimestre, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 2.96%, derivado del aumento en los diferenciales de inflación (2.65%) respecto de los principales socios comerciales y de una apreciación nominal (0.31%). La dinámica reciente del tipo de cambio real es consistente con la evolución de sus fundamentos macroeconómicos, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE)<sup>25</sup> revelan que no existen desalineamientos significativos, es decir, que la diferencia entre los valores observados y los de equilibrio, es poco relevante. En este contexto, las diferentes estimaciones efectuadas indican que se encuentra cercano a su nivel de equilibrio, mostrando una leve sobreapreciación de entre 1.02% y 2.83% (gráficas 46 a 49).

<sup>25</sup> El TCRE se estima mediante la metodología sugerida por el profesor Sebastián Edwards (modelo 1); por medio de un Modelo de Vector de Corrección de Errores (modelo 2); y un modelo de Balance Macroeconómico (modelo 3).

**Gráfica 46**

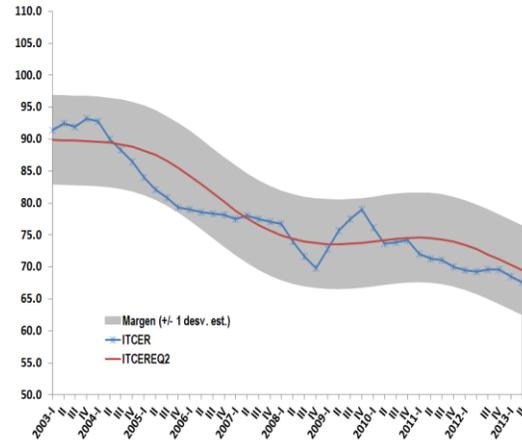
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1) (índice)



(1) Con información a junio de 2013.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 47**

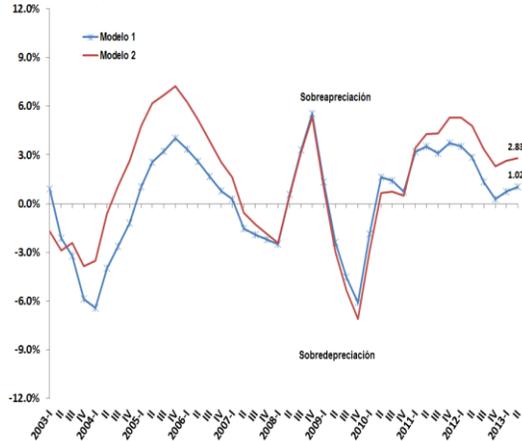
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2 (1) (índice)



(1) Con información a junio de 2013.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 48**

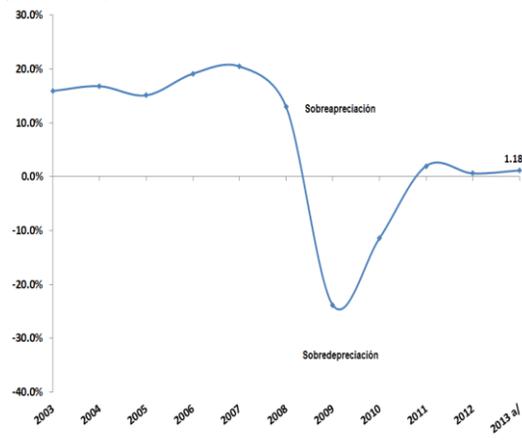
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2013.  
Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica 49**

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2013.  
Fuente: Banco de Guatemala.

## D. FINANZAS PÚBLICAS

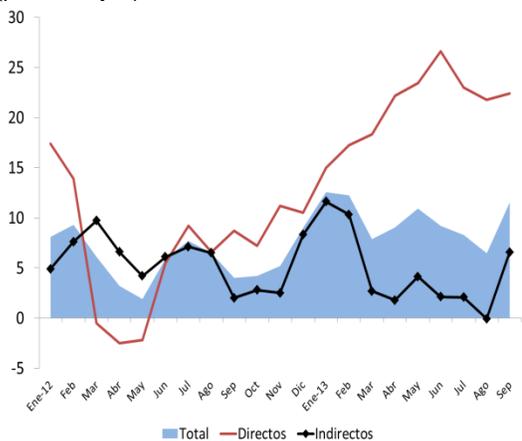
El desempeño de las finanzas públicas sigue siendo limitado por el menor crecimiento de la recaudación tributaria respecto al previsto originalmente por las autoridades fiscales y por la falta de aprobación, por parte del Congreso de la República, de dos préstamos externos que servirían de apoyo presupuestario en el resto de 2013. El comportamiento de la recaudación tributaria reflejaría que el impacto esperado de la reforma

tributaria (Decretos Números 4-2012 y 10-2012) no se ha materializado completamente, lo cual podría estar relacionado a las dificultades en la implementación de la misma generadas por recursos legales interpuestos en contra de algunos artículos de los citados decretos y las resoluciones dictaminadas por la Corte de Constitucionalidad. También ha incidido el deterioro en la recaudación de impuestos relacionados con las importaciones.

El Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) en su última revisión sobre la situación fiscal realizada en septiembre, estimó que la carga tributaria para finales de 2013 podría ubicarse en 11.1% del PIB, menor a la estimada en mayo de 2013 (11.6% del PIB) y a la estimada en el presupuesto aprobado para 2013 (11.8% del PIB), situación que podría implicar un recorte del gasto público ante las restricciones de otras fuentes de financiamiento (disponibilidad de caja y nuevo desembolso de préstamos externos). La incertidumbre generada en torno a la aprobación, por parte del Congreso de la República, de dos préstamos de apoyo presupuestario, uno proveniente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$237.2 millones y otro del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$200.0 millones, empréstitos cuyo principal destino es cubrir el pago del servicio de la deuda pública, obligaría a las autoridades fiscales a una mayor contención del gasto público en virtud que deberán reorientarse parte de los ingresos corrientes hacia el pago de las obligaciones de la deuda pública. Vale indicar que según el MFP, para el cierre del presente año, los ingresos totales aumentarían 9.2% y los gastos totales entre 4.8% y 7.8% (dependiendo de la aprobación de los préstamos externos citados). En consecuencia, el déficit fiscal podría situarse entre 1.8% y 2.2% del PIB.

### Gráfica 50

Recaudación Tributaria (1) (2)  
Años 2012 - 2013  
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares al 30 de septiembre.  
(2) Variación interanual de la media móvil de tres meses.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

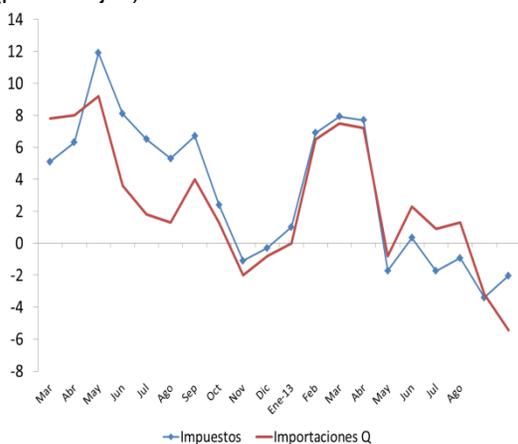
### 1. Ingresos

Al 30 de septiembre los ingresos totales del Gobierno Central aumentaron 8.8% respecto a similar período de 2012, reflejo del incremento de 9.5% de los ingresos tributarios (alrededor de 94.5% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) disminuyeron 1.1%. Los impuestos indirectos crecieron 3.8%; sin embargo, la evolución del IVA importaciones, derechos arancelarios e IPRIMA (Impuesto Específico a la Primera Matricula de Vehículos), en conjunto, crecieron únicamente 0.8%; mientras que el IVA doméstico y el Impuesto de Circulación de Vehículos crecieron

### Gráfica 51

#### Recaudación Tributaria e Importaciones

(1) (2) (3)  
Años 2012 – 2013  
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares al 30 de septiembre.  
(2) Variación interanual de la media móvil de tres meses.  
(3) Los impuestos incluyen el IVA importaciones, Derechos arancelarios e IPRIMA; y las importaciones se refiere a las de territorio aduanero.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

11.7% y 48.0%, respectivamente. Cabe indicar que la evolución en la recaudación del IVA doméstico se asocia, por una parte, a las modificaciones realizadas a dicho impuesto vinculadas a la autocompensación del crédito fiscal a los exportadores y, por la otra, a que la actividad económica continúa registrando un ritmo de crecimiento superior al de 2012.

### 2. Gastos

Al 30 de septiembre, el gasto público aumentó 9.0% respecto al mismo período del año anterior (crecimiento de 11.3% en los gastos de funcionamiento y de 0.2% en los gastos de capital). Vale indicar que, aunque dicho crecimiento está por arriba de la estimación de cierre del MFP antes citada, por un lado, la tendencia del gasto público ha sido a la baja (gráfica 52) y, por la otra, que el programa de contención del gasto público puesto en marcha por el MFP permitiría la convergencia del gasto público a lo estimado para finales de año.

### 3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gasto público a septiembre, resultó en un déficit fiscal de Q4,414.5 millones (1.0% del PIB), superior al del mismo periodo del año anterior (Q3,986.5 millones), aunque igual como porcentaje del PIB.

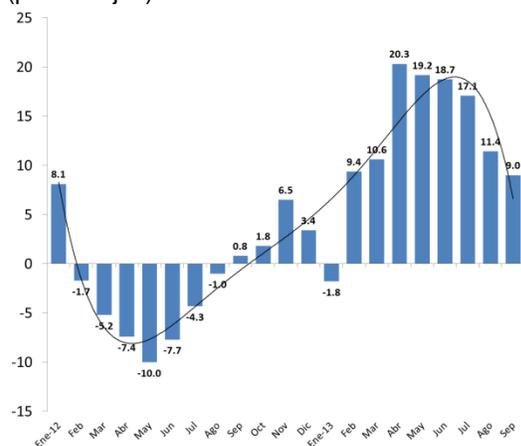
Dicho déficit ha sido financiado mediante la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones<sup>26</sup> (equivalente a Q5,477.8 millones), desembolsos de préstamos por Q1,384.9 millones, negociaciones internas de Bonos del Tesoro por Q2,693.0 millones y colocación de Letras de Tesorería por Q1,726.3 millones. Con dichos recursos también se ha efectuado la amortización del Eurobono 2003 por US\$300.0 millones (equivalente a Q2,374.1 millones), amortizaciones externas por Q1,805.0 millones, vencimientos por Q378.2 millones y amortización de primas de deuda interna por Q2.9 millones. Resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q2,307.4 millones.

Al 30 de septiembre, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$6,620.5 millones, mayor en US\$315.8 millones

### Gráfica 52

#### Gasto Público y Tendencia (1) (2)

Años 2012 – 2013  
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares al 30 de septiembre.  
(2) Variación interanual acumulada y tendencia.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

<sup>26</sup> Eurobono colocado a 15 años plazo con fecha de vencimiento 13 de febrero de 2028, tasa de cupón 4.875% y tasa de rendimiento 5.00%. Cabe agregar que la operación alcanzó una demanda equivalente a siete veces el monto originalmente anunciado (US\$500.0 millones). Un aspecto importante de haber efectuado la colocación a 15 años es que el país diversifica la estructura de portafolio de la deuda pública y coadyuva a la construcción de una curva de rendimiento de los instrumentos de deuda pública de Guatemala, que luego podría ser utilizada como referencia para las colocaciones de agentes privados guatemaltecos en los mercados internacionales.

respecto del saldo registrado al 31 de diciembre de 2012 (US\$6,304.7 millones). Por su parte, el saldo de la deuda pública interna se situó en Q51,135.1 millones, monto mayor en Q4,041.1 millones respecto al saldo registrado al 31 de diciembre de 2012 (Q47,094.0 millones).

Cabe indicar que al finalizar septiembre de 2013, la deuda pública total representó 24.3% del PIB nominal y se estima que se ubicaría, al finalizar 2013, en 24.5% del PIB (en el escenario de déficit fiscal de 1.8% del PIB) y en 24.9% del PIB (en el escenario de déficit de 2.2% del PIB), ello dependería, fundamentalmente, de la aprobación por parte del Congreso de la República de dos préstamos externos que servirían de apoyo presupuestario en lo que resta de 2013.

Finalmente, cabe traer a cuenta la colocación de Letras de Tesorería por Q1,726.3 millones, con fecha de vencimiento 2 de diciembre de 2013 y con una tasa de rendimiento promedio de 5.5%, la cual se realizó principalmente en septiembre.

#### Cuadro 5

Gobierno Central  
Ejecución Presupuestaria  
Años: 2012-2013  
(millones de quetzales)

CONCEPTO	2012	2013 <sup>p/</sup>	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
<b>I. INGRESOS Y DONACIONES</b>	<b>33,646.7</b>	<b>36,617.4</b>	<b>2,970.7</b>	<b>8.8</b>
A. Ingresos (1+2)	33,397.8	36,467.1	3,069.3	9.2
1. Ingresos Corrientes	33,390.6	36,461.1	3,070.5	9.2
a. Tributarios	31,623.1	34,616.9	2,993.8	9.5
Directos	9,858.5	12,024.1	2,165.5	22.0
Indirectos	21,764.6	22,592.8	828.2	3.8
b. No Tributarios	1,767.5	1,844.2	76.7	4.3
2. Ingresos de Capital	7.2	6.1	-1.1	-15.5
B. Donaciones	249.0	150.3	-98.6	-39.6
<b>II. TOTAL DE GASTOS</b>	<b>37,633.2</b>	<b>41,031.9</b>	<b>3,398.7</b>	<b>9.0</b>
A. De Funcionamiento	29,849.7	33,230.5	3,380.8	11.3
B. De Capital	7,783.5	7,801.4	17.9	0.2
<b>III. DÉFICIT O SUPERÁVIT PRESUPUESTAL</b>	<b>-3,986.5</b>	<b>-4,414.5</b>	<b>-428.0</b>	<b>10.7</b>
<b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>3,986.5</b>	<b>4,414.5</b>	<b>428.0</b>	<b>10.7</b>
A. Interno	1,803.7	4,038.2	2,234.5	123.9
B. Externo	5,098.1	2,683.6	-2,414.4	-47.4
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-2,915.2	-2,307.4	607.9	-20.9
<b>Carga tributaria</b>	<b>8.0</b>	<b>8.1</b>		
<b>Resultado Fiscal/PIB</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>		

p/ Cifras preliminares, a septiembre.  
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

# ANEXOS

## ANEXO 1

### ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

#### I. POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

La evolución del PIB trimestral en el segundo trimestre de 2013, medido por el origen de la producción, registró tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; las industrias manufactureras; la administración pública y defensa; el suministro de electricidad y captación de agua; la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; el comercio al por mayor y al por menor; el alquiler de vivienda; y los servicios privados. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 84% de dicho resultado.

El resultado positivo observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se derivó, principalmente, del crecimiento de las actividades bancarias, como consecuencia del aumento en la cartera de créditos al sector privado y de las comisiones percibidas. En tanto que el dinamismo que registró la industria manufacturera estuvo asociado, entre otros factores, al incremento en la fabricación de prendas de vestir y de productos textiles, ante la recuperación de la demanda externa por este tipo de bienes y el aumento en el rubro de la elaboración de alimentos, bebidas y tabaco.

En el dinamismo observado en la administración pública y defensa, destaca el incremento en el pago de remuneraciones a cargo del Gobierno Central, particularmente en educación y actividades de esparcimiento, así como, de las instituciones públicas descentralizadas y del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS). En el comportamiento de la actividad suministro de electricidad y captación de agua, incidió la mayor generación de energía eléctrica por el incremento en la demanda interna para uso intermedio y uso doméstico de electricidad.

En el crecimiento de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca influyó, principalmente, el incremento en los cultivos de banano, cereales, hortalizas, legumbres y frutas, así como el crecimiento de la cría de cerdos y aves de corral. No obstante, se observó una leve baja en la producción del café como consecuencia de los problemas generados por la roya y una desaceleración en la producción en los cultivos de cardamomo y

de caña de azúcar; así como de una baja en la cría de ganado vacuno.

El desempeño del comercio al por mayor y al por menor se caracterizó por el incremento de la demanda interna, debido a un aumento del flujo de bienes comercializables (provenientes tanto de la producción interna, como de importaciones), entre los que destacan: productos alimenticios, productos de cuidado personal, productos de uso doméstico, productos farmacéuticos, productos textiles y prendas de vestir. Los servicios privados y el alquiler de vivienda aumentaron, en parte, por el comportamiento registrado en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, como alquiler de maquinaria y equipo, actividades informáticas, jurídicas, de investigación y desarrollo, y actividades de arquitectura e ingeniería; así como, por el dinamismo observado en las actividades relacionadas con servicios de enseñanza y salud humana (hospitales, médicos y odontólogos), entre otras.

Finalmente, cabe destacar el resultado positivo registrado en la actividad de explotación de minas y canteras, después de registrar cinco trimestres consecutivos de caídas, como consecuencia, principalmente, de la recuperación en la extracción de minerales metálicos y la extracción de piedra, arena y arcilla.

### Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2012			2013	
		II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.3	5.2	3.7	5.5	5.9	4.5
Explotación de Minas y Canteras	0.8	-19.3	-23.4	-29.2	-5.3	0.1
Industrias Manufactureras	17.9	3.8	3.3	4.1	1.9	7.4
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.7	5.4	8.7	7.7	2.3	6.0
Construcción	2.9	-1.8	2.9	3.7	-2.4	2.7
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	1.3	1.1	4.4	2.8	3.9
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	6.9	0.8	-0.4	1.0	1.9
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.4	13.6	14.9	16.1	9.9	14.0
Alquiler de Vivienda	10.1	3.0	3.1	3.0	3.1	2.9
Servicios Privados	16.1	2.3	2.6	3.2	1.4	2.8
Administración Pública y Defensa	7.7	2.2	6.5	3.1	5.1	7.1
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		2.8	2.4	3.2	2.8	4.3

(1) Medido por el origen de la producción.

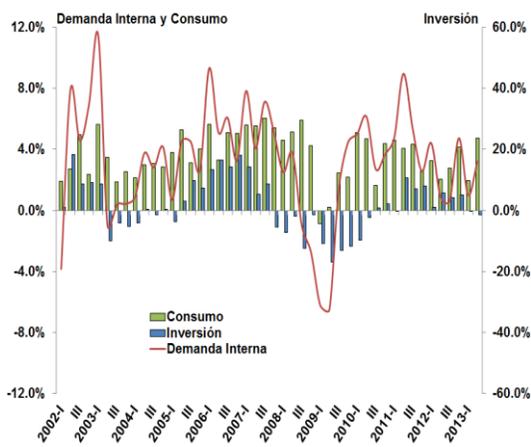
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica A1.1**

Demanda Interna, Consumo e Inversión (1) (2)  
(porcentajes)



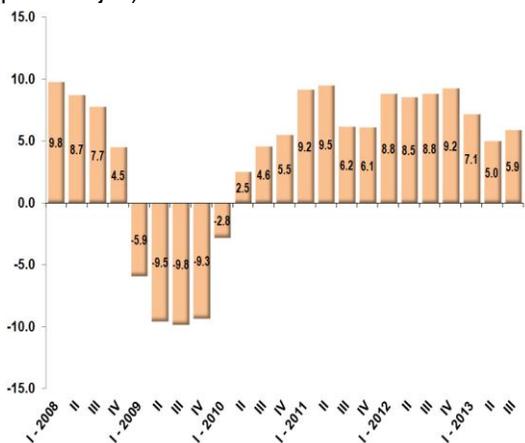
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a junio de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

**Gráfica A1.2**

Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1)  
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a septiembre de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

## II. POR EL DESTINO DEL GASTO

En cuanto al PIB medido por el destino del gasto, al segundo trimestre de 2013, se observa una recuperación del gasto de consumo privado (3.6%), como consecuencia del crecimiento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliar (alimentos y bebidas; enseres domésticos; prendas de vestir; productos farmacéuticos; servicios generales de salud, entre otros); asociado al incremento de los salarios medios, del número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares y del dinamismo en el crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo que siguió creciendo a dos dígitos (alrededor de 19%).

Adicionalmente, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un crecimiento de 13.5%, explicado, fundamentalmente, por la mayor ejecución del gasto público durante el segundo trimestre que incidió en un alza en las compras de bienes y servicios, así como del pago de remuneraciones por parte del Gobierno General.

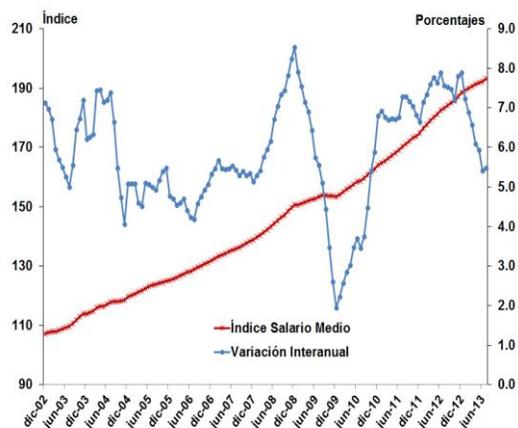
Por su parte, la inversión (formación bruta de capital fijo) registró una disminución de 1.4%, resultado del menor dinamismo de los bienes de capital de origen importado, principalmente de maquinaria y equipo destinados para las actividades agrícolas y de transporte, la cual fue contrarrestada, en parte, por la recuperación en la inversión destinada para la construcción.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 7.8% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de prendas de vestir y productos textiles, banano y minerales metálicos.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 6.0% derivado del incremento que registró el volumen de importación de bienes de consumo no duraderos; materias primas y productos intermedios para la agricultura e industria; y combustibles y lubricantes.

**Gráfica A1.3**

Salario Medio de los Afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (1) (2)  
(índice y porcentajes)



(1) Índice: Diciembre 2001 = 100.

(2) Variación interanual, con información a julio de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Guatemalteco de Seguridad Social.

**Cuadro A1.2**

Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2)  
(porcentajes)

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2012			2013	
		II	III	IV	I	II
<b>Demanda Interna</b>		0.9	0.6	4.7	1.0	3.2
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.4	2.2	1.9	3.1	1.9	3.6
Gasto de Gobierno Central	11.0	0.9	9.3	12.1	2.8	13.5
Formación Bruta de Capital Fijo	14.6	5.7	4.3	5.0	-0.1	-1.4
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	25.8	0.0	6.0	1.9	4.5	7.8
<b>(-) Importaciones de bienes y servicios</b>	-36.8	-2.1	-3.2	6.9	-1.1	6.0
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>		2.8	2.4	3.2	2.8	4.3

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) ISFLSH: Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares.

Fuente: Banco de Guatemala.

## ANEXO 2

### INDICADOR DE IMPULSO FISCAL PARA GUATEMALA<sup>27</sup>

#### I. CONSIDERACIONES GENERALES

La política fiscal es una herramienta importante cuando las autoridades buscan influir en la actividad económica. Aunque, en general, la orientación de la política fiscal suele ser anticíclica, dependiendo de la coyuntura, en ocasiones puede ser también procíclica. Dicha influencia de la política fiscal, se materializa mediante la modificación del nivel y de los tipos de impuestos, el monto y la composición del gasto, o por el grado y la forma de endeudamiento (Horton y El-Ganainy, 2009).

Tomando en consideración la capacidad de influencia que puede ejercer el gobierno en la economía, es de particular interés para los hacedores de política monetaria conocer tanto la postura como la orientación de la política fiscal, con el objeto de que mediante una coordinación adecuada, ambas políticas sean complementarias. En ese contexto, la postura de la política fiscal puede ser expansiva, contractiva o neutral; asimismo, su orientación puede ser, como se indicó, anticíclica o procíclica (por los efectos de corto plazo que la política fiscal tiene sobre la demanda agregada y su papel estabilizador para moderar las fluctuaciones del ciclo económico). En términos generales, la política fiscal puede estabilizar el ciclo económico de dos formas: 1) mediante estabilizadores automáticos, originados en partes del sistema fiscal que varían de manera natural de acuerdo con los cambios de la actividad económica y 2) por medio de una política fiscal discrecional, la cual implica una modificación activa de medidas que influyen en el gasto público, la tributación y las transferencias, lo cual significa ajustar gastos e impuestos más allá del efecto que provocan los estabilizadores automáticos. Lo anterior, con el propósito de reducir el déficit primario en momentos donde el crecimiento económico se encuentre por arriba del nivel potencial y aumentarlo cuando éste se encuentre por debajo del mismo, por lo que la discrecionalidad de la política fiscal se mide en función del resultado primario ajustado por el ciclo (FMI, 2008).

---

<sup>27</sup> Fuente: "Indicador de Impulso Fiscal para Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronóstico. Banco de Guatemala. Septiembre de 2013.

La evaluación de la postura fiscal frente a las fluctuaciones del producto comienza por la definición y cálculo del balance fiscal ajustado cíclicamente, también conocido como balance estructural, para lo cual, se utiliza la brecha del producto<sup>28</sup>. Para medir el impacto de la política fiscal en la demanda interna generado por modificaciones discrecionales de la política fiscal, es necesario extraer el componente cíclico del déficit fiscal, el cual se denomina Indicador de Impulso Fiscal (IIF)<sup>29</sup>.

El referido indicador mide el efecto de las finanzas públicas en la demanda agregada, por lo que puede evaluarse el desempeño de la política fiscal en etapas recesivas y expansivas de la economía; asimismo, permite determinar si la política fiscal en el corto plazo ha sido expansiva, contractiva o neutral; por tal motivo, el indicador ayuda a evaluar *ex-ante* y *ex-post* las decisiones de política fiscal. En ese contexto, el indicador sirve para determinar cuál será la posición de la política fiscal para períodos posteriores y orientar a las autoridades monetarias sobre la postura que la política monetaria debería adoptar para que ambas políticas se ejecuten en un marco de coordinación, disciplina y prudencia que permitan un crecimiento sostenido con estabilidad de precios.

## II. METODOLOGÍA

El indicador, como se mencionó, utiliza como base el resultado primario estructural, que a su vez se calcula mediante la estimación del producto interno bruto potencial<sup>30</sup>. Para la construcción del IIF para Guatemala se tomó en consideración la metodología desarrollada por el FMI, la cual se fundamenta en el criterio de neutralidad fiscal que supone que los ingresos y gastos del gobierno registran una variación con elasticidad unitaria respecto de las variaciones del PIB observado y del PIB potencial<sup>31</sup>, respectivamente, ambos en relación con el año base. Es decir, el ingreso fiscal se considera neutral si su tasa de

---

<sup>28</sup> En términos generales, la brecha del producto se refiere a la diferencia entre el crecimiento económico efectivamente registrado y su nivel potencial. Vale indicar que, de conformidad con lo mencionado por Lozano (2009), la definición del balance estructural y de brecha del producto son conceptos en sí mismo controversiales, por cuanto dependen de variables no observables.

<sup>29</sup> El IIF incorpora implícitamente la propuesta keynesiana de que la política fiscal tiene un impacto real sobre la demanda agregada, por lo menos en el corto plazo. Fondo Monetario Internacional. 2009).

<sup>30</sup> Tomando en consideración que existe abundante literatura respecto a la definición del PIB potencial, principalmente derivado de sus diversas interpretaciones, distintas metodologías para calcular el producto potencial y la brecha del producto se encuentran desarrolladas en el trabajo "Metodologías alternativas para el cálculo de la brecha del producto de Guatemala: 2001-2011" Solórzano, Herberth e Ibáñez, Juan Antonio, junio 2012 del Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronóstico del Banco de Guatemala.

<sup>31</sup> La serie de datos del producto potencial y de la brecha del producto utilizados son los calculados por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala para los corrimientos de los Modelos Macroeconómico Semiestructural y Estructural.

crecimiento, en términos reales, coincide con la tasa de crecimiento del PIB observado y el gasto público se considera neutral si su tasa de crecimiento coincide con la del PIB potencial.

En la serie de datos de ingresos fiscales se excluyeron las donaciones externas y las regalías debido a que se originan principalmente en el exterior. Lo anterior, porque un aumento de los ingresos fiscales mediante donaciones no implica una disminución del ingreso disponible de un residente, sino del de una entidad no residente; sin embargo, el impacto total de la aplicación de tales ingresos se captará en el gasto primario. Lo mismo sucede con los ingresos vinculados a las regalías, que en su mayor parte se originan en las exportaciones. Por otra parte, en la serie de datos del gasto público se excluyen los intereses de la deuda pública para obtener el gasto primario.

En lo que respecta a la temporalidad de los datos utilizados, las series son anuales y trimestrales para el período comprendido entre 1995 y 2013. Asimismo, el criterio para seleccionar el año (trimestre) base es que la brecha del producto sea cero, lo cual indica que la economía en un período  $t$  creció a su nivel potencial. De esa cuenta, para el cálculo del indicador anual se seleccionó como base el año 2000, mientras que para el cálculo del indicador trimestral se utilizó como base el trimestre 2000Q2.

El marco analítico se define de la siguiente manera:

$$i_{(n)} = \frac{I_{(A)}}{Y_{(A)}} \times Y_t = \tau(Y_t)$$

$$i_{(t)} = \frac{I_t}{Y_t}$$

$$\text{Posición de Ingresos (PI)} = \frac{i_{(n)} - i_{(t)}}{Y_t}$$

$$\text{Impulso Ingreso} = PI_{(t)} - PI_{(t-1)}$$

donde:  $i_{(n)}$  = Ingreso neutral,  $I_{(A)}$  = Ingresos en el año base,  $I_{(t)}$  = Ingreso observado en el año  $t$ ,  $Y_{(A)}$  = Producto interno bruto en el año base,  $Y_{(t)}$  = Producto interno bruto observado en el año  $t$  e  $i_{(t)}$  = Ingresos observados respecto del producto interno bruto observado en el año  $t$ .

$$g_{(n)} = \frac{G_{(A)}}{Y_{(A)}} \times Y_t^* = \gamma(Y_t^*)$$

$$g_{(t)} = \frac{G_t}{Y_t}$$

$$\text{Posición de Gastos (PG)} = \frac{g_{(t)} - g_{(n)}}{Y_t}$$

$$\text{Impulso gasto} = PG_{(t)} - PG_{(t-1)}$$

donde:  $g_{(n)}$  = Gasto primario neutral,  $G_{(A)}$  = Gasto primario del año base,  $G_t$  = Gasto primario observado en el año  $t$ ,  $Y^*_{(A)}$  = Producto interno bruto potencial del año base,  $Y^*_t$  = Producto interno bruto potencial en el año  $t$ ,  $Y_t$  = Producto interno bruto observado en el año  $t$  y  $g_{(t)}$  = Gastos observados respecto del producto interno bruto observado.

$$\text{Posición fiscal}(Pf) = PG(t) + PI(t)$$

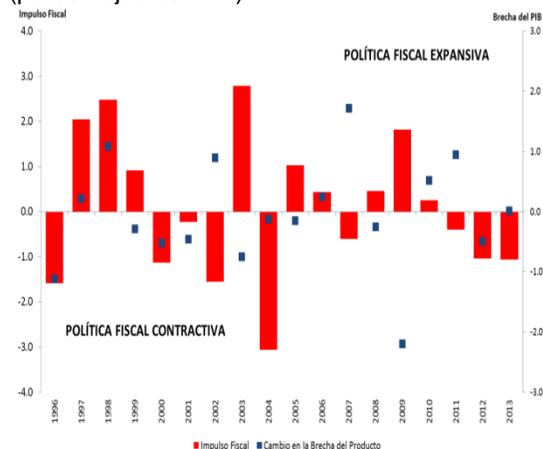
$$\text{Indicador de Impulso Fiscal (IIF)} = Pf_t - Pf_{t-1}$$

A diferencia del IIF anual, el IIF trimestral no toma la diferencia de la posición fiscal (balance estructural) del período inmediato anterior, sino que se construye mediante la diferencia respecto del mismo trimestre del año anterior.

Los resultados del IIF medidos como porcentaje del PIB, indican que si  $IIF > 0$  la postura fiscal es expansiva, si  $IIF < 0$  la postura fiscal es contractiva y si  $IIF = 0$  la postura de la autoridad fiscal es neutral. Por otra parte, al comparar el IIF con el cambio de la brecha del producto se puede apreciar si la política fiscal es anticíclica o procíclica. Una política fiscal es anticíclica si se tiene una combinación de un impulso fiscal positivo con un cambio en la brecha del producto negativo (o viceversa); análogamente la combinación de un impulso fiscal positivo con un cambio en la brecha del producto positivo; así como también en su forma negativa, indican la presencia de una política fiscal procíclica.

### Gráfica A2.1

Indicador de Impulso Fiscal (1) (2)  
Período 1996-2013  
(porcentajes del PIB)



(1) 2013 estimado

(2) Con información a agosto de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

### III. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS Y CONCLUSIONES

En el análisis del IIF anual pueden identificarse eventos relevantes de las finanzas públicas en Guatemala resultado de medidas de política discrecional. Por ejemplo, se puede apreciar como un aumento de impuestos se traduce en una política fiscal restrictiva al reducir el ingreso disponible de las personas, como ocurrió en 1996 y 2001, años en los cuales la tasa de Impuesto al Valor Agregado (IVA) se incrementó de 7% a 10% y de 10% a 12%, respectivamente. En el último caso, el aumento se hizo efectivo a partir del segundo semestre del 2001 y por eso impactó también en 2002 (gráfica A2.1). Igual postura de la política fiscal se aprecia en 2012 y 2013, derivado de la última reforma tributaria. En cuanto a medidas de política fiscal mediante el uso del gasto público, en 1998, 1999 y 2003, los recursos

provenientes de la privatización de empresas públicas, así como un mayor endeudamiento público, permitieron una expansión del gasto público, particularmente de gastos de capital, con lo cual la política fiscal tuvo una postura expansiva, situación que se evidenció aún más en 2003 por haber sido un año electoral, el caso contrario ocurrió en 2004 donde se produjo una fuerte contención del gasto público. Otro ejemplo de política fiscal expansiva ocurrió en el período 2008-2010, cuando existió un consenso internacional de utilizar el espacio fiscal disponible para contrarrestar los efectos de la crisis financiera internacional, mediante el aumento del endeudamiento público, para mantener el nivel del gasto público ante la caída de los ingresos tributarios.

Al analizar la orientación de la política fiscal, se determinó que durante el período 1996-2006 la política fiscal fue procíclica la mayoría de años de análisis (el impulso fiscal tuvo la misma dirección que el cambio en la brecha del producto). Al contrario, en el período 2007-2013 durante la mayor parte del tiempo ha prevalecido una tendencia anticíclica de la política fiscal (el impulso fiscal observó la dirección contraria que el cambio en la brecha del producto). Es decir, que en este último período de análisis, la política fiscal ha desempeñado un papel estabilizador en las fluctuaciones del PIB.

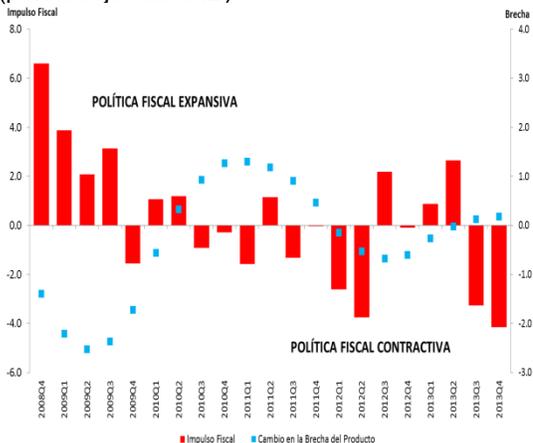
En lo que se refiere al análisis del comportamiento del IIF con temporalidad trimestral, es importante indicar que en la serie de datos utilizada (de 1995 a 2013), los trimestres 2013Q3 y 2013Q4 de los datos fiscales son estimados con información observada a agosto. En tanto que para el caso del producto potencial y la brecha del producto, los datos para 2013Q2-2013Q4 son estimados con datos observados al trimestre 2013Q1.

El análisis del IIF con frecuencia trimestral, al medir el efecto de corto plazo que tiene la política fiscal sobre la demanda agregada, sirve para orientar prospectivamente la postura que debiera adoptar la política monetaria. En ese sentido, se ilustran los resultados únicamente para el período 2008Q4-2013Q4, período durante el cual, derivado de la crisis financiera internacional, se evidencia una política fiscal más activa. Además se puede anticipar cuál puede ser la orientación de la política durante el segundo semestre de 2013.

En términos generales, se puede observar en la gráfica A2.2 que política fiscal mostró una tendencia predominantemente

## Gráfica A2.2

Indicador de Impulso Fiscal (1) (2)  
Período 2008Q4-2013Q4  
(porcentajes del PIB)



(1) Trimestres 2013Q3-2013Q4 estimados.  
(2) Con información a agosto de 2013.  
Fuente: Banco de Guatemala.

anticíclica. Especialmente durante el período 2008Q4-2009Q3, en el cual la actividad económica interna se contrajo derivado de la crisis financiera internacional, pero la política fiscal tuvo una postura expansiva haciendo uso del endeudamiento público.

La importancia del análisis del IIF trimestral para la toma de decisiones en materia de política monetaria, radica en que el mismo pueda ser utilizado como un indicador que permite evaluar con anticipación la postura que la política fiscal estaría adoptando en el corto plazo y de esa manera orientar a las autoridades monetarias en la toma de decisiones respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. En ese sentido, considerando las estimaciones de cierre de la situación financiera del gobierno central, elaboradas por MFP, se puede anticipar que la política fiscal en los dos últimos trimestres de 2013 tendría una postura contractiva, lo cual coadyuvaría a que la política monetaria no asuma una postura activa, siempre y cuando la inflación se mantenga cercana al valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo.

## ANEXO 3

### LA REPÚBLICA POPULAR CHINA EN LA ECONOMÍA GLOBAL Y SU IMPACTO EN ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS<sup>32</sup>

#### I. INTRODUCCIÓN

Por más de treinta años la República Popular China ha logrado alcanzar un crecimiento económico a un ritmo excepcionalmente rápido. Actualmente es la segunda economía más grande del mundo, el principal exportador y un inversionista de creciente importancia. Dados sus niveles de exportación, importa cantidades significativas de materias primas y productos semiterminados, con lo que ha ejercido un papel determinante en el alza de los precios internacionales de los mismos durante la última década.

#### II. PRINCIPALES REFORMAS ECONÓMICAS

En 1978 iniciaron las reformas que, junto a las de 1984 y 1994, constituyen los cambios más importantes hacia la apertura progresiva de la economía china al ámbito internacional. Desde un principio, las reformas se basaron en una política de “cuatro modernizaciones” que se enfocaban en la agricultura, la industria, la tecnología y la defensa. Las primeras dos reformas convirtieron el sector exportador en un poderoso motor de crecimiento económico y la reforma de 1994 dio vía libre a la creación de empresas nacionales de carácter privado, además de unificar el tipo de cambio nominal oficial con el de mercado y eliminar las restricciones a los pagos por el comercio de bienes, servicios y renta. Asimismo, las autoridades abrieron el sector exportador a la inversión extranjera directa y reformaron las empresas que en ese momento eran de propiedad estatal.

La reforma a la agricultura fue un pilar fundamental de la apertura en la República Popular China y consistió en que a cada campesino le fue asignado un espacio de tierra y una cuota de producción e insumos. Una vez completada su cuota, el campesino podía quedarse con el excedente. Ese mecanismo, denominado “Sistema de Producción Familiar Responsable”, generó importantes ganancias en eficiencia. Con relación a las empresas estatales, las primeras reformas introducidas en 1980

---

<sup>32</sup> Fuente: “Importancia de la República Popular China en la economía global y su impacto en economías pequeñas y abiertas”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronóstico. Banco de Guatemala. Septiembre de 2013.

dotaron a éstas de mayor flexibilidad en la toma de decisiones productivas, se les concedió cierta capacidad de decidir sobre la producción e inversión, mediante la retención de una parte de las utilidades y, en 1997, se introdujeron cambios en la estructura de propiedad de las empresas estatales.

Otra reforma importante fue la de la liberación de los precios en 1984, tanto de los precios de bienes finales como de bienes intermedios, dado que antes de ese año los precios controlados se utilizaban para mantener la competitividad de las empresas estatales.

La reforma del sistema financiero en 1993 transformó a los bancos sectoriales estatales, en bancos comerciales tradicionales, otorgándoles mayor autonomía en sus transacciones, permitiendo el manejo de moneda extranjera y la posibilidad de emitir deuda propia y proveer seguros, entre otros servicios financieros aprobados por el Banco Central.

### **III. PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS Y SU PARTICIPACIÓN MUNDIAL**

#### **A. Crecimiento económico**

Como resultado de las reformas, el caso de la República Popular China se ha destacado como uno de los de mayor éxito económico en el pasado reciente. En el periodo 1980-2012, la economía registró una tasa de crecimiento anual promedio de aproximadamente 10.0%, en un contexto de transición de una economía centralmente planificada hacia una economía de mercado. Esa dinámica de crecimiento permitió que la economía, en términos del Producto Interno Bruto (PIB), pasara de 1.9% de participación en el total del PIB mundial en 1980 a 11.5% en 2012; y de ser la sexta economía más grande del mundo en 2001 a constituirse, desde 2010, en la segunda más importante. Dicha expansión de la economía china ha tenido un impacto positivo en el crecimiento mundial que, con el transcurrir del tiempo, ha aumentado en magnitud y en alcance.

#### **B. Inflación**

Vale resaltar que en 1984, cuando dio inicio la liberalización de algunos precios, también se mantuvo cierto control en los mismos, principalmente cuando las empresas estatales comenzaron a perder competitividad, introduciéndose un sistema dual, en el cual unos precios eran fijados por el mercado y otros

por el Estado. A mediados de la década de 1990, el esquema dual de precios estaba casi abolido y regían los precios de mercado (Claro, 2003). La inflación entre 1990 a 2012 fue, en promedio, de 4.7% y la tasa de inflación para finales de 2012 se ubicó en 2.5% en términos anuales. Según el FMI, la inflación ha estado vinculada únicamente a las fluctuaciones en la producción, debido al exceso de oferta de trabajo, lo que ha ayudado a prevenir espirales de salarios-precios y las crisis en los suministros agrícolas ha sido el factor que ha incidido en la volatilidad de los precios. Estudios empíricos recientes recomiendan a hacedores de las políticas monetarias, principalmente en economías emergentes y en desarrollo, que tengan en cuenta la evolución macroeconómica china para la estabilización de la inflación en sus respectivos países.

### **C. Comercio Exterior**

Como se mencionó, las reformas económicas de 1978 abrieron a la República Popular China al comercio con el resto del mundo. No obstante, la crisis de los precios internacionales del petróleo y la recesión mundial, junto con altas tasas arancelarias en la década de 1980, contribuyeron a la desaceleración del crecimiento del comercio entre 1981 y 1987. Más recientemente, el rápido crecimiento de las exportaciones chinas ha sido acompañado por una reducción en los precios de las mismas, lo cual implica que los consumidores a nivel mundial se han beneficiado de precios más bajos.

Pese a que el surgimiento de la República Popular China como una potencia comercial habría generado preocupación respecto a si puede representar una amenaza para las exportaciones de otros países, diversos estudios han encontrado que efectivamente pudo haber provocado efectos adversos, principalmente en el sector exportador de México y Centroamérica. Sin embargo, también podría haber inducido efectos positivos derivados tanto de su mayor crecimiento, como del hecho que concentra una quinta parte de la población mundial, lo cual hace que el mercado chino pueda representar una oportunidad comercial muy relevante.

#### **D. Inversión extranjera directa y flujos de capitales**

El crecimiento del sector exportador se ha sustentado por flujos importantes de inversión extranjera directa (IED), de tal forma que la República Popular China (excluyendo Hong Kong) es el mayor receptor de IED entre las economías emergentes y países en desarrollo, y ocupa el segundo lugar a nivel mundial, detrás de los Estados Unidos de América. Asimismo, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, en su informe sobre las inversiones en el mundo, ubica a la República Popular China como la segunda economía que más invierte en el mundo. En 2012, la República Popular China (excluyendo Hong Kong), ascendió del sexto puesto del año anterior al tercero, dentro de las principales economías que invierten, después de los Estados Unidos de América y Japón, superando a países como Reino Unido, Alemania, Canadá y Rusia.

#### **E. Adición a la Organización Mundial de Comercio**

Un acontecimiento importante que ha fortalecido los lazos de comercio exterior de la República Popular China ha sido su acceso a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001, lo cual es una señal importante para los inversionistas de que el compromiso del gobierno chino con la liberalización es serio e irreversible. Según Chamorro (2008), aunque el ingreso a la OMC representa grandes beneficios, también conlleva ciertos retos, ya que la República Popular China deberá cumplir con las disciplinas de comercio internacional y eliminar las barreras arancelarias y no arancelarias que aún mantiene. Por ello, deberá reconocer costos y procedimientos administrativos en la valuación de productos y mercados, que están implícitos en una economía de no-mercado.

#### **F. Comportamiento en los años de crisis**

La estabilidad del crecimiento chino le permitió ser prácticamente inmune a las crisis financieras de Asia (1997) y Rusia (1998), a la desaceleración económica global (2000-2002) y a la gran recesión (2007-2009). Mientras que desde finales de 2000, el crecimiento económico y comercial se desaceleró en casi todas las grandes regiones del mundo y los países con mercados emergentes empezaron a sufrir nuevamente problemas de

financiamiento externo, la economía china registró tasas de crecimiento de 7.6% en 1999, de 8.4% en 2000 y de 9.2% en 2009, aunque debe reconocerse que durante la gran recesión fue clave el importante impulso al crecimiento económico proveniente de la inversión pública y las exportaciones, lo cual, según el FMI, genera un desbalance que debiera ser corregido mediante un impulso orientado al consumo privado.

#### **IV. INCIDENCIA EN EL MERCADO DE MATERIAS PRIMAS**

Al convertirse en uno de los principales exportadores mundiales, la República Popular China también se convirtió en un gran importador de materias primas y de energía, insumos importantes utilizados para las exportaciones. Ante dicha situación, el consumo de energía casi se ha cuadruplicado entre 1990 y 2012, un aumento muy superior al registrado por el conjunto de países en el mundo, que ha aumentado un 54.0%. Ha sido notable el fuerte aumento de su consumo de petróleo (340.0%), mientras que el consumo mundial ha crecido un 35.0%. En 2012, la República Popular China consumió el 22.0% de la energía primaria, más del 50.0% del carbón y alrededor del 11.0% de petróleo, a nivel mundial.

#### **V. INCIDENCIA EN LAS ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS**

El crecimiento económico sin precedentes y la apertura de China, se ha traducido en vínculos más estrechos con el resto del mundo. Los flujos de comercio y capital entre la República Popular China y el resto del mundo están afectando el crecimiento de otros países por varios canales. Las importaciones chinas de materias primas, insumos y, con mayor frecuencia, productos finales, incrementan directamente las exportaciones y el PIB de los países socios. Las exportaciones chinas, a su vez, tienen un efecto directo negativo en las exportaciones netas de los países socios. Sin embargo, los efectos indirectos en el bienestar y el PIB podrían ser positivos, dado que los productos chinos, de costo relativamente bajo, estimulan las posibilidades de consumo y producción en los países socios.

Los resultados empíricos de un estudio elaborado por el FMI, dan cuenta que el crecimiento chino tiene una importancia considerable en las fluctuaciones de la actividad económica de otros países, intensificándose sustancialmente esa influencia en las últimas décadas. Los resultados incluyen efectos registrados

durante períodos de uno a cinco años, generalmente asociados a los ciclos económicos, y también a más largo plazo. También sugieren que, a corto y mediano plazos, un choque de 1 punto porcentual en el crecimiento del PIB de China va seguido de una respuesta acumulativa del crecimiento de otros países de 0.2 puntos porcentuales después de tres años, y de 0.4 puntos porcentuales después de cinco años; impacto que inicialmente se transmite casi en su totalidad mediante los canales comerciales. La magnitud y el alcance de estos efectos se han intensificado en las últimas décadas. En sus inicios, el crecimiento chino afectaba significativamente a los países asiáticos vecinos; sin embargo, la influencia se ha extendido con el tiempo a otros países alrededor del mundo.

Ante la importancia que ha significado el surgimiento de la República Popular China como una influyente potencia económica mundial, instituciones financieras internacionales como el Banco Mundial, instan a las economías pequeñas y abiertas, especialmente a las de la región de América Latina, a replantear sus objetivos de crecimiento y desarrollo, sobre todo de sus alianzas estratégicas, aprovechando que la nación asiática se ha convertido en un importante polo de desarrollo para todas las regiones del mundo. Indica que los países de la región tiene la oportunidad de alcanzar sus objetivos de crecimiento y desarrollo de largo plazo, apoyado por el polo de desarrollo chino, objetivos que por varias razones internas y/o externas, no han logrado conseguir con su mayor aliado comercial y fuente de inversión directa en la región en el siglo veinte, los Estados Unidos de América.

## **VI. INCIDENCIA EN LA ECONOMÍA GUATEMALTECA**

La incidencia del desempeño económico chino en la economía guatemalteca puede ser abordada, entre otros, desde dos dimensiones, mediante la relación comercial directa entre ambos países y por medio de la relación de competencia comercial y de atracción de inversiones con terceros países.

En el contexto de la relación comercial, las exportaciones a la República Popular China pasaron de US\$3.0 millones en 2000 a US\$34.7 millones en 2012, a pesar del incremento en monto, la proporción de este en relación al total de exportaciones del país es de apenas el 0.35%. En este contexto, a diferencia de otros países latinoamericanos que se han beneficiado de las

exportaciones de sus materias primas a la República Popular China (tal es el caso de Brasil, Argentina y Chile entre otros, quienes consideran a este país como un socio comercial importante), Guatemala no ha logrado penetrar significativamente en el referido país. Es posible que la falta de relaciones diplomáticas directas sea un obstáculo para ello.

En tanto que el lado de las importaciones provenientes de la República Popular China, el monto total paso de US\$68.5 millones en 2000 a US\$2,017.7 millones en 2012, representando alrededor del 12.0% del total de importaciones del país. Vale indicar que dichos montos son referidos a las importaciones por país de origen de la mercancía, ya que algunos de los productos importados, a pesar de ser fabricados en el referido país, provienen de un tercer país (vendedor). Tomando en consideración el comportamiento tan dinámico que han tenido las importaciones provenientes de la República Popular China, es menester indicar que Guatemala se ha beneficiado, al igual que el resto del mundo, de los precios bajos de sus productos.

Al considerar la relación de competencia comercial y de atracción de inversión con terceros países, la creciente importancia que ha ganado la República Popular China en el contexto global, parece indicar que son ellos los que han logrado abrir mercados y atraer considerables montos de inversión extranjera. Sin embargo, en casos concretos, aun se siguen manteniendo las ventajas comparativas que, en la medida que se logren aprovechar, serán de beneficio para el país.

En el ámbito de la competencia comercial, hay un ejemplo que vale la pena mencionar: en enero de 2005 fue eliminado el sistema de cuotas de importaciones de textiles en los Estados Unidos de América, lo cual abrió las puertas a las exportaciones de Asia y principalmente de la República Popular China, provocando una mayor entrada de estos productos al mercado norteamericano a precios bajos, lo que afectó negativamente al sector de manufactura textil guatemalteco y de otros países en desarrollo. De acuerdo con los registros de comercio exterior de Guatemala, las exportaciones artículos de vestuario de Guatemala hacia los Estados Unidos de América alcanzaron su monto máximo en 2004 (US\$1,510.0 millones) cayendo alrededor de 7.0% el año siguiente, tendencia que continuó hasta 2012 (exceptuando leves crecimientos en los años 2006, 2010 y 2011),

año en el cual las exportaciones de dichos productos sumaron US\$1,103.5 millones.

Sin embargo para el sector de manufacturas textiles, el efecto que tuvo la entrada de la República Popular China en esta industria, tanto en el país como a la mayoría de los otros países de Centroamérica, provocó un cambio de estrategia y de modelo de negocio en la región, incrementando la productividad para tratar de mantener sus cuotas de mercado, lo cual es difícil determinar con exactitud si se logró, porque algunas empresas se retiraron de estos países.

En términos generales, la incidencia de la República Popular China para Guatemala ha tenido connotaciones positivas y negativas, por lo cual es importante adaptarse al nuevo esquema mundial de la manera más eficiente para que se maximicen los beneficios y se logre minimizar los costos de ello.

#### **VII. POSIBLES EFECTOS DE UNA DESACELERACIÓN ECONÓMICA DE LA REPÚBLICA POPULAR CHINA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL**

Una fuerte desaceleración en el crecimiento de la República Popular China podría tener implicaciones importantes para la expansión global y, además, podría haber implicaciones internas para la estabilidad social. En ambos casos, las consecuencias podrían ser de gran importancia.

Los efectos de una desaceleración abrupta o “aterrizaje forzoso” de la economía de china, en el corto plazo, se transmitirían principalmente por el canal del comercio y los flujos capital, afectando el crecimiento de sus socios comerciales como Brasil, Indonesia, Chile o Argentina; países que han convertido la gran demanda de materias primas de la República Popular China en un importante polo de crecimiento para sus economías. Además, indirectamente impactaría en la confianza de los inversionistas en el mercado de materias primas a nivel mundial.

#### **VIII. PERSPECTIVAS PARA LA PRÓXIMA DÉCADA**

Actualmente la República Popular China enfrenta diversas debilidades estructurales, algunas de las cuales son similares a las que llevaron a otras economías asiáticas a la crisis iniciada en 1997. La República Popular China enfrenta problemas de deuda pública, recaudación fiscal, importantes proyectos de construcción y exceso de acumulación de inventarios. En adición, su fuerte dependencia del crédito y la inversión para sostener su nivel de

crecimiento económico está alimentando algunas vulnerabilidades.

Algunos bancos de inversión como *Morgan Stanley China*, han pronosticado una década dorada para el consumo de la República Popular China. Estiman que para 2020 las ventas minoristas totales del país equivaldrán a dos terceras partes de las de los Estados Unidos de América y constituirán alrededor de 12.0% del agregado mundial. Dicho efecto, de materializarse, implicaría el logro del rebalanceo económico que según el FMI es necesario en la República Popular China.

En cuanto al sector agrícola, según algunos analistas, después de obtener cosechas récord durante ocho años consecutivos, la República Popular China ha presenciado un máximo inusual de importaciones de granos, lo que generó especulaciones en el mercado sobre su creciente dependencia en el mercado mundial. La economía china, que sufre restricciones por su creciente población y recursos de tierra agrícola limitados, debe incrementar la inversión en agricultura para satisfacer la creciente demanda de cultivos de granos, lo cual se convierte en una desventaja importante en comparación con otros países productores de granos, como Australia, Estados Unidos de América y Brasil. En términos de tierra destinada al cultivo y de recursos hídricos per cápita, y si se cumplen los compromisos de apoyar a la agricultura con los recursos obtenidos de la industria y facilitar la innovación en tecnologías agrícolas, la República Popular China podría contribuir más a la oferta interna de granos y a la estabilidad del mercado mundial de productos agrícolas.

## **IX. CONSIDERACIONES FINALES**

Ante el innegable ascenso económico de la República Popular China, se han planteado nuevos retos para las autoridades tanto económicas como políticas de los países, principalmente con economías emergentes y en desarrollo. De tal cuenta, muchos países ya consideran el desempeño económico de la República Popular China en la toma de decisiones respecto a los asuntos internos.

El crecimiento económico chino, que incluyó varias reformas a lo largo de más de 35 años, ha posicionado al país como la segunda economía más grande del mundo, por detrás de los Estados Unidos de América, país del cual ha obtenido grandes beneficios al mejorar sus relaciones comerciales desde su ingreso

a la OMC.

El rápido crecimiento de las exportaciones chinas ha venido acompañado por una reducción en los precios de las mismas, lo que ha incidido a que los consumidores a nivel mundial se hayan beneficiado de precios más bajos; asimismo, el mercado chino y su creciente capacidad adquisitiva representa una oportunidad comercial para el resto de países, con la garantía del marco regulatorio de los acuerdos suscritos con la OMC.

La economía china ha llegado a tener una incidencia relevante en otras economías a nivel mundial, aunque en algunos países ha tenido un impacto más fuerte que en otros; principalmente, en los países que se han convertido en socios comerciales y han incorporado las exportaciones a la República Popular China como un polo de desarrollo.

La influencia del referido país en la inflación mundial ha llevado a los analistas económicos a recomendar que las autoridades responsables de las políticas monetarias, al tomar decisiones para estabilizar la inflación en sus propios países, tengan en cuenta la evolución macroeconómica de dicho país. Además, han sugerido que los países de América Latina revisen sus objetivos de largo plazo, así como la oportunidad que presenta para ellos el principal demandante de materias primas como lo es la República Popular China.

En el caso de Guatemala, se han observado tanto beneficios como costos de la relación comercial con la República Popular China. La participación de las importaciones provenientes del referido país ha empezado a tener una importancia considerable en el comercio total de Guatemala que, en un contexto de bajos precios de los productos chinos a nivel mundial, ha resultado beneficioso. Sin embargo, el país no ha logrado insertarse eficientemente en el mercado chino, lo cual no le ha permitido obtener los beneficios de convertirse en proveedor de materias primas en ese país. En tal situación, como se indicó, puede estar incidiendo la ausencia de relaciones diplomáticas con la República Popular China.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Alesina, Alberto y Tabellini, Guido (2006): "Why is fiscal policy often procyclical?" Harvard University and IGER Bocconi. Febrero de 2006.
2. Amiti, Mary y Freund, Caroline (2007): "Auge de las exportaciones chinas" Fondo Monetario Internacional. Revista Finanzas y Desarrollo, septiembre de 2007.
3. Arnaut, Javier (2008): "Money Demand and Financial Liberalization in Mexico: a Cointegration Approach". Universidad Autónoma Metropolitana MPRA Paper No. 860.
4. Arora, Vivek y Vamvakidis, Athanasios (2010): "China's Economic Growth: International Spillovers". International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/10/165.
5. Arrau, Patricio y De Gregorio, José (1995): "Financial Innovation and Money Demand". World Bank. Working Papers No. 585.
6. Arrau, Patricio; Reinhart, Carmen; De Gregorio, José y Wickham Peter (1995): "The Demand for Money in Developing Countries: Assessing the Role of Financial Innovations". Journal of Development Economics. Vol. 46.
7. Banco Mundial (2011): Oficina del Economista Jefe para la región de América Latina y el Caribe. "Crecimiento a largo plazo América Latina y el Caribe ¿Hecho en China?"
8. Banco Mundial (2012): "China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society".
9. Bayoumi, Tamim y Ohnsorge Franziska (2013). "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China". International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/13/189.
10. Bordo, Michael y Jonung, Lars (1981): "The Long Run Behavior of the Income Velocity of Money in Five Advanced Countries: an Institutional Approach" Economic Inquiry No. 19.
11. Bordo, Michael; Jonung, Lars y Siklos Pierre (1997): "Institutional Change and the Velocity of Money". Economic Inquiry No. 35.
12. Bustelo Gómez, Pablo (2007): "Ascenso económico de China: Implicaciones estratégicas para la seguridad global". Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos & Universidad Complutense de Madrid.
13. Chaverri, Carlos (2011): "Demanda de Dinero en Costa Rica 2000-2010". Banco Central de Costa Rica. Serie Documentos de Investigación No. 06-2011.
14. Chen, Barry y Bass, Aline (2012): "China: Prepare for Lying", InterChina Consulting, July 2012.
15. Claro, Sebastián (2003): "25 años de reformas económicas en China 1978 – 2003". Estudios Públicos 91 (invierno 2003).
16. Cui, Li (2007): "China: Creciente dependencia externa" Fondo Monetario Internacional. Revista. Revista Finanzas y Desarrollo, septiembre 2007.
17. Dobbs, Richar; Leung, Nick y Lund, Susan (2013): "China rising stature in global finance", Mckinsey Quarterly.
18. Eichengreen, Barry; Park, Donghyun y Shin, Kwanho (2011): "When fast growing economies slow down: International evidence and implications for China". National Bureau of Economic Reserch, Working Paper 16919,
19. Eickmeir, Syra y Kühnlenz, Markus (2013): "China's role in global inflation dynamics". Discussion Paper, Deutsche Bundesbank, No. 07/2013.
20. Ferguson, Niall y Schularick Moritz (2009): "The End of Chimerica". Harvard Business School, working paper 10-037.
21. Fondo Monetario Internacional (2013): Article IV Consultation with People's Republic of China. IMF Country Report No. 13/211. July 2013.
22. Fondo Monetario Internacional (2013): Consulta del Artículo IV de 2013 con Guatemala. Agosto.
23. Fondo Monetario Internacional (2013): World Economic Outlook. "Transitions and Tensions" October.
24. Fondo Monetario Internacional (2013): "Transition Challenges to Stability". Global Financial Stability Report. October.
25. Fondo Monetario Internacional (2009): "Las Américas: Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora? Perspectivas económicas. Octubre.
26. Fondo Monetario Internacional (2008): "Tensiones financieras, desaceleración y recuperaciones" Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre.
27. Goldfeld, Stephen y Sichel, Daniel (1990): "The Demand for Money". Handbook of Monetary Economics, North Holland.
28. Gómez, Javier (1998): "La Demanda de Dinero en Colombia". Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía No. 101.
29. Gómez, José (1999): "Estimación de la Demanda Transaccional de Dinero en Colombia". Universidad de Antioquia. Lecturas de Economía No.54.
30. Haltmaier, Jane (2013): "Challenges for the Future of Chinese Economic Growth", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 1072.

31. Horton, Mark y El-Ganainy, Asmaa (2009): "¿Qué es la política fiscal?" Finanzas & Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Junio.
32. Keller, Wolfgang; Li Ben y Shiue Carol H. (2010): "China's Foreign Trade: Perspectives from the Past 150 Years". Working Paper 16550. NBER Working paper series. National Bureau of Economic Reserch.
33. Lozano, Ignacio (2009): "Caracterización de la política fiscal en Colombia y análisis de su postura frente a la crisis internacional". Borradores de Economía. Banco de la República de Colombia.
34. Lucas, Robert y Stokey, Nancy (1987): "Money and Interest in a Cash-in-advance Economy". Econometrica No. 55.
35. Maudos, Joaquín (1995): "Nuevas Metodologías de Transacción y Demanda de Dinero". Universidad de Valencia. Revista de Economía Aplicada No. 8.
36. Ministerio de Economía y Finanzas (2004): "Indicador de impulso fiscal para la economía peruana". Boletín de Transparencia Fiscal – Informe Especial. Perú.
37. Montenegro, Claudio E.; Pereira, Mariana Pereira y Soloaga, Isidro (2011): "El efecto de China en el comercio internacional de América Latina", Estudios de Economía. Vol.38 – N°2, Diciembre 2011. Págs. 341-368.
38. Okun, Arthur M. (1970): "The Political Economy of Prosperity". Washington, DC. The Brookings Institution.
39. Rojas, Bernardo y García, Héctor (2006): "Estimación de la Demanda de Dinero en Paraguay". Banco Central de Paraguay. Documentos de Investigación.
40. Salvador Chamorro, Ana I. (2008): "El proceso de reforma económica de China y su adhesión a la OMC". Universidad de León, España, Pevnia, 7, pp. 257-284.
41. Tello, José Carlos (2002): "Elaboración de un indicador de impulso fiscal". Consorcio de Investigación Económica y Social. Lima, Perú. Abril.
42. Watson, Patrick (2002): "A Practical Introduction to Econometric Methods: Classical and Modern". University of West Indies.