

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2017



BANCO DE GUATEMALA



CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA.....	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	8
A. COYUNTURA RECIENTE.....	8
1. Panorama general	8
2. Desempeño de las economías avanzadas.....	12
3. Desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.....	14
4. Mercados financieros internacionales	19
5. Precios internacionales de algunas materias primas	20
6. Inflación y política monetaria	26
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	31
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	35
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	35
B. SECTOR EXTERNO	36
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	43
1. Evolución reciente de la inflación	43
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	47
3. Variables informativas de la política monetaria	49
D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)	57
E. FINANZAS PÚBLICAS	57
1. Ingresos	58
2. Gastos	59
3. Resultado fiscal y financiamiento	60

¹ El Informe fue elaborado con información disponible al 19 de octubre de 2017.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	63
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	68

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2017

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

Desde 2005, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia en Guatemala se fundamenta en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), el cual consiste, en términos generales, en una estrategia de política monetaria que se basa en el compromiso, por parte de la autoridad monetaria y del Banco Central, de establecer una meta explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de la misma.

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados de bienes, de servicios, de dinero y cambiario; que los precios relativos sean más estables; y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia más precisa respecto a la evolución futura de la inflación. Ello genera, a su vez, un clima más propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Por esa razón, 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.

Bajo este esquema monetario, 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 cambiario flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria) y con la utilización de variables indicativas, privilegiando las decisiones de mercado, así como con el fortalecimiento de la transparencia y la rendición de cuentas en las diferentes actuaciones del Banco Central.

El EMEI ha venido evolucionando tomando como referencia los esquemas de otros bancos centrales que lo adoptaron antes que Guatemala. En efecto, durante los años siguientes a la implementación del EMEI se avanzó en aspectos fundamentales tanto en el mercado de dinero como en el mercado cambiario y, en junio de 2011, se hizo un cambio más profundo con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, estableciéndose como tasa de interés líder de política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*) en sustitución de la tasa de interés al plazo de 7 días que regía en ese momento. La tasa de interés al plazo de un día ha permitido un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que estos tienen la certeza de que el Banco Central está dispuesto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, al poner a su disposición facilidades permanentes tanto de inyección como de neutralización de liquidez.

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

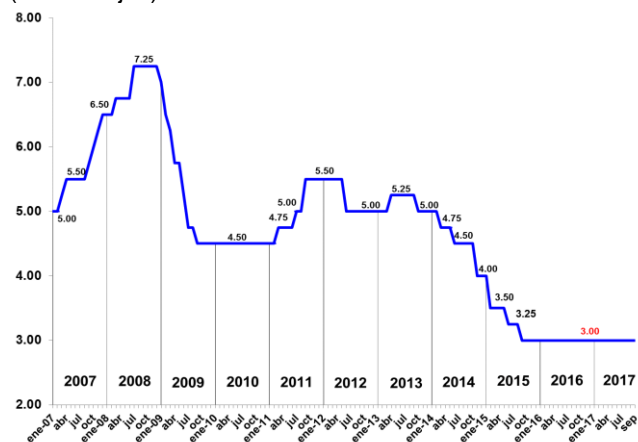
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto para 2017, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto y septiembre para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En dichas sesiones, la Junta Monetaria decidió mantener dicha tasa en 3.00%, tomando como base el análisis integral de la coyuntura externa e interna. En el ámbito externo, entre otros aspectos, consideró que las previsiones económicas mundiales siguen reflejando mejores expectativas, tanto para 2017 como para 2018, aunque en un entorno en el que prevalecen riesgos a la baja e incertidumbre. Asimismo, tomó en cuenta que los pronósticos del precio internacional del petróleo, en el escenario base, mantienen una tendencia levemente creciente para lo que resta de 2017 y durante 2018. En el ámbito interno, destacó que la evolución de varios indicadores de corto plazo (Índice Mensual de la Actividad Económica, comercio exterior y remesas familiares) siguen siendo congruentes con la estimación de crecimiento anual del PIB para 2017 (entre 3.0% y 3.4%). Además, señaló que los pronósticos y las expectativas de inflación, tanto para 2017 como para 2018, continúan ubicándose alrededor del valor central de la meta.

Gráfica 1

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



(1) Con información a septiembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, al tercer trimestre del presente año, la recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuó consolidándose, aunque sigue prevaleciendo la incertidumbre y los riesgos a la baja. Según el FMI, la economía mundial crecería 3.6% en 2017 y 3.7% en 2018, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%), debido al mejor desempeño previsto tanto para las economías avanzadas como para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En las economías avanzadas, las perspectivas de crecimiento económico son positivas tanto para 2017 como para 2018 (2.2% y 2.0%, en su orden). Estados Unidos de América crecería 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo, de elevados niveles de confianza, a pesar de que se ha hecho menos probable la implementación de medidas de estímulo fiscal en el corto plazo, y del mantenimiento de condiciones monetarias acomodaticias, en un marco gradual de normalización de la política monetaria.

En la Zona del Euro, se continuó evidenciando un crecimiento económico sostenido, con una mejora cada vez más generalizada a nivel de países, reflejo de una recuperación de la demanda tanto interna como externa, así como por la continuidad de una política monetaria ampliamente acomodaticia. Las perspectivas de crecimiento económico para el presente y para el próximo año (2.1% y 1.9%, en su orden), aunque han mejorado, denotan que aún persisten algunos riesgos importantes, principalmente por la incertidumbre que continúa generando el *Brexit* y la fragilidad de los sistemas bancarios en algunos países de la región.

En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el desempeño de la actividad económica es favorable, previéndose un crecimiento económico de 4.6% en 2017 y de 4.9% en 2018, aunque con heterogeneidad entre países y regiones. Destaca el comportamiento esperado de la actividad económica de la República Popular China, la

cual crecería 6.8% en 2017 y 6.5% en 2018, proyecciones que reflejan un ajuste económico más gradual al que se había previsto, resultado, en buena medida, de la implementación de medidas de estímulo económico por parte del gobierno chino. Asimismo, Brasil y Rusia han dejado atrás las recesiones que experimentaron en años previos, con crecimientos positivos, pero moderados tanto para 2017 como para 2018, apoyados por la recuperación en el precio de las materias primas.

El PIB de Centroamérica crecería 3.6% en 2017 y 3.4% en 2018, apoyado por el comportamiento positivo de la demanda interna, particularmente, del consumo privado, debido al considerable aumento en el flujo de remesas familiares en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras) y de las mejores perspectivas del comercio exterior, ante el fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos de América.

A septiembre del presente año, los mercados financieros internacionales, en términos generales, mantuvieron un desempeño positivo, con niveles bajos de volatilidad y respaldados por un escenario de mejora del entorno económico a nivel mundial, lo cual ha reforzado la confianza de los consumidores y empresarios y ha favorecido un mayor apetito por riesgo; sin embargo, las persistentes fuentes de incertidumbre, particularmente de índole política y geopolítica, mantienen latente la posibilidad de que existan algunos episodios de inestabilidad, lo que en alguna medida podría moderar el optimismo de los inversionistas y, por tanto, propiciar correcciones en la dinámica del precio de los activos.

Por su parte, los precios internacionales de las materias primas que tienen un efecto relevante en la inflación de Guatemala, presentaron comportamientos mixtos. El precio internacional del petróleo registró una reducción en términos acumulados, debido, fundamentalmente, a que el incremento en la producción

de crudo (especialmente en Libia, Nigeria y Estados Unidos de América) y los elevados niveles de inventarios que prevalecen en dicho mercado, han contenido las presiones al alza en el precio ante la demanda creciente de petróleo. El precio internacional del maíz amarillo mostró un leve aumento, atribuido a las expectativas de un balance entre la oferta y la demanda mundial del grano. En el caso del precio internacional del trigo, este registró un alza, derivada de las condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores. Para finales de 2017 y de 2018, las proyecciones de precios promedio de estas materias primas se ubicarían por arriba de los registrados en 2016.

A nivel internacional, la inflación se mantuvo moderada, a pesar del incremento que venían registrando los precios de las materias primas, particularmente el petróleo y sus derivados. En efecto, en las economías avanzadas, a pesar del repunte entre finales del año anterior y los primeros meses del presente año, la inflación se moderó, debido al menor dinamismo que registraron los precios de la energía; en tanto que, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, con algunas excepciones, el ritmo inflacionario se desaceleró ante la relativa fortaleza de sus monedas y las menores presiones inflacionarias, derivadas de la moderación en el precio de los combustibles. En el caso de los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de México, la inflación bajó, como resultado de que en algunos países disminuyeron las presiones de demanda agregada, los choques de oferta externos se revirtieron y los tipos de cambio nominales se apreciaron respecto del dólar estadounidense. En los países de Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo relativamente contenida, con niveles, en general, dentro de las respectivas metas.

En el ámbito interno, el producto interno bruto durante el segundo trimestre del año, mostró una

moderación, registrando una tasa de crecimiento interanual de 2.3%, inferior tanto a la registrada en el trimestre previo (3.0%), como a la observada en el mismo trimestre del año anterior (3.7%). La referida desaceleración es reflejo de las caídas que mostraron las actividades de industrias manufactureras; explotación de minas y canteras; y de administración pública y defensa; no obstante, dichas reducciones fueron compensadas por tasas de crecimiento positivas en el resto de actividades económicas. El PIB medido por el destino del gasto, registró una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.2%, la cual aunque fue ligeramente inferior a la del trimestre previo (3.4%), continúa reflejando el incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, asociado a mejoras en los salarios medios, al crecimiento del crédito al consumo otorgado por el sistema bancario, así como al incremento en el ingreso de divisas por remesas familiares. Para 2017 se prevé un crecimiento del PIB anual entre 3.0% y 3.4%².

Dichas previsiones se reflejan en el comportamiento de algunos indicadores de corto plazo, como la tendencia-ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) que a agosto registró una variación interanual de 3.0%, resultado de tasas de variación positivas en la mayoría de actividades económicas.

En el comercio exterior a agosto, el valor FOB de las exportaciones de bienes aumentó 6.5% respecto a similar periodo de 2016, resultado de un incremento tanto en el precio medio (4.7%) como en el volumen exportado (1.0%). Entre los principales productos que registraron incrementos en el valor exportado destacan: café, azúcar, cardamomo, banano, caucho natural, energía eléctrica, artículos de vestuario y grasas y aceites comestibles. Por su parte, el valor CIF de las

² Cabe destacar que algunos entes internacionales estiman tasas de crecimiento económico para 2017 que se ubican dentro de dicho rango, destacando la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (3.4%), el Fondo Monetario Internacional (3.2%) y *Standard & Poor's Global Ratings* (3.0%).

importaciones de bienes aumentó 7.3%, explicado por el alza tanto en el volumen importado (6.5%), como en el precio medio (1.0%), este último asociado al alza en el precio medio de los combustibles y lubricantes, el cual fue contrarrestado, parcialmente, por la disminución que se registró en el precio medio del resto de importaciones. A agosto, se observó un aumento de US\$358.4 millones en el valor de las importaciones en el rubro de combustibles y lubricantes, a diferencia de lo ocurrido los dos años previos en los que se tuvo un ahorro en el pago de las importaciones por ese concepto.

Al 30 de septiembre, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$6,097.3 millones, superior en US\$822.0 millones (15.6%), respecto al monto observado en igual periodo de 2016, comportamiento que, entre otros factores, se asocia a la reducción del nivel de desempleo hispano, al mayor número de guatemaltecos que vive en Estados Unidos de América y al temor por el posible endurecimiento de las medidas anti-migratorias en dicho país, que ha provocado que algunos migrantes, en adición al envío normal, estén enviando parte de sus ahorros, como una medida precautoria.

El nivel de Reservas Internacionales Netas continúa reflejando la sólida posición externa del país, pues al 30 de septiembre se situó en US\$11,268.4 millones, mayor en US\$2,108.0 millones al monto registrado en diciembre de 2016.

El tipo de cambio nominal del quetzal frente al dólar, registró al 30 de septiembre una apreciación interanual de 2.35% (acumulada de 2.36%). El Banco de Guatemala, tomando en cuenta la evolución del tipo de cambio nominal durante las primeras semanas del año, a partir del 24 de febrero implementó ajustes operativos a la regla de participación en el mercado cambiario (horario de participación) y empezó a recibir depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Adicionalmente, desde el 3 de agosto se

efectuó otro ajuste operativo consistente en que si en un mismo día se cumplen los criterios de participación, tanto para la compra como para la venta de dólares estadounidenses, el Banco de Guatemala convoca a subasta de compra y a subasta de venta, conforme la regla de participación aprobada por la Junta Monetaria. Al 30 de septiembre, la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario generó compras netas de divisas por US\$1,915.4 millones y captó US\$297.7 millones mediante depósitos a plazo.

El ritmo inflacionario a septiembre se ubicó en 4.36%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). La trayectoria del ritmo inflacionario ha estado determinada por el efecto combinado de factores de oferta y de demanda, mostrando un comportamiento ascendente desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016, que se asoció, principalmente, a la reversión de la caída en el precio de los bienes y servicios con alto componente de derivados del petróleo y a los choques de oferta que afectaron el rubro de alimentos, particularmente de las hortalizas y legumbres. Posteriormente, la moderación de los choques de oferta que afectaron el rubro de alimentos contribuyó a que la tendencia del ritmo inflacionario, en general, fuera descendente entre el cuarto trimestre de 2016 y los primeros seis meses de 2017. Durante el tercer trimestre del presente año, se registraron nuevamente choques de oferta en el rubro de hortalizas y legumbres, principalmente en el tomate, que provocaron que el ritmo inflacionario se incrementara, aunque dichos choques se han ido reduciendo gradualmente. Las moderadas presiones de demanda, dada la posición cíclica de la economía, han permitido mantener una política monetaria acomodaticia, sin comprometer la meta de inflación, dado que las expectativas de inflación permanecen ancladas.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo (reporto a 1 día), estas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria; mientras que las tasas

de interés, activa y pasiva del sistema bancario, continuaron estables, lo que evidencia los adecuados niveles de liquidez en la economía.

Los principales agregados monetarios al 28 de septiembre, con excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación. En cuanto al crédito bancario al sector privado, este ha tenido un comportamiento menos dinámico (aumento de 5.2% en términos interanuales), resultado, principalmente, de la evolución del crédito en moneda extranjera cuyo crecimiento al 28 de septiembre es de 3.8%. Por su parte, el crecimiento interanual de la emisión monetaria se ubicó en 13.6%, reflejo de una mayor demanda de efectivo por parte del público, la cual se asocia al mayor ingreso de divisas por remesas familiares.

En lo relativo a las finanzas públicas, según reporta el Ministerio de Finanzas Públicas, al finalizar el ejercicio fiscal 2017, los ingresos tributarios y el gasto total registrarían un crecimiento de 7.2% y 10.4%, respectivamente. Los ingresos tributarios y el gasto público total equivaldrían a 10.4% y 12.5% del PIB, en su orden; lo que haría que el déficit fiscal se sitúe alrededor de 1.5% del PIB. Según cifras preliminares al 30 de septiembre, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.4%; mientras que los gastos aumentaron 5.2%, respecto de similar periodo del año previo. A la misma fecha, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q70,223.1 millones, mayor en Q4,581.3 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,243.0 millones, mayor en US\$227.5 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones). Al 30 de septiembre el Ministerio de Finanzas Públicas había colocado el 77.9% de los Bonos del Tesoro programados para el ejercicio fiscal 2017 (Q13,150.3 millones).

En síntesis, en el entorno externo, la economía mundial continúa el proceso de recuperación, el cual se

ha consolidado recientemente, aunque prevalece la incertidumbre y los riesgos a la baja. Los mercados financieros internacionales mantienen una evolución positiva, con volatilidades en mínimos históricos, explicada por la mejora en la actividad económica mundial y por la confianza de los inversionistas. Los precios internacionales de algunas materias primas como el petróleo, maíz amarillo y trigo reflejan resultados mixtos: por un lado, los precios del trigo y del maíz amarillo aumentaron y, por el otro, el precio del petróleo se redujo; no obstante, los precios promedio de estas materias primas, tanto para 2017 como para 2018, se ubicarían por arriba de los registrados en 2016.

En el entorno interno, el producto interno bruto durante el segundo trimestre de 2017, registró una moderación en su tasa de crecimiento interanual (2.3%); no obstante, para finales del presente año, se prevé que el desempeño de la actividad económica continúe reflejando el comportamiento positivo de la demanda interna y el mejor desempeño económico previsto para los principales socios comerciales (demanda externa), previéndose que su crecimiento se sitúe en un rango entre 3.0% y 3.4%.

Las políticas monetaria y fiscal han contribuido a que los principales precios macroeconómicos (inflación, tipo de cambio nominal y tasas de interés) permanezcan estables, lo que ha sido resaltado tanto por el Fondo Monetario Internacional como por las principales empresas calificadoras de riesgo soberano en sus distintas evaluaciones efectuadas al país³.

En el contexto descrito, la política monetaria en el transcurso del año mantuvo una postura acomodaticia, la cual se refleja en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria (3.00%), la cual se ha mantenido desde septiembre de 2015. Para el resto del año, la

³ Si bien la agencia calificadora *Standard & Poor's Global Ratings*, el 18 de octubre de 2017 rebajó la calificación crediticia de deuda soberana de Guatemala, continuó destacando que la estabilidad macroeconómica es una fortaleza del país, la cual se apoya, según expresa dicha calificadora, en una política monetaria prudente, que ha mantenido la inflación dentro de la meta y en una política fiscal moderada, con bajos déficits fiscales.

autoridad monetaria continuará monitoreando el comportamiento de la inflación, sus pronósticos y las expectativas inflacionarias, así como de otras variables macroeconómicas relevantes, con el propósito de adoptar las decisiones necesarias que contribuyan a preservar la estabilidad en el nivel general de precios.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

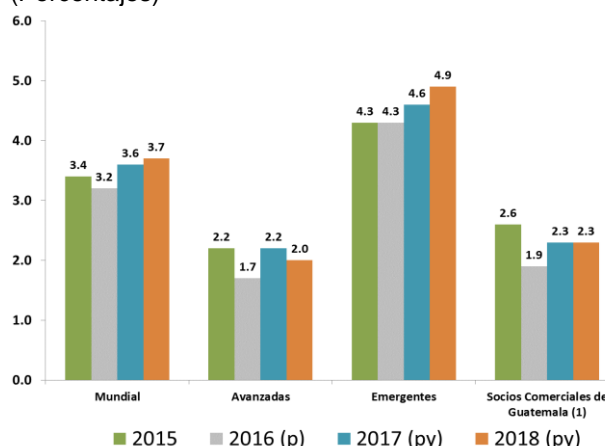
Al tercer trimestre de 2017, la recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuó consolidándose, como consecuencia de la mejora del comercio internacional, del incremento en la inversión privada y del dinamismo de la producción manufacturera, en un ambiente en el que los indicadores de confianza mantuvieron niveles elevados, la volatilidad en los mercados financieros permaneció baja y la política monetaria en la mayoría de economías avanzadas siguió siendo ampliamente acomodaticia. Este mejor desempeño también ha estado acompañado de cierta moderación de algunos riesgos, particularmente, los relativos a los resultados electorales en Europa (Francia, especialmente), además del desempeño económico, mejor al previsto, en la República Popular China. Algunas de las principales preocupaciones que venía enfrentando la economía mundial se han reducido, particularmente la caída de los precios de las materias primas, la probabilidad de deflación, los rendimientos negativos de los bonos gubernamentales y las políticas fiscales restrictivas.

No obstante, aún existen amplios márgenes de incertidumbre, especialmente la que deriva del entorno político y geopolítico actual. En el ámbito político, destaca la falta de consensos en el Congreso de Estados Unidos de América para la aprobación del presupuesto federal de ese país, lo cual aunado a otros riesgos relevantes, como la posible materialización de una postura de política económica proteccionista y anti-inmigratoria, las presiones tanto internas como externas que podrían propiciar una fragmentación de la Zona del Euro o de la Unión Europea, la incertidumbre asociada a las negociaciones en el marco del *Brexit*, la exposición de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo al aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América y la vulnerabilidad financiera de la economía china, continúan condicionando un

crecimiento económico más robusto a nivel mundial. Por su parte, la intensificación de las tensiones geopolíticas y del terrorismo, especialmente el conflicto bélico que se podría desencadenar entre Estados Unidos de América y Corea del Norte, también podrían afectar las actuales previsiones de crecimiento de la actividad económica a nivel mundial.

Gráfica 2

Crecimiento Económico Anual (Porcentajes)



(p) Preliminar.

(py) Proyectado.

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

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

Para 2017, se prevé que la economía mundial crezca 3.6% y en 2018 3.7%, por arriba de lo registrado en 2016 (3.2%), debido tanto al mejor desempeño esperado en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En efecto, las economías avanzadas crecerían 2.2% y 2.0% en dichos años, ante un mayor dinamismo de la actividad manufacturera y del comercio internacional y adecuados niveles de confianza empresarial y de los consumidores. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% y 4.9%, en su orden, apoyadas por el impulso proveniente de las

economías avanzadas, las condiciones financieras aún benignas y el reciente fortalecimiento de la actividad económica en la República Popular China.

En Estados Unidos de América, el crecimiento sigue siendo apoyado por el aumento de la demanda interna, principalmente de la inversión y el dinamismo del consumo, en un entorno de condiciones monetarias acomodaticias; sin embargo, la falta de certeza en torno a la posibilidad de implementar los cambios de política fiscal, comercial, financiera y migratoria del gobierno actual, se traduce en un panorama complejo, que por el momento podría limitar un crecimiento más dinámico y sostenido. Las proyecciones apuntan a que la economía estadounidense crecería 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018.

En la Zona del Euro, la recuperación económica se ha consolidado y generalizado en toda la región, impulsada por la demanda interna, ante la mejora en las condiciones del mercado laboral, el fortalecimiento de la confianza del consumidor y políticas económicas orientadas a estimular el crecimiento; pero también por la mejora en la demanda externa, dado el mayor volumen de comercio internacional. El crecimiento previsto para la región es de 2.1% para 2017 y de 1.9% para 2018, aunque estas proyecciones están sujetas a riesgos, principalmente relacionados con la vulnerabilidad del sistema financiero en algunas de las economías de la zona.

Por su parte, el desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúa evidenciando mejores perspectivas y un aporte al crecimiento económico mundial mayor que el de las economías avanzadas. Destaca, por una parte, el sostenido dinamismo de la economía de India y además que la República Popular China registraría una tasa de crecimiento superior a la de 2016, lo cual implica una desaceleración más gradual a la prevista y, por la otra, que tanto Brasil como Rusia han abandonado las recesiones registradas en los años previos. No obstante, este conjunto de economías sigue enfrentando importantes retos, particularmente derivados de la

posibilidad de un endurecimiento mayor de las condiciones financieras a nivel internacional, ante el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos de América y precios de las materias primas que no terminan de recuperarse. Se estima que las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en conjunto, crecerían 4.6% en 2017 y 4.9% en 2018.

Los mercados financieros internacionales, en términos generales, continuaron con un desempeño positivo en el tercer trimestre, con niveles históricamente bajos de volatilidad, a pesar de periodos de incertidumbre, apoyados por la mejora en el entorno económico, lo cual ha reforzado la confianza de los consumidores y empresarios, favoreciendo un mayor apetito por riesgo, y aumentando la resiliencia de los mercados; sin embargo, las persistentes fuentes de incertidumbre de índole política y geopolítica, no permiten descartar la posibilidad de que existan algunos episodios de inestabilidad, lo que en alguna medida podría moderar el optimismo de los inversionistas y propiciar correcciones en la dinámica de precios de los activos.

Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación de Guatemala, a septiembre, mostraron comportamientos mixtos respecto de los precios observados a finales del año anterior. El precio internacional del crudo presentó una reducción en términos acumulados, debido, principalmente, al incremento en la producción en Libia, Nigeria y Estados Unidos de América, lo cual continúa generando cierto exceso de oferta en el mercado, aun cuando la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros once importantes países productores prolongaron (hasta marzo de 2018) el acuerdo de mantener congelados sus niveles de producción. Además, los inventarios mundiales de petróleo se mantienen en niveles históricamente altos. Por su parte, el precio internacional del maíz amarillo registró un leve incremento, ante la expectativa de una mayor demanda mundial del grano; asimismo, el precio internacional del

trigo experimentó un aumento, ante la preocupación de que las condiciones climáticas adversas, principalmente en Estados Unidos de América, se traduzcan en una menor oferta mundial de este producto.

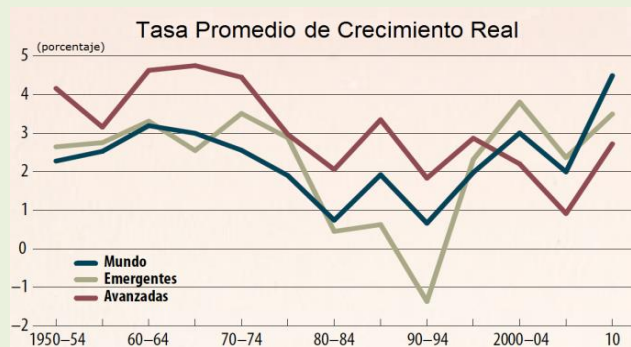
A nivel internacional, la inflación se mantiene moderada, resultado, principalmente, de cierta estabilidad en los precios de las materias primas, particularmente del petróleo y sus derivados, debido a los factores antes mencionados. En las economías avanzadas, la inflación se moderó recientemente, debido al menor dinamismo que registraron los precios de la energía, en un contexto de presiones salariales reducidas. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se observó, con algunas excepciones, una desaceleración del ritmo inflacionario. En los países de América Latina que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación, con excepción de México, la inflación disminuyó, en respuesta a la moderación de las presiones de demanda agregada, la reversión de choques de oferta y la fortaleza de sus monedas. Finalmente, en los países de Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación se mantuvo relativamente contenida, con niveles, en general, cercanos a las metas respectivas.

RECUADRO 1 DE BRETTON WOODS AL BREXIT: RETOS PARA LA COOPERACIÓN A NIVEL MUNDIAL

El sistema de cooperación mundial enfrenta nuevos desafíos ante el nuevo orden económico mundial y una corriente de nuevas políticas económicas, entre ellas, el proteccionismo. En ese sentido, las implicaciones del voto británico para abandonar la Unión Europea (*Brexit*) y la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos de América, han generado un nuevo estilo de política. En efecto, los hechos antes mencionados constituyen un importante reto para el orden liberal internacional construido tras la derrota del nazismo en 1945 y fortalecido después del derrumbe del sistema soviético entre 1989-1991. Fueron precisamente Estados Unidos de América y el Reino Unido los principales arquitectos del orden de la posguerra, mediante la creación del sistema de las Naciones Unidas; sin embargo, ahora parecen ser pioneros en avanzar en la dirección contraria, siguiendo un rumbo errático, inconsecuente y controvertido a nivel interno que se aparta del multilateralismo, en un contexto donde otros países son incapaces, por diversas razones, de asumir ese liderazgo mundial y el resto del mundo probablemente en ningún caso respaldaría a un nuevo país hegemónico.

Para Harold James, historiador del Fondo Monetario Internacional (FMI), al sistema de posguerra creado por la conferencia de *Bretton Woods* de 1944, cabe atribuirle el crecimiento económico, la reducción de la pobreza y la ausencia de guerras comerciales destructivas. Construyó un esquema de cortesía internacional que hasta el día de hoy alienta la cooperación en temas tan diversos como la tributación, la regulación financiera, la política sobre cambio climático y el financiamiento del terrorismo. La preocupación central durante la posguerra fue la estabilidad financiera internacional. Estados Unidos de América y la creación del Fondo Monetario Internacional fueron el centro de un sistema que procuraba mantener esa estabilidad vinculando los tipos de cambio al dólar estadounidense, siendo el FMI el árbitro de cualquier variación. Pero hoy los tipos de cambio son determinados, en gran medida, por las fuerzas del mercado y el FMI ha pasado a ser una combinación de gestor de crisis, monitor económico mundial y consultor de políticas; en tanto que, la hegemonía de Estados Unidos de América quizá sea reemplazada por nuevas potencias, como la República Popular China y la Unión Europea, en un contexto en el que el sesgo de las políticas proteccionistas generan episodios de inestabilidad en el entorno financiero mundial.

¿Qué cambios se requieren para ajustar el mundo actual a la nueva geografía del desarrollo económico, a un entorno geopolítico en transformación y a grandes flujos financieros potencialmente inestables? Según James (2017), entre 1944-1945 se construyó un orden mundial liberal multilateral, en favor de los aparentes intereses de una sola potencia (Estados Unidos de América). En la conferencia de *Bretton Woods*, 44 países estuvieron formalmente presentes, pero las autoridades estadounidenses y británicas condujeron las negociaciones. El concepto esencial era un multilateralismo que beneficiara a todos. La Unión Soviética, aunque participó en dicha reunión, no ratificó el acuerdo, en parte porque no deseaba suministrar la información exigida para integrar el FMI.



Fuente: Proyecto Maddison.

Nota: Las cifras corresponden a dólares Geary-Khamis, que es una moneda hipotética que tiene el mismo poder adquisitivo que tenía el dólar de EE.UU. en un momento dado en el tiempo.

Los 25 años posteriores a *Bretton Woods* fueron generalmente benignos, el multilateralismo benefició a todos y hubo crecimiento, estabilidad y convergencia; no obstante, enfrentó diversos desafíos que causaron perturbaciones en las economías avanzadas y en desarrollo; posteriormente, los eventos inflacionarios y retos políticos que surgieron en 1973 ante el fuerte incremento de los precios del petróleo; las gestiones de la crisis de la deuda en América Latina a inicios de los años ochenta; la transformación cautelosa en 1990 de las economías basadas en el sistema de planificación centralizada; la crisis asiática suscitada en 1997-1998 derivada del cese repentino de los flujos de capitales; y, por último, la crisis económica y financiera global de 2008-2009, fueron desafíos fundamentales que pusieron a prueba el modelo de la posguerra. Por ello, resulta fácil entender por qué las instituciones que construyeron un nuevo orden en 1944, podrían sentirse desalentadas ante nuevos retos cada vez más complejos y de repercusiones múltiples para las economías.

En el pasado había que esperar meses o años para obtener una evaluación precisa del volumen de actividad económica o del comercio. No obstante, en el mundo poscrisis, se dispone de información cada vez más abundante y actualizada, razón por la cual, administrar y publicar esos datos de manera accesible y comprensible puede ser crucial para modelar el debate sobre el futuro y sobre la forma en que interactúan los individuos, las sociedades y las naciones. En lugar de jueces, los organismos multilaterales pueden convertirse en proveedores de conocimiento sobre los costos y beneficios de políticas alternativas.

Algunos de los problemas de hoy ya fueron identificados en *Bretton Woods*. ¿Cómo pueden los países evitar déficits de cuenta corriente insostenibles, que los hacen vulnerables a los choques y a la pérdida de confianza por parte de los mercados de capitales? ¿Cómo pueden reducirse los grandes superávits que imponen un riesgo de deflación sobre el resto del mundo? Los acuerdos regionales no pueden dar respuesta a estos problemas; de igual forma, las respuestas simples a nivel mundial también son inviables y poco capaces de suscitar consenso. En cambio, la mayor disponibilidad de información, es la clave para adoptar medidas eficaces, conocer exactamente cómo pueden financiarse los desequilibrios externos y determinar las circunstancias en las que un desequilibrio externo importante se torna pernicioso y desestabilizador.

Fuente: James, Harold. (2017). "Bretton Woods to Brexit". Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En Estados Unidos de América, el crecimiento económico fue de 3.1% en el segundo trimestre de 2017, superior al registrado en el trimestre previo (1.2%). Según la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), el resultado estuvo determinado por la contribución positiva del consumo privado, de la inversión, de las exportaciones y del gasto del gobierno federal, parcialmente contrarrestada por la disminución de los inventarios y del gasto del gobierno a nivel estatal y local.

El mayor ritmo de crecimiento confirma que el modesto desempeño observado en el primer trimestre del año, en buena medida atribuida a la moderación del consumo, fue temporal, dado que el consumo de los hogares continúa siendo apoyado por condiciones de crédito aún favorables, elevados niveles de confianza, aumento de la riqueza (como resultado de las ganancias en el mercado de valores y los precios más altos de las viviendas), incremento de los salarios reales y mejora del mercado laboral (que se refleja en una tasa de desempleo de 4.2% en septiembre y el ritmo de creación de puestos de trabajo consistente con la posición del ciclo en que se encuentra la economía).

Si bien la recuperación del consumo, junto al repunte de la inversión empresarial, contribuyeron a reforzar el desempeño favorable de la actividad económica, el ritmo de crecimiento ha sido menor que lo previsto a principios de año, ante el retraso en la adopción de las medidas de estímulo ofrecidas por la administración Trump orientadas a impulsar la economía, como la reforma tributaria y el gasto en infraestructura, lo que ha propiciado que las expectativas del mercado (tanto de los consumidores como de los empresarios) se adapten gradualmente a un entorno en el que se prevé un crecimiento más moderado del previsto, un endurecimiento de las condiciones financieras y una alta incertidumbre en materia política.

La Reserva Federal continúa avanzado con el proceso gradual de normalización de la política

monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó la tasa de interés de fondos federales dos veces en lo que va del presente año (en marzo y junio), 25 puntos básicos en cada ocasión, ubicándola en un rango entre 1.00% y 1.25%, pero decidió dejarla sin cambios en sus últimas reuniones (julio y septiembre), como lo anticipaban los mercados. No obstante, las expectativas del mercado sugieren, con una alta probabilidad, que la tasa de interés objetivo de fondos federales aún puede registrar un incremento en lo que resta del presente año (posiblemente en diciembre).

Por otra parte, el FOMC anunció, en su reunión de septiembre, que a partir de octubre iniciaría la implementación de la estrategia de reducción de la hoja de balance de la Reserva Federal, la cual se espera que sea gradual y predecible. Al respecto, el Comité comunicó que dejaría de reinvertir títulos del tesoro y activos respaldados por hipotecas hasta por un monto de US\$10.0 millardos al mes (US\$6.0 millardos y US\$4.0 millardos, respectivamente), incrementando dicho monto trimestralmente hasta alcanzar US\$50.0 millardos mensuales (US\$30.0 millardos y US\$20.0 millardos, en su orden) en los primeros 12 meses. Sin embargo, ha afirmado que la tasa de interés objetivo de fondos federales es el principal instrumento de señalización de su postura de política monetaria.

En cuanto a la política fiscal, esta ha mantenido una postura moderadamente expansiva en el presente año fiscal. De hecho, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) anticipa un déficit presupuestario de 3.6%⁴ del PIB en 2017 (3.2% en 2016), con lo cual prevé que la deuda pública se ubique en 76.7% del PIB y mantenga una trayectoria ascendente en los próximos años⁵, como resultado, principalmente, del aumento en el pago de intereses de

⁴ De acuerdo a la CBO, aunque este es mayor al estimado en enero (2.9%), el aumento responde, en gran medida, a que la recaudación fiscal habría sido más débil que lo esperado inicialmente.

⁵ En particular, advierte que bajo la legislación vigente, la deuda pública podría alcanzar su mayor nivel desde 1947 (91.2% del PIB en 2027).

la deuda pública y del gasto en los beneficios de seguridad social, particularmente de los programas *Medicare* y *Medicaid*. Sin embargo, el 23 de mayo del presente año, la Oficina de Administración y Presupuesto de la Casa Blanca (OMB, por sus siglas en inglés), presentó una nueva propuesta de presupuesto para el año fiscal 2018, la cual prevé una reducción gradual en el gasto del gobierno federal y, consecuentemente, en el déficit fiscal, cuyo propósito fundamental sería equilibrar el presupuesto en un plazo de diez años.

La CBO mostró cierto escepticismo sobre las proyecciones fiscales de dicha propuesta, dado que, pese al recorte contemplado en el gasto, la principal discrepancia entre las posturas responde a que la administración de gobierno espera mayores ingresos públicos, como resultado de una perspectiva más optimista en torno al crecimiento económico. En todo caso, prevalece la incertidumbre en cuanto al respaldo que esta nueva propuesta podría tener en el Congreso y a la posibilidad de que efectivamente se materialicen el resto de medidas fiscales que promueva la actual administración, en particular, luego del fallido intento por reformar el sistema de salud, lo cual hizo evidente las dificultades que la administración enfrenta para impulsar iniciativas de alto impacto en el Congreso estadounidense.

Cabe destacar que dicho Congreso no sólo tiene pendiente la aprobación de la propuesta del presupuesto, sino también de alcanzar un acuerdo para incrementar o suspender nuevamente el techo de la deuda. A principios de septiembre, la Cámara de Representantes aprobó un paquete de apoyo para los damnificados por los recientes desastres naturales (huracanes *Harvey* e *Irma*), además suspendió temporalmente el techo de la deuda (hasta el 8 de diciembre de 2017); a pesar que ello brinda un breve periodo de continuidad para las operaciones del gobierno federal, es insuficiente para generar un consenso político sobre la reforma fiscal necesaria para

abordar los retos fiscales estructurales, por lo que queda pendiente alcanzar un acuerdo de largo plazo y de mayor alcance, que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano y largo plazos⁶.

Ante este panorama, la actividad económica estadounidense crecería a un ritmo de 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018, apoyada por el incremento de la inversión y del consumo privado, en un ambiente en el que la incertidumbre sigue siendo elevada, dado que la implementación de las medidas de política económica anunciadas por la administración Trump sigue siendo incierta.

En la Zona del Euro, de acuerdo con la agencia *Eurostat*, la actividad económica creció 2.3% durante el segundo trimestre de 2017, superior al crecimiento registrado en el primer trimestre (1.9%). Dicha expansión sigue siendo impulsada por la demanda tanto interna como externa, la postura ampliamente acomodaticia de la política monetaria y una política fiscal moderadamente expansiva en algunas de las principales economías de la zona. El consumo privado y la inversión, continúan siendo los principales motores del crecimiento económico, debido a la mejora en las condiciones del mercado laboral, la mayor confianza del consumidor y a políticas económicas favorables, mientras que la mejora progresiva de la demanda mundial, respalda el crecimiento de las exportaciones. Los datos son particularmente sólidos en Alemania, España y Francia, aunque el proceso de recuperación económica ha sido cada vez más generalizado en toda la región.

El panorama económico se ha fortalecido, debido a un mejor desempeño respecto del previsto, la tendencia positiva de los indicadores de confianza y la

⁶ El techo de la deuda fue suspendido en noviembre de 2015, en el marco de la Ley del Presupuesto del Gobierno Federal para el año fiscal 2016-2017, que tuvo vigencia hasta el 15 de marzo del presente año; fecha a partir de la cual, el Departamento del Tesoro había tomado medidas extraordinarias para obtener fondos sin sobrepasar el referido límite; sin embargo, la extensión provista por estas medidas se habría agotado a principios de octubre, lo cual hubiera implicado el incumplimiento del pago de obligaciones y, por ende, la paralización del gasto en áreas no prioritarias, es decir, el cierre parcial del gobierno federal.

disminución de la incertidumbre política; no obstante, la agenda electoral pendiente, el *Brexit* y algunas vulnerabilidades financieras (especialmente en Italia y Grecia), junto con otros riesgos globales, particularmente de índole geopolítica, continúan siendo motivo de preocupación, por lo que las previsiones apuntan a un crecimiento de la actividad económica de 2.1% para finales de 2017 y de 1.9% en 2018.

En el Reino Unido, el crecimiento económico en el segundo trimestre de 2017 se situó en 1.5%, por debajo del registrado en el trimestre previo (1.8%). Dicha desaceleración obedeció al menor crecimiento del gasto de los hogares, ante el débil incremento de los ingresos reales, como consecuencia de la depreciación de la libra esterlina y de mayores niveles de inflación. En contraste, el aumento de las exportaciones y la ligera recuperación de la inversión, particularmente orientada al sector exportador, han contribuido a contrarrestar, parcialmente, la disminución del consumo de los hogares. En ese sentido, las perspectivas permanecen fuertemente influenciadas por la respuesta de los agentes económicos a la materialización del *Brexit*, en especial a la compleja naturaleza de las negociaciones comerciales y migratorias con la Unión Europea; por lo que, se espera que la economía continúe desacelerándose en el corto plazo y registre un ritmo de crecimiento de 1.7% en 2017 y de 1.5% en 2018.

En Japón, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 2.5% en el segundo trimestre del año, superior a la del primer trimestre (1.2%). Según la Oficina del Gabinete de Gobierno de Japón, esta estuvo determinada por el aumento de la inversión privada, el consumo de los hogares y la inversión gubernamental; en tanto que, las exportaciones se redujeron. Dicho desempeño refleja un cambio en los motores del crecimiento económico, en favor de la demanda interna, influenciado por el estímulo fiscal, el incremento de las utilidades corporativas, la mejora constante de los ingresos y del empleo, así como las condiciones monetarias altamente acomodaticias. El crecimiento de

la economía japonesa continuaría apoyado por el mantenimiento de una política monetaria expansiva, el incremento de la inversión empresarial, relacionada con los Juegos Olímpicos de 2020, la evolución positiva del consumo privado y, en menor medida, las exportaciones; no obstante, el estímulo fiscal y la contribución positiva del sector externo se reducirían el próximo año, además de que los riesgos relacionados, principalmente, con la baja inflación, la inminente consolidación fiscal y los factores demográficos, siguen siendo importantes. Derivado de lo anterior, se anticipa una modesta tasa de crecimiento económico de 1.6% para 2017 y de 1.0% para 2018.

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

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuaron fortaleciéndose en el transcurso del presente año, lideradas por el buen desempeño de la actividad económica de la República Popular China. Este comportamiento ha estado fundamentado en las condiciones financieras internacionales aún benignas, el creciente dinamismo del comercio internacional, el mejor desempeño de las economías avanzadas y la recuperación de los flujos de capital. Sin embargo, el desempeño de este grupo de países ha sido afectado, parcialmente, por un crecimiento menor al previsto, en particular en América Latina, y el comportamiento ampliamente heterogéneo a nivel de países y regiones, especialmente en las economías dependientes de las exportaciones de materias primas; así como por fragilidades internas en algunos países del grupo.

Este conjunto de países sigue registrando mejores perspectivas que las economías avanzadas, aunque el ritmo de crecimiento económico se mantendría por debajo del observado en los años previos a la crisis económica y financiera global de 2008-2009. Destaca el caso de las economías emergentes de Asia, particularmente por el dinamismo en el crecimiento tanto de India como de la República Popular China, que registrarían un aumento en 2017 respecto del registrado

el año previo; asimismo, los casos de Rusia y Brasil que saldrían de su larga recesión durante el presente año. Es importante destacar que la mayoría de economías de este conjunto de países enfrentan importantes riesgos, los cuales se asocian, principalmente, a la previsión de condiciones financieras más restrictivas, a la potencial introducción de barreras al comercio y a la inversión internacional, al retroceso de los precios de las materias primas y a las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, así como a la intensificación de las tensiones geopolíticas.

En la República Popular China, la actividad económica superó las expectativas del mercado al crecer 6.9% durante el segundo trimestre de 2017, igual a la tasa observada en el trimestre previo; lo cual confirma que el impulso de la economía es más fuerte de lo esperado, en parte reflejando el apoyo de la política fiscal y la mejora del entorno externo. Según la Oficina Nacional de Estadística (NBS, por sus siglas en inglés), el crecimiento económico del segundo trimestre estuvo influenciado por el aumento de la inversión, la aceleración en el crecimiento de las exportaciones y el sólido desempeño de las ventas minoristas. Este resultado es congruente con el objetivo de crecimiento económico que la Asamblea Nacional Popular anunció en marzo del presente año (de alrededor de 6.5% para 2017), por lo que el proceso de desaceleración previsto en el marco de la agenda económica, que busca reequilibrar el modelo de crecimiento económico, resultaría más gradual al esperado. No obstante, los riesgos a la baja para la economía china siguen siendo relevantes, por lo que se espera que prevalezca una postura de la política monetaria prudente con cierto sesgo restrictivo, orientada a reducir las vulnerabilidades financieras. De hecho, las autoridades de gobierno, en la Conferencia Nacional de Trabajo Financiero, realizada en julio, reiteraron su compromiso con el fortalecimiento de la estabilidad financiera en el corto plazo; por lo que, es factible que se continúen ampliando los esfuerzos en este ámbito, en particular el endurecimiento de las

condiciones de liquidez y la implementación de medidas macroprudenciales en búsqueda de reducir los riesgos financieros del exceso de deuda privada y del *shadow banking* (banca sombra o paralela), lo cual podría redundar en una moderación en el ritmo de crecimiento en el mediano plazo.

En Rusia, la recuperación siguió consolidándose y la actividad económica creció a una tasa de 0.5% en el primer trimestre de 2017, apoyada por el incremento de la inversión y la acumulación de inventarios. De acuerdo con el Banco Central de Rusia, la economía se expandió a un ritmo de 2.5% en el segundo trimestre del año, respaldada por la dinámica favorable de la inversión y del aumento gradual del consumo. En los próximos trimestres, se espera que el crecimiento económico mantenga la tendencia positiva, en tanto que la consolidación fiscal y la postura de política monetaria moderadamente restrictiva no representarían, por el momento, un obstáculo relevante; sin embargo, la consolidación plena de dicha recuperación requerirá de políticas de índole estructural por parte del gobierno que hagan frente a los desafíos asociados a las sanciones comerciales internacionales todavía vigentes⁷, la baja productividad y la dependencia en la producción el petróleo y de gas, principalmente.

En América Latina, la actividad económica continúa recuperándose de la contracción que registró los dos años previos, apoyada por el mejor desempeño del sector externo, ante la mejora de la demanda mundial, la mayor flexibilidad de las políticas monetarias, la evolución positiva de los mercados financieros locales, así como por el impulso en la inversión en infraestructura en países como Argentina y Colombia. No obstante, el estancamiento de los precios de algunas de las materias primas importantes para la región, las tensiones políticas internas en varios países, la debilidad de la demanda interna y el retraso en proyectos de inversión, han

⁷ En julio del presente año, el Congreso de Estados Unidos de América votó a favor de intensificar las sanciones contra Rusia, medida que podría afectar los niveles de confianza en la economía y la inversión, comprometiendo la recuperación económica en el largo plazo.

propiciado que el proceso de recuperación esté siendo a un ritmo más lento de lo previsto. A nivel de países el desempeño sigue siendo heterogéneo y si bien los riesgos sobre las previsiones de crecimiento se han moderado para el caso de la demanda externa, continúan acentuándose para la demanda interna, por lo que dichos riesgos permanecen sesgados a la baja. Por el lado externo, destacan la posibilidad de cambios en las políticas económicas estadounidenses (especialmente en materia comercial y migratoria) y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales; mientras que, por el lado interno, reviste particular importancia la inestabilidad política, incluidos los procesos electorales previstos para este y el próximo año, los bajos niveles de confianza empresarial y los posibles retrasos de la inversión en infraestructura, todo lo cual podría deteriorar aún más la confianza del sector privado y, por ende, afectar la recuperación económica.

En Brasil, la actividad económica registró una expansión de 0.3% en el segundo trimestre de 2017, luego de la leve contracción del trimestre previo (0.4%). Según el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), el resultado obedeció al aumento del consumo privado y de las exportaciones, en tanto que la inversión y el gasto de gobierno se redujeron. El repunte del consumo refleja la mejora en el ingreso de los hogares, influenciada por la reducción de la tasa de inflación, la política monetaria más relajada (en contraste con la política fiscal contractiva) y, en menor medida, la reducción del desempleo. Estos mismos factores, junto con el desempeño positivo de las exportaciones, ante la mejora de los términos de intercambio y la mayor demanda externa, contribuirían para que la economía brasileña continúe recuperándose, aunque a un ritmo moderado, dado que la mayor incertidumbre política, sigue representando un freno para la inversión y el avance en las reformas económicas. Adicionalmente, los menores precios de las materias primas y los problemas de consolidación fiscal, a pesar de los ajustes ya

realizados⁸, continúan siendo factores de riesgo para las previsiones de crecimiento económico.

En México, aunque persiste la incertidumbre, el panorama económico es más favorable que a inicios del presente año, ante el mejor desempeño del primer semestre y la postura menos agresiva de Estados Unidos de América frente a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés)⁹. El crecimiento económico, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), fue de 1.8% durante el segundo trimestre, por debajo del observado en el trimestre previo (2.8%), asociado, principalmente, a la moderada expansión del consumo privado y de la demanda externa. Cabe indicar que, el moderado crecimiento del consumo privado y la persistente debilidad de la inversión, continuarían traduciendo en un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica en los próximos trimestres, a medida que la reducción en los salarios reales (debido al aumento de la inflación), el endurecimiento de la política monetaria, la contracción de la inversión pública y la incertidumbre asociada al complejo entorno internacional, afectan el desempeño de la demanda interna; por lo que, el mayor dinamismo del sector externo, apoyado por el fortalecimiento gradual de la actividad económica mundial, debiera constituirse en uno de los principales motores de crecimiento económico.

En Centroamérica, la actividad económica continúa mostrando un desempeño favorable, respaldado, en buena medida, por la demanda interna, en particular por el consumo privado, que ha sido

⁸ En particular, la aprobación de la ley que impone un techo al gasto público y el aumento de los impuestos a los combustibles.

⁹ El proceso formal de renegociación inició el 16 de agosto y comprenderá siete rondas que concluirían a principios de 2018 (las primeras cuatro rondas tuvieron lugar del 16 al 20 de agosto, del 1 al 5 de septiembre, del 23 al 27 de septiembre y del 11 al 17 de octubre). Los aspectos que han generado más discusión en la mesa de negociación son: las reglas de origen, los mecanismos de resolución de controversias (capítulo 19) y temas laborales y ambientales. Cabe indicar que la percepción más reciente apunta a que el nuevo acuerdo podría resultar beneficioso para los tres países, toda vez que se espera que no se incluyan barreras comerciales, ni se modifique la estructura arancelaria actual.

beneficiado por el mayor ingreso disponible, producto del aumento de remesas familiares, particularmente en los países que integran el Triángulo Norte (Guatemala, El Salvador y Honduras) y de la mejora en el ingreso de los hogares, en un ambiente de baja inflación. El panorama económico para el cierre de 2017 sigue siendo positivo, sustentado en la expansión del consumo privado y del aumento de las exportaciones, ante la creciente demanda externa, en particular de Estados Unidos de América, el principal socio comercial de la región. No obstante, la inversión sigue siendo limitada, particularmente en infraestructura y algunas economías enfrentan importantes restricciones fiscales, en un momento en el que el crecimiento económico está expuesto al cambio de las condiciones externas, lo cual se asocia, por un lado, al potencial aumento de las tasas de interés y de los precios de los combustibles, aunque más graduales a lo anticipado y, por el otro, a la materialización de nuevas políticas comerciales, migratorias y de inversión, así como de ayuda técnica y financiera, por parte de Estados Unidos de América.

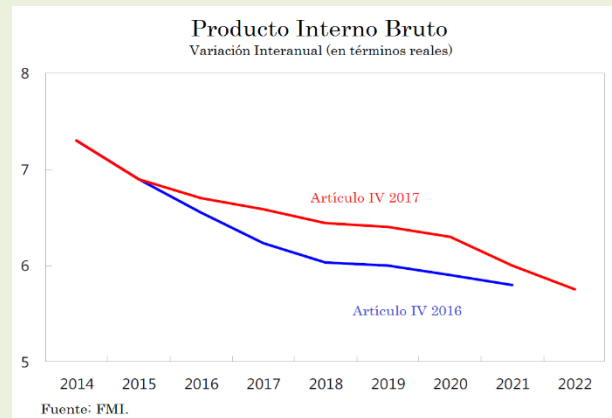
RECUADRO 2

PERSPECTIVAS DE LA REPÚBLICA POPULAR CHINA: PERMANECE EL CRECIMIENTO SÓLIDO, PERO SUJETO A VULNERABILIDADES

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV con la República Popular China. Al respecto, el FMI señala que este país continúa su transición hacia un crecimiento sostenible en el largo plazo, influenciado, principalmente, por las reformas económicas aplicadas por el gobierno. No obstante, las vulnerabilidades continúan acumulándose, señalando la necesidad de acelerar los procesos de reforma ya en marcha.

De acuerdo con el FMI, el crecimiento económico ha sido influenciado por el apoyo de una combinación de políticas macroeconómicas, de fortalecimiento de la demanda externa y de avance en las reformas internas que incluyen la reducción del exceso de capacidad productiva, la regulación de las políticas de endeudamiento de los gobiernos locales y la mitigación de los riesgos financieros.

En ese contexto, se prevé que el crecimiento de la República Popular China se ubicará en 6.7% en 2017, (mismo nivel que en 2016) y que en 2018 experimentará un ligero retroceso a 6.4%. Cabe mencionar que el incremento en los pronósticos de crecimiento económico, tanto para 2017 como para 2018, reflejan el buen momento que atraviesa la economía en el presente año, confirmado por la expectativa de que las autoridades chinas postergarán el ajuste fiscal (lo que implicará mantener una inversión pública elevada), para alcanzar la meta de duplicar el PIB real de 2010 en 2020.



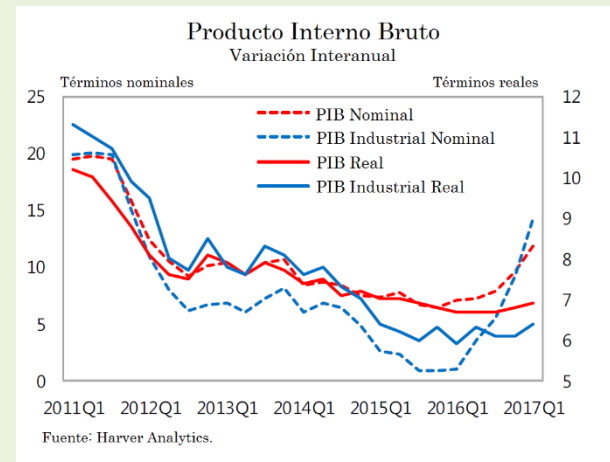
No obstante, el FMI señala que la senda de crecimiento esperada a mediano plazo podría representar un mayor volumen de deuda para dicho país, lo que supondría un aumento de los riesgos. En efecto, el FMI prevé que la deuda total del sector no financiero continuará creciendo, y para 2022, equivaldría a casi 300% del PIB (242% en 2016).

En cuanto a la sostenibilidad del crecimiento económico en el largo plazo, el FMI señala que se debe estimular el consumo interno, considerando que el ahorro interno equivale a 46% del PIB, ya que propicia niveles elevados de inversión

que probablemente no serán absorbidos de manera eficiente. Asimismo, añadió que de no promover la disminución de la inversión, se daría lugar a superávits en cuenta corriente aún mayores, lo cual propiciaría desequilibrios a nivel mundial.

Otro aspecto que destaca el informe del FMI es que si bien el gasto social está en aumento, el mismo aún no es suficiente. En efecto, aumentar el gasto público en salud y pensiones incrementaría el consumo público, pero también el privado, debido a que disminuiría las necesidades de ahorro de los hogares. Asimismo, el informe señala que con un sistema tributario más progresivo sería posible financiar un monto superior de gasto social y reducir la desigualdad del ingreso, que es una de las mayores del mundo.

Por otra parte, el FMI menciona que el país debe mejorar en términos de su productividad, lo que implica que se deben aprovechar de mejor forma los recursos que en la actualidad se destinan a empresas "zombies", es decir, aquellas empresas industriales de carácter estatal, fundamentalmente de los sectores de carbón y acero, que en los últimos años han disminuido su producción pero siguen con elevadas plantillas de trabajadores, sostenidas bajo el supuesto del impacto social que tendría el despido de millones de personas. El FMI estima que la solución de este problema podría incrementar el aporte de la productividad al crecimiento en aproximadamente un punto porcentual en el largo plazo.



Además, el FMI señala que la República Popular China no puede dejar de lado los esfuerzos para solucionar los riesgos del sector financiero y la restricción de la excesiva expansión del crédito (principalmente mediante una aplicación más estricta de la política macroprudencial). En ese contexto, las autoridades chinas han impulsado medidas de ajuste que reflejan, en gran medida, el enfoque de contener los riesgos en el sector financiero, provocando un endurecimiento de las condiciones financieras y una reducción en el crecimiento del crédito.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017). "People's Republic of China: Article IV Consultation". Country Report No. 17/247. Agosto.

4. Mercados financieros internacionales

En lo que va del presente año, los mercados financieros internacionales han mantenido una dinámica positiva, con niveles históricamente bajos de volatilidad, a pesar de la persistente incertidumbre política, especialmente en las economías avanzadas, así como los crecientes riesgos geopolíticos. El desempeño de dichos mercados pareciera estar respondiendo al aumento del apetito por riesgo, atribuido, en buena medida, a la mejora en el entorno económico mundial, a las expectativas de que el proceso de normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales seguirá siendo gradual y a la mayor confianza de los inversionistas. En efecto, aun cuando la aversión al riesgo aumentó en algunos episodios (ante las preocupaciones en torno a las elecciones presidenciales en Europa, la agenda política del presidente estadounidense y la intensificación del conflicto entre Corea del Norte y Estados Unidos de América), las tensiones financieras continuaron relativamente contenidas.

La persistencia de importantes fuentes de incertidumbre no permite descartar la posibilidad de que se produzcan episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, en particular, por las medidas de política que podrían implementarse en Estados Unidos de América, el proceso de negociaciones del *Brexit*, la situación de los sistemas bancarios en Grecia e Italia, la volatilidad de los precios de las materias primas (principalmente del petróleo) y la tensa situación geopolítica global. Lo anterior, aunque no ha detenido la tendencia al alza de los principales índices accionarios, ha moderado, en cierto grado, el optimismo de los inversionistas, propiciando correcciones en la dinámica de los precios de los activos, las cuales podrían aumentar si la información adicional sobre las perspectivas económicas y los acontecimientos en el panorama político a nivel mundial no fuera positiva.

En las economías avanzadas, los precios de las acciones han aumentado significativamente, en la medida en que se moderaron los riesgos en el entorno político; sin embargo, desde mediados de mayo, los índices accionarios tuvieron un comportamiento mixto. En Estados Unidos de América, los precios de las acciones continuaron al alza, incluso llegando a nuevos máximos históricos, ante los sólidos resultados corporativos y las mejores perspectivas de crecimiento. En contraste, en Europa se revirtió temporalmente la tendencia al alza de los precios de las acciones, debido al débil desempeño del sector exportador, ante la apreciación del euro; no obstante, a partir de septiembre retomó la tendencia al alza de principios de año, ante la evidencia de que las condiciones económicas de la región habían mejorado significativamente, lo cual implicó una revisión al alza en las estimaciones de crecimiento económico de la zona por parte del Banco Central Europeo.

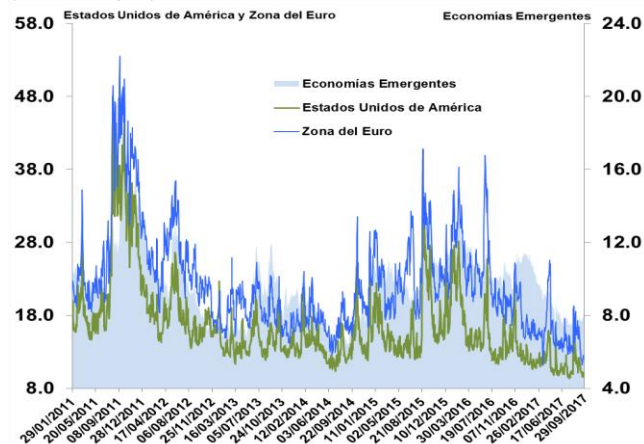
Los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas permanecen en niveles bajos, aunque más altos que hace un año, reflejando las expectativas de un aumento moderado de la inflación, dada la menor probabilidad de que los cambios propuestos por el gobierno estadounidense, especialmente en materia fiscal, se materialicen en el corto plazo; además, persiste la perspectiva de que la normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal continuará siendo gradual; por lo que, se espera que dichos rendimientos sigan reflejando las expectativas de inflación y de crecimiento económico, la percepción de riesgo y la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el comportamiento de los mercados financieros se ha caracterizado por la recuperación sostenida de los flujos de capital, así como por la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense, impulsado por la mayor demanda por activos riesgosos, tanto de renta fija como variable,

apoyada por el entorno global de tasas de interés aún bajas, reducida volatilidad y mejores condiciones económicas, así como por el alivio de las preocupaciones sobre las fricciones comerciales con Estados Unidos de América. En América Latina, si bien los mercados bursátiles experimentaron una tendencia positiva y baja volatilidad, reflejando no sólo los factores antes mencionados, sino también la recuperación gradual de la actividad económica y el mejor desempeño de la economía china; algunos mercados fueron afectados por el alza moderada en los precios de algunas materias primas y la incertidumbre en el entorno político interno, destacando el caso de Brasil. Las condiciones financieras continuaron siendo benignas, a pesar de que la dinámica de los activos de la región, incluido el desempeño de las monedas, permanece condicionada al posible aumento en los costos de financiamiento a nivel mundial, la evolución de los precios de las materias primas y la capacidad del gobierno estadounidense de implementar políticas de estímulo económico.

Gráfica 3

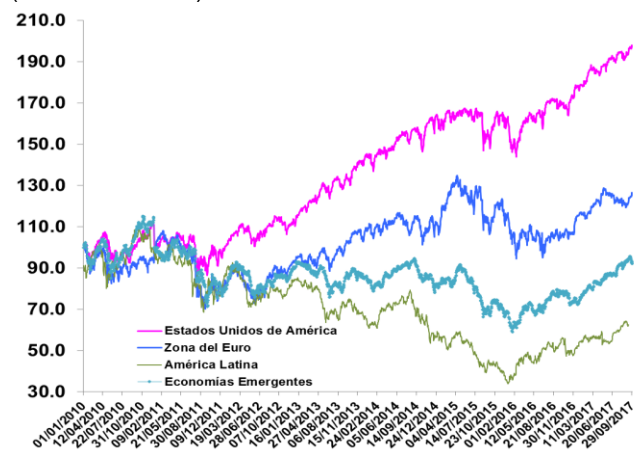
Volatilidad de los Principales Índices Accionarios (1) (2)
2011-2017
(Porcentajes)



(1) Al 29 de septiembre de 2017.
(2) Los índices de volatilidad corresponden al VIX del *Euro Stoxx 50* y del *Standard & Poor's 500*. Para las economías emergentes, el índice de volatilidad implícita de *JP Morgan*.
Fuente: *Bloomberg*.

Gráfica 4

Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2017
(Base 2010=100)



(1) Al 29 de septiembre de 2017.
(2) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al *Euro Stoxx 50*; en Estados Unidos de América al *Standard & Poor's*; y en las economías emergentes y América Latina al MCSI.
Fuente: *Bloomberg*.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

A septiembre de 2017, los precios internacionales de las materias primas que inciden en la inflación de Guatemala presentaron comportamientos mixtos. El precio del petróleo mostró una reducción, en términos acumulados, de 3.8%; en tanto que, el precio del maíz amarillo y del trigo registraron aumentos de 0.8% y 9.9%. En términos de precios promedio del año, los precios de las referidas materias primas en 2017 han sido superiores a los observados el año anterior.

a) Petróleo y gasolinas

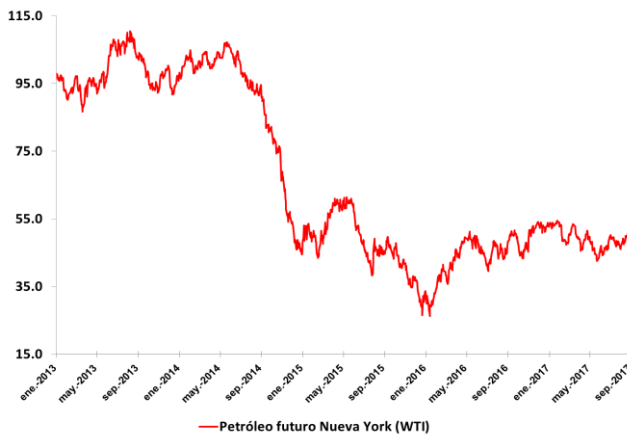
El precio internacional del petróleo presentó un comportamiento al alza a lo largo de 2016, que se extendió hasta los primeros dos meses del presente año, ante la expectativa del reequilibrio en el mercado de crudo, reforzada, en parte, por el congelamiento de los niveles de producción acordado a finales del año pasado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros once importantes países productores, incluidos Rusia y México. No obstante, a partir de marzo, el incremento observado en los inventarios mundiales del crudo, como

resultado de los mayores niveles de producción, particularmente en Estados Unidos de América, ejerció una presión a la baja, al generar expectativas de que la estrategia de la OPEP para estabilizar los precios en el mercado no tendría los resultados deseados, aun cuando en mayo el acuerdo se prorrogó por nueve meses más (hasta marzo de 2018).

Desde mediados de junio, los precios del petróleo se han recuperado levemente, como reflejo de la disminución de los inventarios, en especial en Estados Unidos de América, por la fuerte demanda de crudo por parte de las refinerías estadounidenses. No obstante, en agosto se registró una reversión transitoria en la demanda de las refinerías, debido a los cierres ocurridos en la costa del Golfo de México provocados por el Huracán *Harvey*.

Gráfica 5

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 29 de septiembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

Por otra parte, aunque la producción de los países miembros de la OPEP y del resto de países suscritos al acuerdo, destacando Rusia, ha estado supeditada a los niveles establecidos, el grado de cumplimiento se ha debilitado recientemente, debido al aumento de la producción en Arabia Saudita, para cubrir la creciente demanda interna en los meses de verano, luego de que había estado haciendo importantes

recortes para compensar el cumplimiento más débil de otros países¹⁰. En Libia y Nigeria, países miembros de la OPEP pero que no forman parte del acuerdo, la producción continúa recuperándose, apoyada por la disminución de las interrupciones del suministro; lo cual también contribuyó para que la producción conjunta de la OPEP se sitúe por encima del nivel objetivo en los últimos meses¹¹.

Gráfica 6

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



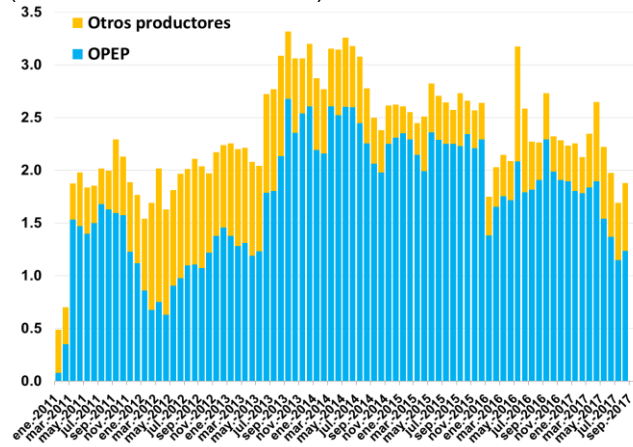
(1) Con información preliminar a septiembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

¹⁰ Entre enero y mayo, la OPEP alcanzó un cumplimiento promedio de 96% de lo establecido; sin embargo, de acuerdo a *IHS Markit*, solo en julio excedió la cuota de producción por un promedio de 0.16 mdb, lo que representaría una sobreproducción promedio de 0.08 mdb entre enero y julio. Por su parte, Rusia disminuyó su producción promedio en más de 0.25 mdb, del nivel de la línea base de octubre de 2016.

¹¹ La adhesión de Libia y Nigeria al acuerdo ha sido tema de debate, pero es poco factible que suceda antes de que alcancen sus niveles de producción objetivo (1.25 mdb y 1.8 mdb, respectivamente).

Gráfica 7

Interrupciones en el Suministro Mundial de Petróleo (1)
(Millones de barriles diarios)



(1) Con información preliminar a septiembre de 2017.

Fuente: Agencia de Información de Energía, Departamento de Energía de Estados Unidos de América.

En contraste, la producción en los países no pertenecientes a la OPEP mantiene su tendencia al alza. En Estados Unidos de América, la producción de crudo, particularmente de esquisto (*shale oil*), continuó incrementándose, ante la ganancia de eficiencia en dicho proceso y el aumento del número de plataformas petroleras activas, que a finales de agosto se ubicó en alrededor de 950 plataformas, casi el doble de las que estaban activas un año atrás (489 plataformas).

Ante ese escenario, el precio del petróleo, aunque con cierta volatilidad, continúa cotizándose por debajo de US\$50.00 por barril, dado que si bien las existencias mundiales del crudo están disminuyendo, siguen estando en niveles históricamente elevados, en tanto que los recortes de producción de la OPEP han sido compensados por la creciente producción en Libia, Nigeria y Estados Unidos de América, aunque en este último país el gasto en inversión en exploración ha disminuido moderadamente.

La firma *IHS Energy*, con cifras a septiembre, prevé que para 2017 la producción mundial de petróleo se situaría en 98.0 mbd, mayor en 1.1 mbd respecto a la registrada en 2016. Anticipa también que la demanda mundial de crudo se ubicaría en 98.2 mbd, superior en 1.9 mbd a la de 2016, apoyada, por las

perspectivas favorables de crecimiento mundial. Lo anterior evidenciaría un resultado entre la oferta y la demanda mundial de crudo levemente negativo (0.2 mbd) al finalizar el 2017, en contraste con el superávit de 0.6 mbd registrado el año anterior.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2016-2017
(Millones de barriles diarios)

Descripción	2016 ^(a)	2017 ^(b)	Variación 2017/2016
Oferta	96.9	98.0	1.1
Demanda	96.3	98.2	1.9
Balance (oferta - demanda)	0.6	-0.2	-----

(a) Cifras preliminares.

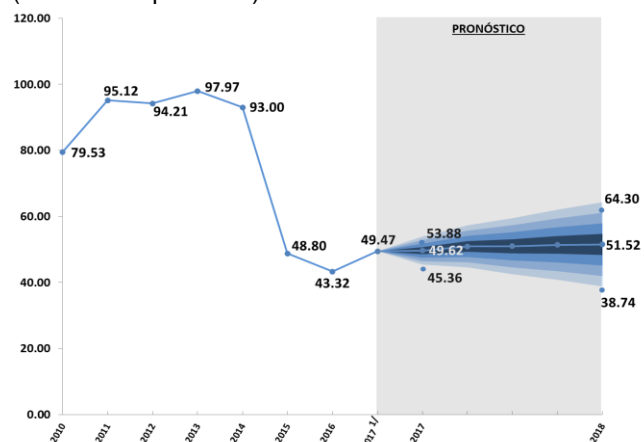
(b) Cifras proyectadas.

Fuente: *IHS Energy*, septiembre de 2017.

En ese contexto, las proyecciones del precio promedio, en el escenario base, presentan una moderada tendencia al alza, tanto para lo que resta del presente año como para el próximo, previéndose que se sitúen en US\$49.62 por barril en 2017 y en US\$51.52 por barril en 2018, en ambos casos, superiores al precio promedio observado en 2016 (US\$43.32 por barril).

Gráfica 8

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



(1) Con información al 29 de septiembre de 2017.

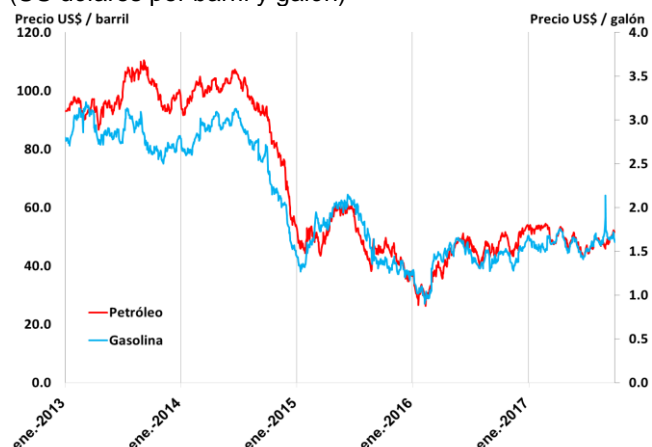
Fuente: *Bloomberg*.

Con relación al precio internacional de la gasolina, este presentó un comportamiento congruente con el del petróleo, con la excepción del alza transitoria

registrada a finales de agosto, ante la interrupción que sufrió la actividad de refinación en la costa del Golfo de México por el Huracán *Harvey*, la cual generó preocupaciones en torno al suministro de combustible, elevando el precio a un máximo en dos años; sin embargo, este se revirtió rápidamente, con el restablecimiento gradual de las operaciones.

Gráfica 9

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



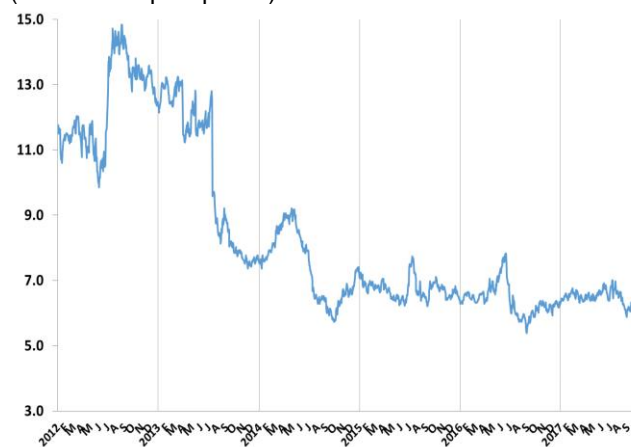
(1) Con información al 29 de septiembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

b) Maíz amarillo y trigo

A septiembre, el precio internacional del maíz amarillo registra un ligero aumento respecto de lo observado a finales de 2016. Si bien durante la mayor parte del año mostró una moderada tendencia al alza, explicada, en buena medida, por la mayor demanda mundial del grano; esta se revirtió desde finales de julio, ante la expectativa de que las condiciones climáticas favorables en las principales regiones productoras en Estados Unidos de América beneficiaría el desempeño de los cultivos, lo que, junto al incremento esperado en la producción en América del Sur (Argentina y Brasil, principalmente), aumentaría los suministros mundiales del grano.

Gráfica 10

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 29 de septiembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

Para finales de 2017, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América (USDA, por su siglas en inglés) prevé que la producción mundial para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 1,032.6 millones de toneladas métricas (mtm), inferior a la registrada en la cosecha previa (1,075.3 mtm), debido a la disminución esperada en la producción de Estados Unidos de América, la República Popular China y Sudáfrica. Adicionalmente, anticipa que la demanda mundial alcance 1,057.1 mtm, levemente inferior a la del año previo (1,062.3 mtm). Finalmente, estima que el nivel de inventarios disminuiría de 227.0 mtm a 202.5 mtm, reflejando, principalmente, una reducción en las existencias de la República Popular China. Como resultado de lo anterior, los pronósticos del precio promedio del grano evidencian un alza moderada respecto del precio promedio observado en 2016 (US\$6.40 por quintal), dado que, en el escenario base, se ubicarían en US\$6.59 por quintal en 2017 y en US\$7.12 por quintal en 2018.

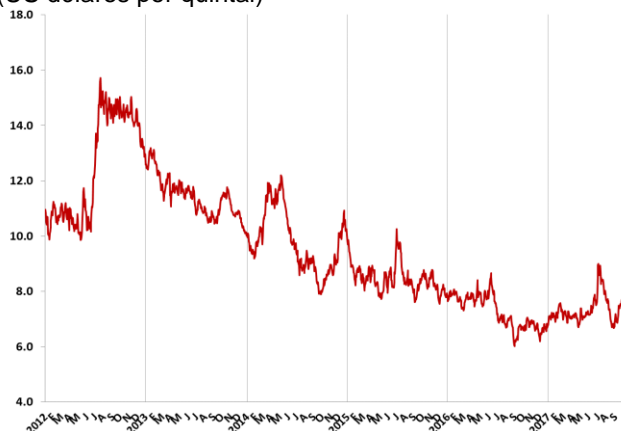
En cuanto al precio internacional del trigo, este mostró un comportamiento relativamente estable hasta finales de mayo, con un ligero sesgo al alza; no obstante, entre junio y mediados de julio registró un incremento sustancial, relacionado con las crecientes

preocupaciones en torno a las condiciones climáticas adversas, que en ese momento se vislumbraban en las principales zonas productoras estadounidenses, efecto que posteriormente se disipó, a medida que se revisaron al alza los niveles de inventarios mundiales, dada la mejora en la producción en la región del Mar Negro (especialmente, Rusia) e India. No obstante, en septiembre, el mercado nuevamente vislumbra condiciones climáticas desfavorables en algunas zonas productoras estadounidenses, lo que ha presionado al alza el precio internacional.

en el escenario base, en US\$7.41 por quintal en 2017 y en US\$7.73 por quintal en 2018.

Gráfica 11

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 29 de septiembre de 2017.
Fuente: *Bloomberg*.

Para finales de 2017, el USDA prevé que la producción para la cosecha 2017-2018 se sitúe en 744.8 mtm, por debajo del nivel récord de la cosecha del año anterior (754.2 mtm), ante la menor producción esperada en Estados Unidos de América, Australia y Canadá; mientras que estima que la demanda sería de 737.5 mtm, inferior a la observada el año anterior (738.8 mtm). Además, anticipa que el nivel de inventarios aumentaría levemente de 256.6 mtm a 263.1 mtm entre la cosecha previa y la actual, resultado del incremento en la República Popular China, Rusia e India. En ese contexto, los pronósticos del precio promedio del cereal reflejan un leve aumento respecto del precio promedio registrado en 2016 (US\$7.27 por quintal) y se ubicarían,

RECUADRO 3

EL PRECIO DEL PETRÓLEO EN UN CONTEXTO DE TENSIONES GEOPOLÍTICAS Y EL PAPEL ACTIVO DE LA ORGANIZACIÓN DE PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO

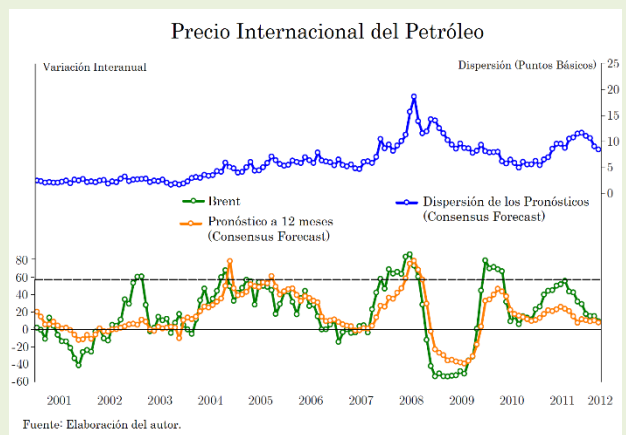
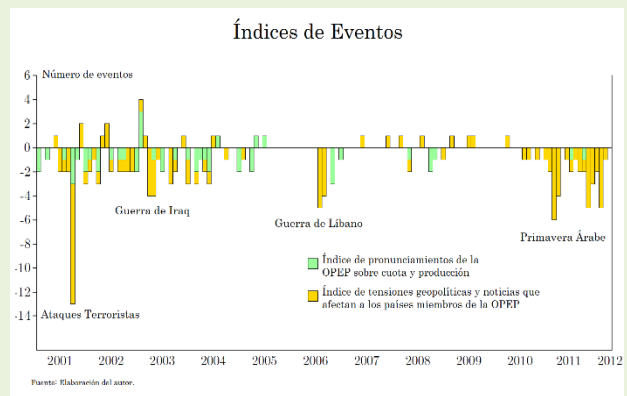
Por su naturaleza estratégica, el mercado internacional del petróleo es permanentemente afectado por condiciones distintas a sus fundamentales (oferta y demanda), como factores geopolíticos y financieros, entre otros, que hacen que la dinámica de su precio sea compleja. En ese sentido, es importante tener en consideración, en primer lugar, las perturbaciones de origen político, asociadas a la seguridad nuclear y la provisión del crudo para las economías industriales; en segundo lugar, las decisiones por el lado de la oferta, asociadas, a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), como mecanismos de asignación de cuotas de producción y los incentivos que tienen sus países integrantes a incumplir estos programas de producción; asimismo, los anuncios de nuevas inversiones, exploraciones o aumentos de producción de los países productores fuera de la OPEP y también las decisiones de Estados Unidos de América con relación al uso de sus reservas estratégicas de crudo.

En este contexto, Medel (2017), examina el impacto que tienen las noticias sobre tensiones geopolíticas y los eventos relacionados a la oferta de crudo sobre el precio internacional del petróleo. Para ello el autor estima un test de causalidad de *Granger* utilizando los precios *Brent* del crudo, los pronósticos del precio internacional del petróleo elaborados por *Consensus Forecast* e índices compuestos de noticias y eventos geopolíticos, para el periodo 2001-2012.

Cabe señalar que en la identificación de los eventos geopolíticos, el autor considera episodios de inestabilidad política en Medio Oriente y en otras zonas petroleras, actos de violencia y terrorismo contra fuentes de producción o contra países del mundo árabe, anuncios de guerra y decisiones de las Naciones Unidas relacionadas con los principales países productores de crudo, entre otros. En el caso de los eventos vinculados a las decisiones de oferta, se consideran los anuncios de modificación de las cuotas de producción por parte de la OPEP, anuncios por parte de Estados Unidos de América respecto del uso de sus reservas estratégicas de petróleo, noticias de nuevas exploraciones e inversiones o aumento de capacidad productiva de países o empresas productoras de petróleo.

A partir de esa identificación, se construyen variables dicotómicas que toman un valor de 1 si el evento en la categoría particular ocurre durante ese día y de 0 de otra forma. Se asume que este tipo de eventos afecta el precio en un día determinado, el cual corresponde al día del anuncio, pudiendo tener un efecto positivo o negativo sobre el precio. Por su naturaleza los eventos de oferta, en ocasiones pueden coincidir con eventos geopolíticos, por ello podría existir cierta multicolinealidad que el autor asume como acotada.

En general, los efectos que estos eventos tienen sobre el precio dependerá de si el mercado percibe que existe algún impacto sobre la producción futura de crudo, por tanto, si el evento refleja mayor (menor) disponibilidad futura de crudo, el efecto sobre el precio será de caída (aumento). El impacto de los eventos geopolíticos se analiza mediante la percepción del mercado respecto de si las tensiones son disruptivas para la estabilidad de la producción y, consecuentemente, ponen en riesgo la disponibilidad de la oferta de crudo. De este modo, eventos que contengan información respecto de una mayor tensión geopolítica se espera que tengan un impacto de aumento sobre el precio y viceversa. En el caso de los anuncios de oferta, se esperan efectos de aumento de parte de los anuncios restrictivos de la OPEP y efectos de caída provenientes de anuncios expansivos de la OPEP y sobre nuevas inversiones.



Los resultados obtenidos por el autor señalan que tanto las tensiones geopolíticas como las noticias relacionadas con los países miembros de la OPEP, reflejan interrupciones en el suministro del crudo y, consecuentemente, cambios en el precio del petróleo. En efecto, existe evidencia de que las noticias relacionadas con los países de la OPEP influyen sobre el precio del petróleo conjuntamente con las interrupciones del suministro por tensiones geopolíticas. No obstante, al considerar por separado las noticias de la OPEP, la evidencia sugiere cierta influencia en el consenso de las proyecciones de las diversas agencias de análisis, además de una retroalimentación entre las noticias de la OPEP y las propias proyecciones del precio del petróleo. Finalmente, el autor sugiere que para controlar la dinámica del precio de petróleo se deberá seguir de cerca la evolución de estos eventos así como de las acciones coordinadas de los principales productores.

Fuente: Medel, Carlos (2017). "Geopolitical tensions, OPEC news, and oil price: A Granger causality analysis". Documento de trabajo No.805. Banco Central de Chile.

6. Inflación y política monetaria

La inflación mundial, en términos generales, después del repunte registrado entre finales del año pasado y principios del presente año, se mantuvo moderada, reflejando cierta estabilidad en los precios de las materias primas, en particular del petróleo y de algunos alimentos. En las economías avanzadas, la inflación permanece moderada, en la mayoría de los casos ubicándose por debajo de sus respectivas metas, en un contexto de presiones salariales leves, a pesar del mejor desempeño en el mercado de trabajo (particularmente, en Estados Unidos de América, Japón y Alemania), situación que modera la probabilidad de un endurecimiento de las condiciones monetarias, por lo que el ritmo del proceso de normalización de la referida política continúa siendo más gradual con relación a los ciclos anteriores. Por su parte, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el ritmo inflacionario se desaceleró, ante la relativa fortaleza de sus monedas frente al dólar estadounidense y la estabilidad en los precios del petróleo, permitiendo que la política monetaria se haya vuelto más acomodaticia en algunas de estas economías.

En Estados Unidos de América, la inflación aumentó en septiembre (a 2.23%), revirtiendo parcialmente la notable desaceleración registrada desde marzo, atribuida a los menores precios de los combustibles y del servicio de electricidad. No obstante, se ubica en un nivel cercano al objetivo de la Reserva Federal y se estima que la reciente alza refleja algunos choques temporales de oferta, como las interrupciones de la cadena de suministros de combustibles, tras los daños ocasionados por el Huracán *Harvey*. Lo anterior, sugiere que el ritmo de ajuste de la política monetaria continuará siendo gradual, a pesar de la evolución favorable del mercado laboral. De hecho, tras dos aumentos durante el primer semestre del año (en marzo y junio), el FOMC mantuvo sin cambios la tasa de interés de fondos federales en julio y septiembre, en un rango entre 1.00% y 1.25%, como anticipaban los mercados.

Por otra parte, la Reserva Federal ha manifestado que el proceso de normalización de la política monetaria resulta apropiada en el contexto actual, confirmando la intención de mantener un enfoque gradual y predecible, por lo que se espera que la cautela y una comunicación clara y oportuna sobre la postura de la política monetaria (*forward guidance*), continúe teniendo un papel central en dicho proceso, a efecto de evitar una sobre-reacción en los mercados. Además, en la reunión de septiembre la Reserva Federal anunció que en octubre del presente año comenzará a implementar la estrategia de reducción de su hoja de balance. Por su parte, las expectativas del mercado sugieren que se puede dar un incremento adicional en la tasa de interés objetivo de fondos federales en lo que resta del presente año.

En la Zona del Euro, la inflación registró recientemente una leve aceleración, situándose en 1.54% en septiembre, aunque aún por debajo de la meta de 2.0% del Banco Central Europeo (BCE). Este resultado refleja, principalmente, la recuperación de la demanda interna. En ese contexto, el BCE, a pesar de ser más optimista respecto a las perspectivas de crecimiento económico de la zona, ha manifestado que todavía será necesario un grado sustancial de apoyo de la política monetaria para que las presiones inflacionarias, principalmente las subyacentes, se incrementen de forma sostenida alrededor de su objetivo de mediano plazo. Por lo anterior, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 0.00% y ha confirmado que el programa de compras de activos, tras la rebaja de €80.0 millardos a €60.0 millardos realizado en abril, continuará hasta diciembre de 2017, medida que se podría ampliar en términos de monto y duración, si fuese necesario. No obstante, las expectativas de los mercados en torno al probable inicio del retiro gradual del programa de compras de activos aumentaron, dado que el BCE eliminó el sesgo a la baja que tenía sobre las tasas de interés y ha dado lugar a los primeros cambios en la comunicación (*forward guidance*), sugiriendo que las

medidas de estímulo monetario deben ajustarse conforme a la recuperación económica y que el riesgo de deflación ha desaparecido.

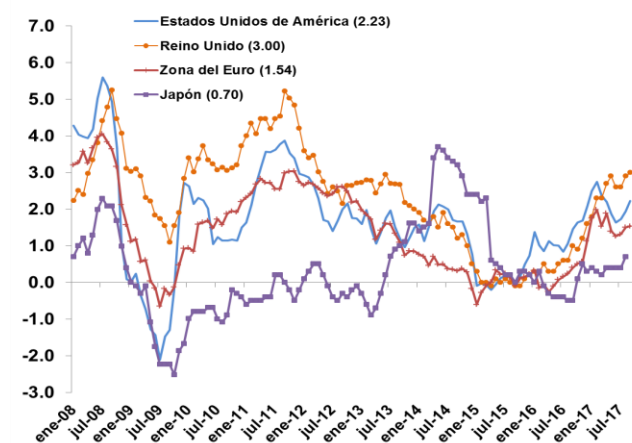
En el Reino Unido, la inflación ha presentado una tendencia al alza desde el segundo semestre de 2016, ubicándose en 3.00% en septiembre, por arriba de la meta del Banco de Inglaterra (2.0%). Este incremento está asociado, principalmente, al efecto traspaso de la depreciación de la libra esterlina a los precios internos, observado desde el año anterior. De acuerdo con el Banco de Inglaterra, dicho efecto continuará generando presiones inflacionarias, por lo que se requerirá de cierto endurecimiento de la política monetaria para garantizar el retorno sostenido de la inflación al nivel objetivo; sin embargo, por el momento, el Comité de Política Monetaria ha decidido mantener la tasa de interés de política monetaria en 0.25%, así como la compra de bonos corporativos con sus reservas internacionales hasta por £10.0 millardos y la de bonos del gobierno británico en £435.0 millardos.

En Japón, la tasa de inflación se mantuvo en 0.70% en agosto, por debajo del objetivo de 2.0% del Banco de Japón (BOJ, por sus siglas en inglés). Este comportamiento obedece, principalmente, al aumento en los precios internos de la energía con respecto al año anterior. El BOJ en su reciente reunión de política retrasó el tiempo estimado requerido para lograr la convergencia de la inflación a la meta, sugiriendo que esto ocurriría hasta en 2019, lo cual descarta la posibilidad de que empiece a considerar la normalización de su política monetaria en el corto plazo. En efecto, el Comité de Política Monetaria del BOJ decidió continuar con el programa de estímulo monetario denominado “Flexibilización Monetaria Cuantitativa y Cualitativa con Control de la Curva de Rendimiento” implementado desde septiembre de 2016, el cual implica el control, por un lado, sobre las tasas de interés de corto plazo, mediante la tasa de interés de política monetaria en niveles en torno a -0.10% y, por el otro, sobre las tasas interés de largo plazo, mediante la

compra de bonos a 10 años del gobierno japonés a un ritmo anual de ¥80.0 billones (US\$698.0 millardos), para mantener los rendimientos de dichos bonos en torno a 0.00%. En cuanto a la compra de otros activos, el Comité estableció que el BOJ comprará Fondos Cotizados en Bolsa (ETF, por sus siglas en inglés), y Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces de Japón (J-REIT, por sus siglas en inglés), de manera que sus montos aumenten a ritmos anuales de alrededor de ¥6.0 billones (US\$52.4 millardos) y ¥90.0 millardos (US\$785.3 millones), respectivamente.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2008-2017
(Porcentajes)



(1) Datos a septiembre de 2017. Japón a agosto.
Fuente: Bancos centrales.

La inflación en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tendió a moderarse en todas las regiones, en particular en algunas de las principales economías de América Latina y en los países emergentes de Asia. En efecto, en el caso de los países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación de América Latina, con excepción de México, el ritmo inflacionario continuó desacelerándose en los últimos meses, como resultado de las menores presiones de oferta, la relativa fortaleza de sus monedas y la debilidad de la demanda interna, lo cual ha permitido que algunos bancos centrales adopten un sesgo expansivo, aunque en distintas magnitudes.

En la República Popular China, la inflación disminuyó considerablemente en febrero (0.80%), ante la reducción temporal de los precios de los alimentos y, aunque ha mostrado una ligera tendencia al alza (1.60% en septiembre), permanece por debajo de la meta oficial de inflación (3.0%). El Banco Popular de China (BPC) mantiene una postura de política monetaria prudente y ha implementado un nuevo marco de regulación financiera, denominado Evaluación Macroprudencial (MPA, por sus siglas en inglés), orientado a reducir los crecientes riesgos financieros, principalmente los asociados con el *shadow banking* (banca sombra o paralela); lo que se suma a los esfuerzos de otros entes reguladores por fortalecer el sistema financiero. En la Conferencia Nacional de Trabajo Financiero realizada en julio, las autoridades de gobierno establecieron el Comité de Desarrollo de la Estabilidad Financiera como una instancia del Consejo de Estado, que pretende la coordinación de la regulación financiera, para lo cual el BPC adquiriría un papel central en la implementación de la política macroprudencial y el mantenimiento de la estabilidad financiera.

En México, la inflación se situó en 6.35% en septiembre, por encima del límite superior de la meta de la autoridad monetaria (3.0% +/- 1 punto porcentual), debido al alza en los precios de productos agropecuarios y al incremento en las tarifas de transporte, así como a los ajustes que se derivan de la depreciación acumulada del tipo de cambio nominal, del impacto transitorio de la liberalización de los precios de los combustibles y del incremento al salario mínimo en enero pasado. El Banco de México incrementó su tasa de interés de política monetaria en 125 puntos básicos entre enero y septiembre, con el objetivo de anclar las expectativas inflacionarias de mediano plazo y reforzar la contribución de la política monetaria en el proceso de convergencia de la inflación a la meta; no obstante, las autoridades monetarias indicaron que en las actuales circunstancias el nivel alcanzado en la tasa de referencia (7.0%) es congruente con el referido proceso de convergencia.

En Brasil, el ritmo inflacionario siguió desacelerándose (ubicándose en 2.54% en septiembre), registrando recientemente niveles por debajo del límite inferior del rango meta (4.5% +/- 1 punto porcentual), resultado de las políticas monetarias restrictivas implementadas previamente, de la disminución de las presiones de oferta en algunos alimentos y de la aún débil demanda interna. Este comportamiento ha permitido que el Banco Central de Brasil continúe relajando las condiciones monetarias, al reducir la tasa SELIC (tasa de interés de política monetaria) en 550 puntos básicos en lo que va del año, para situarla en 8.25%.

En Chile, la inflación se ubicó en 1.45% en septiembre, luego de importantes disminuciones en los meses previos que la situaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia establecido por el Banco Central de Chile (3.0% +/- 1 punto porcentual), lo cual se explica, fundamentalmente, por la apreciación del tipo de cambio nominal, la reducción de la inflación de alimentos y las presiones moderadas de demanda agregada. El referido Banco Central ha indicado que mantendrá una postura de política monetaria expansiva por un periodo prolongado; específicamente, luego de disminuir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos en los primeros meses del año y espera mantenerla en el nivel actual (2.50%) hasta que se empiece a cerrar la brecha del producto; aunque no descarta realizar recortes adicionales, considerando que en el corto plazo los riesgos para la inflación permanecen sesgados a la baja.

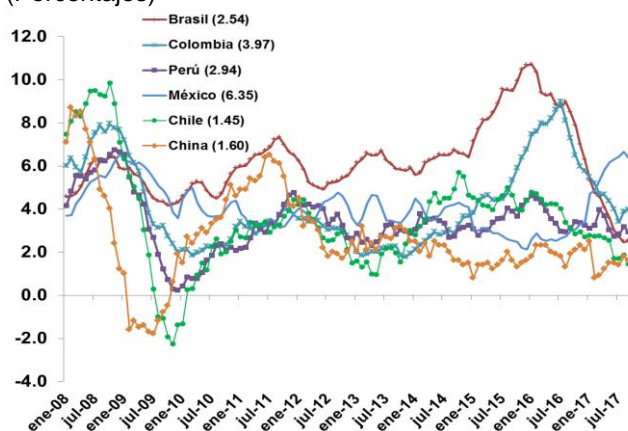
En Colombia, si bien la inflación (3.97% en septiembre) detuvo su tendencia descendente observada desde julio de 2016, esta continúa influenciada, en buena medida, por el desvanecimiento de algunos choques de oferta, que provocaron una moderación del precio de los alimentos. Ello permitió que el Banco de la República de Colombia, entre febrero y septiembre, redujera su tasa de interés de referencia en 225 puntos básicos.

En Perú, luego de las presiones transitorias al alza de precios en el primer trimestre del año, asociadas a choques de oferta que afectaron el precio de los alimentos, la inflación se desaceleró y permanece fluctuando en niveles en torno al límite superior del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (2.0% +/- 1 punto porcentual). Las autoridades monetarias esperan que la inflación converja al valor central de dicho rango a fin de año, sobre la base de presiones de demanda contenidas, moderada depreciación de la moneda y ausencia de choques significativos de oferta; estos factores permitieron que dicho Banco Central redujera su tasa de interés de política monetaria en 75 puntos básicos.

básicos en julio, en un entorno de bajas presiones inflacionarias; en tanto que, el Banco Central de Costa Rica efectuó seis aumentos consecutivos por un total de 275 puntos básicos, entre abril y junio, con el propósito, fundamentalmente, de contrarrestar la acelerada depreciación que registró su moneda. El resto de países centroamericanos (Honduras y Guatemala) han mantenido sus respectivas tasas de interés en los mismos niveles de inicios de año.

Gráfica 13

Ritmo Inflacionario Total de las Economías con Mercados Emergentes y en Desarrollo (1)
2008-2017
(Porcentajes)



(1) Datos a septiembre de 2017.
Fuente: Bancos centrales.

En Centroamérica y la República Dominicana, la inflación permaneció relativamente estable y, en general, en niveles en torno a las metas definidas por los bancos centrales de la región, resultado, principalmente, de la moderación interanual de los precios de los combustibles. Con relación a las tasas de interés de política monetaria, en el caso del Banco Central de la República Dominicana se registró un incremento de 25 puntos básicos en marzo y una reducción de 50 puntos

RECUADRO 4

POLÍTICAS DE LOS BANCOS CENTRALES DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS PARA REDUCIR SUS HOJAS DE BALANCE Y LOS EFECTOS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Las economías avanzadas han mantenido sus tasas de interés de política monetaria en niveles persistentemente bajos, derivado de las secuelas de la crisis económica y financiera global de 2008-2009; adicionalmente, en un esfuerzo por superar la lenta recuperación y estimular el crecimiento económico, los bancos centrales de dichas economías también implementaron programas de flexibilización cuantitativa sin precedentes, lo cual, generó efectos importantes a las economías emergentes. En virtud de su predominio en los mercados mundiales, no es sorprendente que la política monetaria de Estados Unidos de América tenga repercusiones en el resto del mundo. No obstante, economistas del Fondo Monetario Internacional (Singh y Wang, 2017), señalan que el contagio de las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal (FED) que toman los bancos centrales del resto del mundo, es un fenómeno que inició luego de la citada crisis global.

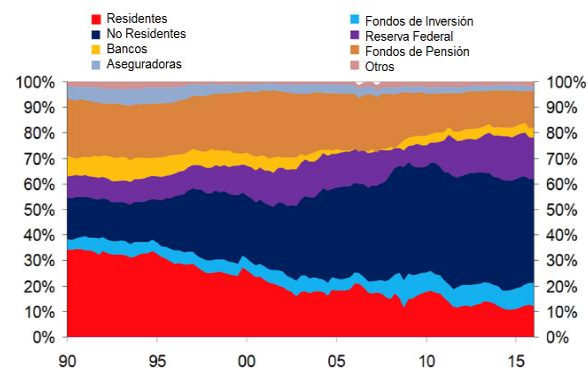
Los autores argumentan que, en un futuro cercano, la política monetaria de la mayoría de economías avanzadas tendrá dos dimensiones; la primera, cambios en las tasas de política de corto plazo y, la segunda, ajustes en sus hojas de balance, con lo cual se tendría un control efectivo e independiente sobre las tasas de interés, de corto y largo plazos. De esa cuenta, una de las interrogantes que ha surgido ante estos eventos es si la política monetaria de la FED genera una externalidad global, mediante un efecto derrame (*spillover effect*), sobre el precio de los activos de las economías de mercados emergentes, ahora que ha dado inicio el proceso de normalización de su política monetaria.

inversionistas que financian sus compras con préstamos garantizados por deuda; por tanto, un aumento de la tasa de interés de corto plazo resulta en un aumento en el costo para los inversionistas y, consecuentemente, en una disminución lineal del precio de los Bonos del Tesoro.

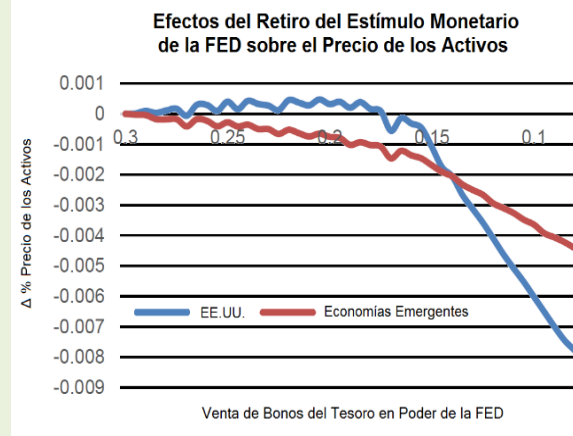
En las economías emergentes, éstas normalmente alinean sus tasas de interés de política con la de los países avanzados, representados por la tasa de interés de fondos federales (en el modelo utilizado por los autores), por lo que el resultado es el mismo para el precio de los activos de este grupo de países.

Por otra parte, los efectos del retiro del estímulo monetario (ajustes en sus hojas de balance), son modelados como una venta de Bonos del Tesoro en poder de la FED manteniendo la tasa de interés de fondos federales intacta, podrían ser distintos a los obtenidos con movimientos en la tasa de interés. De acuerdo a los resultados de los autores, cuando la FED se deshace parcialmente de su *stock* de Bonos del Tesoro, el precio de estos no cambia inmediatamente; por el contrario, permanece estable por un tiempo y comienza a disminuir en la medida en que los agentes de las economías avanzadas que han invertido en economías emergentes, comienzan a comprar estos Bonos del Tesoro con un rendimiento mayor. Este tipo de estrategia financiera hace que el precio de los bonos de economías emergentes también baje, aunque con cierto rezago.

Tenedores de Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América



Según los resultados obtenidos por los citados economistas, un incremento en la tasa de interés de corto plazo de la FED conlleva a una disminución lineal tanto en el precio de los Bonos del Tesoro, como en el precio de los bonos de las economías emergentes. En el caso de los Estados Unidos de América, esto ocurre debido a que en el margen, el precio de los Bonos del Tesoro se ve afectado principalmente por



Finalmente, los autores destacan que, teniendo en cuenta que los efectos adversos del contagio de la política monetaria estadounidense guardan relación con la situación económica de los países emergentes, estos últimos se verán ante la necesidad de evaluar su marco de política monetaria y sus herramientas de estabilidad financiera, incluyendo medidas macroprudenciales y de manejo de flujos de capital, indicando que estos se beneficiarían si reconocen que reducciones en las hojas de balance de los bancos centrales e incrementos en las tasas de política pueden ser no equivalentes.

Fuente: Singh, Manmohan y Haobin Wang. (2017). "Central Bank Balance Sheet Policies and Spillovers to Emerging Markets". Fondo Monetario Internacional. Working Paper WP/17/172. Julio.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

En su más reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial (publicado en octubre del presente año), el FMI prevé que el crecimiento económico mundial, tanto para 2017 como para 2018, será ligeramente superior a lo previsto anteriormente (abril de 2017), apoyado, principalmente, por la recuperación del comercio internacional, el incremento en la inversión privada, el dinamismo de la producción manufacturera y los elevados niveles de confianza (empresarial y del consumidor). Dichas perspectivas muestran, en general una mejora, reflejando un reequilibrio en el crecimiento económico mundial, con una revisión al alza tanto para la Zona del Euro como para la República Popular China, debido a un desempeño mejor de lo esperado durante el primer semestre del año, pero una moderada revisión a la baja para Estados Unidos de América, ante la debilidad del primer trimestre del año y las dificultades para aprobar medidas de estímulo fiscal previstas por la administración Trump. No obstante, advierte que persisten diversos riesgos a la baja en el mediano plazo, relacionados, fundamentalmente, con el sesgo proteccionista en algunas de las principales economías avanzadas, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, las crecientes vulnerabilidades financieras de la economía china, el débil incremento de la productividad y la desigualdad del ingreso, así como la intensificación de las tensiones geopolíticas.

En ese contexto, el FMI estima que la actividad económica mundial registraría un crecimiento de 3.6% en 2017 y de 3.7% en 2018, tasas superiores a la observada en 2016 (3.2%). Las economías avanzadas crecerían 2.2% en 2017 y 2.0% en 2018, debido a los mayores volúmenes de comercio internacional y de inversión, apoyados por la mejora en la demanda externa y los elevados niveles de confianza empresarial. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% en 2017 y 4.9% en 2018,

impulsadas, principalmente, por las condiciones financieras aún benignas y la recuperación económica de las economías avanzadas; destacando que en la República Popular China se registraría una tasa de crecimiento levemente superior a la de 2016; en India continuaría el dinamismo en su crecimiento; y en Rusia y Brasil se observaría un mejor desempeño económico, ya que se encuentran saliendo de las recesiones que experimentaron en años previos.

En lo que respecta a las economías avanzadas, Estados Unidos de América registraría un crecimiento 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018, resultado de la recuperación de la inversión y, en menor medida, del aumento del consumo privado, en un ambiente de condiciones financieras aún favorables, un mercado laboral robusto y sólida confianza empresarial y de los consumidores. Sin embargo, persiste la incertidumbre sobre las políticas económicas que la administración Trump pueda adoptar, particularmente en materia fiscal, debido a la falta de consensos políticos en el Congreso de ese país. De acuerdo con la Reserva Federal, la actividad económica mantendrá un ritmo de expansión moderado, cercano a su potencial, dado que si bien los efectos del paso de los huracanes *Harvey*, *Irma* y *María* afectarían la actividad económica en el corto plazo, resulta poco probable que alteren sustancialmente su curso en el mediano plazo; en tanto que el mercado laboral seguirá fortaleciéndose y la inflación se estabilizaría en torno al objetivo (2.0%), por lo que el proceso de normalización de la política monetaria continuaría avanzando gradualmente.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico se ubicaría en 2.1% en 2017 y 1.9% en 2018, reflejando una recuperación generalizada en toda la región. Esto se atribuye, fundamentalmente, a la resiliencia del consumo privado y a la mayor demanda externa, apoyada por políticas fiscales moderadamente expansivas en algunas de las principales economías de la región y la continuidad de una política monetaria altamente expansiva; así como, una menor incertidumbre en el

ámbito político, lo cual reforzaría la confianza del sector privado y continuaría impulsando la inversión y el empleo. Con relación a la inflación, se espera que esta permanezca estable en el corto plazo, influenciada, principalmente, por el comportamiento de los precios de la energía. El BCE estima que aún sería necesaria una postura de política monetaria expansiva que oriente la inflación a niveles cercanos a 2.0%, dado que para 2017 esta podría ubicarse en torno a 1.1%, en tanto que, para 2018, se ubicaría alrededor de 1.6%.

En el Reino Unido, la actividad económica crecería 1.7% en 2017 y se moderaría a 1.5% en 2018, ante la desaceleración del consumo privado, en respuesta a la reducción del ingreso real de los hogares, derivado de la depreciación de la libra esterlina, efecto que sería compensado, parcialmente, por el aumento de las exportaciones y de la inversión privada. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento del Reino Unido continúan inciertas y dependen, en buena medida, de las nuevas condiciones económicas y comerciales que logre negociar con la Unión Europea, en el marco del *Brexit*. El incremento de los costos de las importaciones, reflejo de la depreciación cambiaria, continuaría provocando que la inflación supere la meta de 2.0% establecida por el Banco de Inglaterra, al situarse en 2.8% en 2017 y 2.6% en 2018.

En Japón, el crecimiento económico continuaría siendo moderado (1.6% en 2017 y 1.0% en 2018), apoyado por el fortalecimiento de la demanda externa, especialmente del sudeste asiático, el mantenimiento de condiciones monetarias acomodaticias y las medidas de estímulo fiscal, aunque el apoyo de las políticas económicas se prevé que se atenuarían el próximo año. La inflación se mantendría levemente positiva, alcanzando una variación interanual de 0.1% en 2017 y 0.6% en 2018, asociada, principalmente, a los mayores precios de los energéticos.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque existe heterogeneidad a nivel de países, en conjunto continúan contribuyendo de manera

relevante al crecimiento de la actividad económica mundial y en una mayor proporción que las economías avanzadas. En la República Popular China, el crecimiento económico sería de 6.8% en 2017 y 6.5% en 2018, impulsado, principalmente, por las políticas de estímulo fiscal, particularmente aquellas destinadas a incrementar la inversión pública, lo cual contribuiría a asegurar el cumplimiento del objetivo de las autoridades de gobierno chino de duplicar el PIB real entre 2010 y 2020. Cabe destacar que la desaceleración prevista en el mediano plazo está determinada por la agenda económica orientada a reequilibrar el modelo de crecimiento económico, haciéndolo menos dependiente de la inversión y las exportaciones; no obstante, la economía china enfrenta importantes retos en materia de vulnerabilidad financiera, principalmente relacionados con el alto nivel de apalancamiento. Por su parte, la inflación se mantendría moderada y por debajo de la meta, situándose en 2.3% en 2017 y 2.4% en 2018, debido, entre otros factores, a los menores precios de los alimentos.

En América Latina, el crecimiento económico registraría una recuperación tanto en 2017 como en 2018; sin embargo, dicho crecimiento continuaría siendo bajo y con un alto grado de heterogeneidad entre los países de la región; destacando la recuperación de Brasil, Argentina y Ecuador, la menor contracción de Venezuela y las expansiones relativamente robustas de los países de Centroamérica. Las perspectivas de la región responden, principalmente, al mayor impulso del sector externo, resultado de la mejora moderada en los términos de intercambio y la creciente demanda externa, dado que persistiría la debilidad de la demanda interna, ante el pesimismo en los indicadores de confianza, la debilidad de los mercados laborales y la incertidumbre política. La actividad económica de la región, en promedio, crecería 1.2% en 2017 y 1.9% en 2018.

En Brasil, luego de dos años de recesión, el crecimiento económico retornaría a tasas positivas (0.7% en 2017 y 1.5% en 2018), resultado del

incremento de las exportaciones y de la estabilización de la demanda interna, así como de la postura de la política monetaria expansiva; no obstante, la incertidumbre política continuaría incidiendo en la recuperación económica, en la medida que afecta la confianza del sector privado y las decisiones de inversión. Por su parte, la inflación se reduciría a 3.6% en 2017 y aumentaría levemente a 4.0% en 2018, como consecuencia del desvanecimiento de importantes choques de oferta, la brecha del producto aún negativa y la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal.

En México, la actividad económica se desaceleraría a un ritmo de 2.1% en 2017 (2.3% en 2016), el cual se mantendría en 2018, debido a que a pesar de la incertidumbre prevaleciente en el entorno interno, prevalecerían condiciones favorables a nivel mundial y mejores perspectivas sobre la renegociación del NAFTA (en el sentido que no se espera un severo deterioro en la relación bilateral entre México y Estados Unidos de América), lo cual respaldaría la evolución positiva del sector externo; no obstante, la demanda interna continuaría reflejando el moderado crecimiento del consumo y la debilidad de la inversión, principalmente ante la reducción del gasto en inversión pública. A mediano plazo, las reformas estructurales implementadas en el sector financiero y en el de energía y telecomunicaciones, así como en el mercado de trabajo, contribuirían a impulsar el crecimiento de la economía mexicana. Respecto a la inflación, esta se ubicaría en 6.1% en 2017, por encima del rango establecido por el Banco de México, como consecuencia del incremento reciente en los precios de productos agropecuarios, los cambios en las tarifas de transporte y la depreciación acumulada del tipo de cambio nominal; en tanto que en 2018 se ubicaría en 3.5%, acorde con la trayectoria convergente de la inflación hacia la meta, que comenzaría a observarse a finales de este año, ante el desvanecimiento de los ajustes antes mencionados y la ausencia de presiones significativas de demanda agregada.

En Chile y Colombia, el crecimiento económico se ralentizaría en 2017 (1.4% y 1.7%, en su orden), acelerándose en 2018 (2.5% y 2.8%, respectivamente), debido a la lenta recuperación de la inversión y los bajos niveles de confianza de los agentes económicos, a pesar de políticas monetarias laxas y, en el caso de Colombia, de una política fiscal menos restrictiva. En cuanto a la inflación, esta se desaceleraría en 2017, situándose en 2.4% en Chile y 4.0% en Colombia y se mantendría dentro del rango meta en 2018, en 2.9% y 3.1%, respectivamente.

En Centroamérica, el crecimiento económico se mantendría estable, ubicándose en 3.6% en 2017 y 3.4% para 2018, apoyado por el dinamismo del consumo privado, debido, en alguna medida, al aumento de las remesas familiares, particularmente en Guatemala, El Salvador y Honduras, pero también por las mejores expectativas respecto del desempeño de la actividad económica estadounidense, su principal socio comercial. No obstante, prevalecen los riesgos relativos al alcance que tendrían las reformas migratorias en ese país. En lo que respecta a la inflación, esta registraría un aumento moderado, situándose en 3.5% en 2017, asociado, en buena medida, a la reversión del choque de oferta favorable asociado al precio interno de los combustibles y a mayores precios de los alimentos en algunos países; mientras que para 2018 se ubicaría en 4.0%.

Cuadro 2

Proyecciones de Crecimiento Económico e Inflación de los Socios Comerciales de Guatemala (Porcentajes)

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Principales socios						
Estados Unidos	1.5	2.2	2.3	2.2	1.8	2.3
El Salvador	2.4	2.3	2.1	-0.9	2.4	2.0
Honduras	3.6	4.0	3.6	3.3	4.5	4.0
Zona del Euro	1.8	2.1	1.9	1.1	1.1	1.6
México	2.3	2.1	2.1	3.4	6.1	3.5
Otros socios						
Colombia	2.0	1.7	2.8	5.7	4.0	3.1
Japón	1.0	1.6	1.0	0.3	0.1	0.6
Brasil	-3.6	0.7	1.5	6.3	3.6	4.0
Chile	1.6	1.4	2.5	2.8	2.4	2.9
Perú	4.0	2.7	3.8	3.2	2.7	2.5
Reino Unido	1.8	1.7	1.5	1.2	2.8	2.6
China	6.7	6.8	6.5	2.1	2.3	2.4
Mundial	3.2	3.6	3.7	3.1	3.2	3.2
-Economías avanzadas	1.7	2.2	2.0	1.5	1.5	1.9
-Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	4.3	4.6	4.9	4.2	4.5	4.2
-América Latina y el Caribe (1)	-0.9	1.2	1.9	4.6	4.2	3.6
-América Central	3.6	3.6	3.4	2.1	3.6	4.0
Principales socios (2)	1.9	2.3	2.3	1.9	2.6	2.5

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional a octubre de 2017. *Consensus Forecasts* y Reporte de la Unidad de Inteligencia de *The Economist* a septiembre de 2017.

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

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

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Producto Interno Bruto mostró una moderación en el segundo trimestre de 2017, al observar una tasa de crecimiento interanual de 2.3%, inferior tanto a la registrada en el trimestre previo (3.0%), como a la observada en mismo trimestre del año anterior (3.7%).

Medida por el origen de la producción, la referida desaceleración es reflejo de las caídas que mostraron las actividades de industrias manufactureras; de explotación de minas y canteras; y de administración pública y defensa; no obstante, dichas reducciones fueron compensadas por tasas de crecimiento positivas en el resto de actividades económicas, destacando servicios privados; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; construcción; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

Por su parte, el PIB medido por el destino del gasto, registró una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.2%, la cual aunque fue ligeramente inferior a la del trimestre previo (3.4%), continúa reflejando el incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, asociado a mejoras en los salarios medios, al crecimiento del crédito al consumo otorgado por el sistema bancario, así como al incremento en el ingreso de divisas por remesas familiares. El comportamiento de la inversión fue el resultado, principalmente, del incremento en la inversión de bienes de capital de origen importado, así como del desempeño de la inversión en construcción de edificaciones residenciales privadas, dado que la inversión en infraestructura por parte del Gobierno Central continúa siendo limitada y registró una moderación en el segundo trimestre.

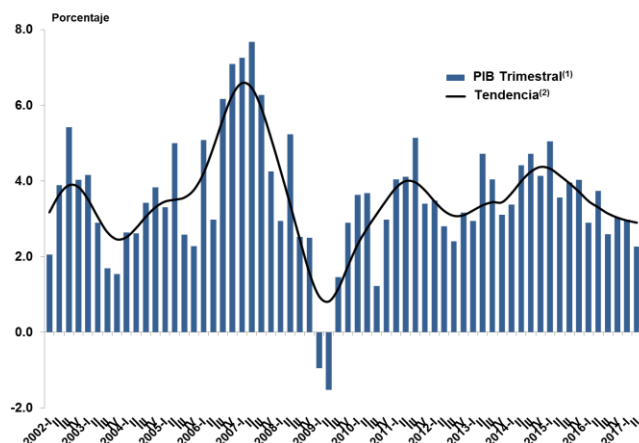
Por su parte, el IMAE a agosto de 2017 registró un crecimiento interanual de 2.4%, resultado del crecimiento positivo de los sectores siguientes: comercio al por mayor y al por menor, servicios privados e industrias manufactureras; mientras que la variación

interanual de la tendencia-ciclo del IMAE a ese mismo mes fue de 3.0%.

En cuanto al ICAE, este se ubicó en 25.00 puntos en septiembre, menor al nivel observado el mismo mes del año anterior (38.89 puntos), ubicándose en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), Dicho resultado estuvo influenciado por un cambio en la percepción del panel de analistas privados con respecto al clima de negocios y de inversiones que prevalecería en los próximos seis meses; no obstante, aun cuando los resultados de septiembre reflejaron un nivel bajo de confianza económica, las expectativas del referido panel respecto del crecimiento económico, previstas para 2017 y para 2018, no registraron cambios significativos en comparación con las proyecciones que efectuaron el mes previo, lo cual es indicativo de que la incertidumbre que afectó la percepción económica, es considerada como transitoria¹².

Gráfica 14

Producto Interno Bruto Trimestral (Porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a junio de 2017.

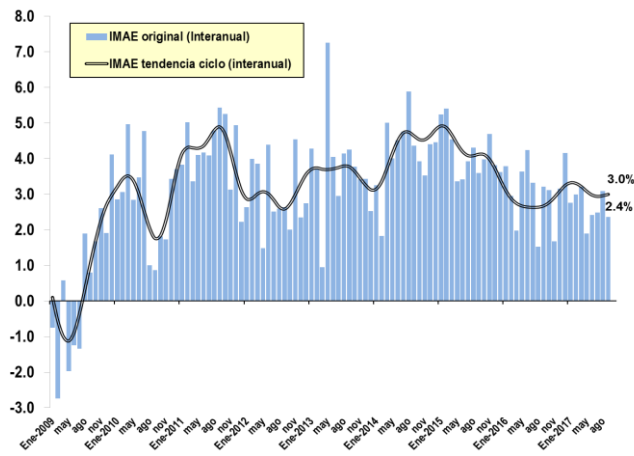
(2) Tendencia con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

¹² No obstante, la agencia calificadora *Standard & Poor's Global Ratings*, el 18 de octubre de 2017 rebajó la calificación crediticia de deuda soberana del país a "BB-", con perspectiva estable, considerando la recurrente inestabilidad política e institucional del país, la baja carga tributaria y la poca capacidad para acelerar la inversión en infraestructura pública, entre otros factores, lo cual podría afectar nuevamente la confianza de los agentes económicos en los próximos meses.

Gráfica 15

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



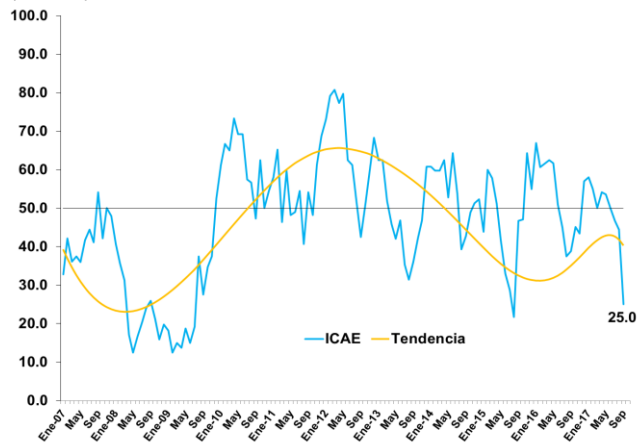
(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a agosto de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 16

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



(1) Con información a septiembre de 2017.

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

B. SECTOR EXTERNO

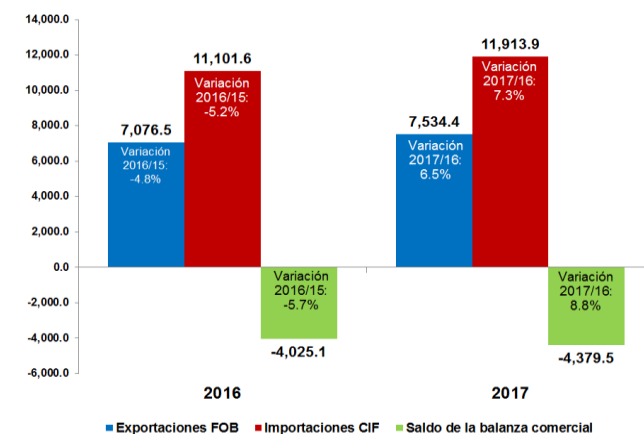
El comercio exterior de Guatemala, con base en información proporcionada por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), registró un aumento de 6.5% en el valor FOB de las exportaciones de bienes acumulado a agosto de 2017, respecto de similar período de 2016, explicado por un incremento en el precio medio de exportación (4.7%) y en el volumen exportado (1.0%). En ese período, el valor CIF de las

importaciones de bienes aumentó 7.3%, reflejo de un incremento tanto en el volumen (6.5%), como en el precio medio (1.0%). El referido aumento en el volumen importado se asocia a un incremento en la demanda debido a la ampliación del parque vehicular; en tanto que, el incremento en el precio medio, se explica, fundamentalmente, por el alza que registró el precio medio de importación de combustibles y lubricantes, el cual refleja el aumento que ha observado el precio promedio del petróleo en los mercados internacionales.

La balanza comercial reflejó un déficit de US\$4,379.5 millones, mayor en US\$354.4 millones al observado en el mismo período del año previo (US\$4,025.1 millones).

Gráfica 17

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



(1) Con información a agosto de cada año.

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

Con relación a los términos de intercambio, estos han sido favorables para Guatemala en los últimos años, lo que se ha traducido en una reducción en el saldo de cuenta corriente, llegando incluso a convertirse en un superávit de 1.5% del PIB en 2016, asociado, en parte, a que la disminución del precio de las importaciones fue mayor a la del precio de las exportaciones. Cabe resaltar que dicho resultado empieza a revertirse conforme los precios internacionales de algunas materias primas, en especial del petróleo y sus derivados, comienzan a

incrementarse con relación a los precios medios registrados en el mismo período del año previo¹³.

En el aumento del valor FOB de las exportaciones, destacaron los incrementos en las exportaciones de café, azúcar, cardamomo, banano, caucho natural, energía eléctrica, artículos de vestuario y grasas y aceites comestibles.

El alza en el valor de las exportaciones de café de US\$85.5 millones (15.3%), refleja, tanto el aumento en el volumen exportado (9.3%), como en el precio medio por quintal (5.5%), que pasó de US\$161.78 a US\$170.63 entre agosto de 2016 y agosto de 2017. De acuerdo con el servicio informativo *Bloomberg*, el alza en el precio internacional del café se explica, principalmente, por una cosecha menor a la esperada en Brasil y Vietnam, así como por un moderado aumento en la demanda mundial.

Las ventas al exterior de azúcar aumentaron US\$83.7 millones (13.9%), reflejo del incremento en el precio medio de exportación (15.3%), que pasó de US\$17.33 a US\$19.99 por quintal, entre agosto del año anterior y agosto del presente año, lo cual compensó, parcialmente, la caída en el volumen (1.3%). Según *The Public Ledger*¹⁴, el aumento en el precio internacional del azúcar se asocia a la significativa reducción en la producción del edulcorante en India y la República Popular China, así como a las perspectivas de una moderada producción en Brasil, en todos los casos por previsiones de condiciones climáticas adversas. Por su parte, la moderada caída en el volumen se explica, según la Asociación de Azucareros de Guatemala (Azasgua), por el bajo rendimiento del cultivo de caña de azúcar en la zafra 2015-2016 y 2016-2017, debido a condiciones climáticas adversas en el país.

El valor de las exportaciones de cardamomo aumentó en US\$75.8 millones (48.5%), derivado del significativo incremento en el precio medio por quintal

(80.3%), el cual pasó de US\$259.49 en agosto de 2016 a US\$467.98 en agosto de 2017. De acuerdo al Comité de Cardamomo de la Asociación Guatemalteca de Exportadores (Agexport), en el comportamiento del precio internacional influyó la disminución del volumen de producción de India y Guatemala, como consecuencia de condiciones climáticas adversas. El volumen exportado cayó 17.7% y se vendió principalmente a Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Bangladesh, Pakistán, Nepal, India e Irak.

El incremento en el valor de las exportaciones de banano de US\$52.6 millones (11.4%), se asocia tanto al alza en el volumen exportado (6.5%), como en el precio medio por quintal (4.6%), que pasó de US\$14.81 en agosto de 2016 a US\$15.49 en agosto 2017. Según *Sopisco News* y la Asociación de Exportadores de Banano de Ecuador (AEBE), el aumento en el precio internacional de la fruta se explica, fundamentalmente, por la reducción en la producción de dicho país, situación que restringió las condiciones de oferta mundial. Por su parte, el aumento en el volumen exportado fue factible, principalmente, por el aumento de las áreas de cultivo.

Las exportaciones de caucho natural registraron un alza de US\$48.6 millones (68.6%), como consecuencia del significativo aumento, tanto en el precio medio de dicha materia prima (35.3%), como en el volumen exportado (24.6%). El comportamiento al alza en el precio internacional de este producto, se asoció, principalmente, al incremento registrado en la demanda de la República Popular China (principal consumidor a nivel mundial, de conformidad con información del Banco Mundial), así como a las políticas de algunos países asiáticos (Malasia, Indonesia e India), orientadas a reducir las áreas de cultivo.

Por su parte, el valor de las exportaciones de energía eléctrica se incrementó US\$41.8 millones (142.9%), explicado, principalmente, por las inversiones en la red de transmisión de electricidad del país, situación que ha permitido satisfacer el aumento de la

¹³ Esta situación podría reducir la presión hacia la apreciación que se observa en el tipo de cambio nominal.

¹⁴ Publicación especializada en noticias y análisis sobre materias primas agrícolas.

demanda proveniente, principalmente, de El Salvador y de Honduras (incrementos de US\$28.9 millones y US\$11.8 millones, respectivamente).

El valor de las ventas al exterior de artículos de vestuario se incrementó US\$41.7 millones (4.8%), debido, principalmente, al aumento en el precio medio (8.7%), dado que el volumen exportado disminuyó (3.6%). Según Agexport, el principal comprador fue Estados Unidos de América, país al que se destinó alrededor del 92% de las exportaciones.

Finalmente, el valor de las exportaciones de grasas y aceites comestibles se incrementó US\$41.1 millones (15.1%), explicado por un aumento en el precio medio (25.5%), que compensó la reducción observada en el volumen exportado (8.1%). El aceite de palma tuvo la mayor participación (75.1%) en este rubro; de acuerdo al Banco Mundial, el alza en el precio internacional de este producto se asocia a la mayor demanda para fines industriales y alimenticios.

Entre los rubros de exportaciones que registraron disminuciones destacan piedras y metales preciosos y semipreciosos por US\$78.5 millones (45.8%) y los productos farmacéuticos por US\$58.3 millones (27.5%); en el primer caso, la reducción del volumen exportado se debe al cierre de operaciones de la empresa Montana Exploradora y a la suspensión temporal de la Minera San Rafael.

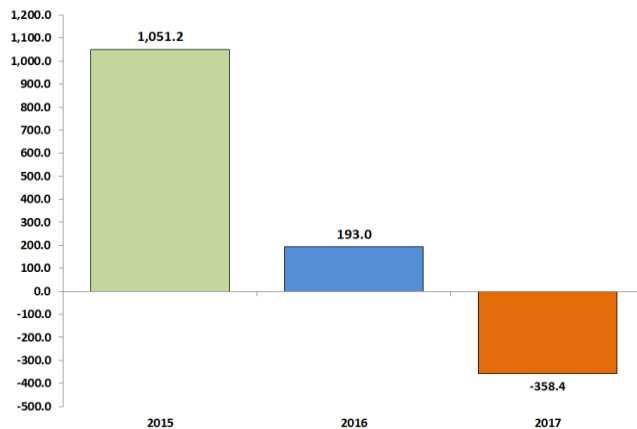
El aumento en el valor CIF en dólares estadounidenses de las importaciones (7.3%), estuvo determinado, como se indicó, por el incremento, tanto en el volumen importado (6.5%), como en el precio medio (1.0%). El alza en el volumen importado se explica, principalmente, por el comportamiento positivo de la economía guatemalteca que ha generado mayores compras del exterior; mientras que, el alza que se observó en el precio medio de los combustibles y lubricantes fue contrarrestado, parcialmente, por la disminución que se registró en el precio medio del resto de importaciones. El comportamiento descrito, influyó en que el valor de las importaciones aumentara en los

rubros de combustibles y lubricantes (25.1%), materias primas y productos intermedios (8.2%), bienes de capital (7.0%), y bienes de consumo (0.8%); mientras que se registró una disminución en el valor de los materiales de construcción (5.4%).

El mayor precio internacional medio del crudo respecto de similar período del año anterior, ha provocado, como se había anticipado, que el ahorro que hasta el año pasado se venía observando en la factura petrolera¹⁵ comience a reducirse. En efecto, a agosto de 2017, la factura petrolera registró un aumento de US\$358.4 millones, que contrasta con lo que se observó en 2015 y 2016 (ahorros totales de US\$1,051.2 millones y US\$193.0 millones, respectivamente).

Gráfica 18

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



(1) Con información a agosto de 2017.

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

El ingreso de divisas por remesas familiares, al 30 de septiembre, continuó reflejando un dinamismo importante (15.6%), al situarse en US\$6,097.3 millones, superior en US\$822.0 millones al monto alcanzado en igual período del año anterior. Dicho resultado sigue explicándose, principalmente, por la reducción del nivel de desempleo hispano en Estados Unidos de América,

¹⁵ Se refiere al total de importaciones en el rubro de combustibles y lubricantes.

el incremento del número de guatemaltecos que residen en dicho país¹⁶, así como por el continuo y creciente temor sobre la postura anti-inmigratoria de la nueva administración de gobierno en Estados Unidos de América, lo cual ha estimulado que algunos migrantes envíen parte de sus ahorros, en adición a la remesa que solían enviar.

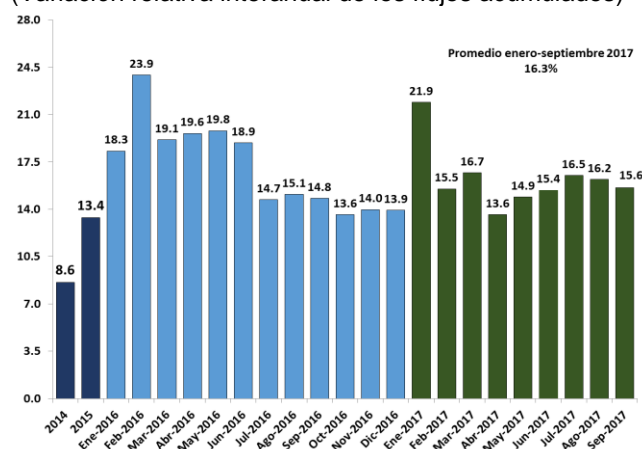
Al 30 de septiembre de 2017, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$11,268.4 millones, mayor en US\$2,108.0 millones al de diciembre de 2016, dicho aumento refleja, principalmente, las compras netas del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas por US\$1,915.4 millones y la colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por US\$500.0 millones. El referido nivel de RIN equivale a 7.7 meses de importación de bienes; por lo que, conforme a estándares internacionales, refleja la sólida posición externa del país.

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

Al 30 de septiembre, se registró una apreciación nominal de 2.35% en términos interanuales (una apreciación acumulada de 2.36%), menor a la registrada en meses anteriores y continúa siendo explicada, principalmente, por cuatro factores fundamentales. El primer factor se asocia al comportamiento al alza que se ha venido observando en el flujo de divisas por remesas familiares, el cual muestra tasas de crecimiento de dos dígitos a septiembre (ver gráfica 19), debido a las razones ya citadas. Para finales del presente año se espera que la tasa de crecimiento de las remesas se desacelere, aunque más moderadamente de lo estimado con anterioridad.

Gráfica 19

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



Fuente: Banco de Guatemala.

El segundo factor lo constituye la reducción en el valor de las importaciones (especialmente de combustibles y lubricantes), asociada, por una parte, a la disminución de los precios internacionales del petróleo, que provocó un ahorro en la importación de combustibles en 2015 y en 2016, lo que contribuyó, en adición al flujo de remesas familiares, a generar un excedente de divisas en el mercado y, por la otra, a que algunas de las materias primas no petroleras también registraron disminuciones en sus precios medios de importación (ver gráfica 20). No obstante, este factor empezó a revertirse, como consecuencia del incremento

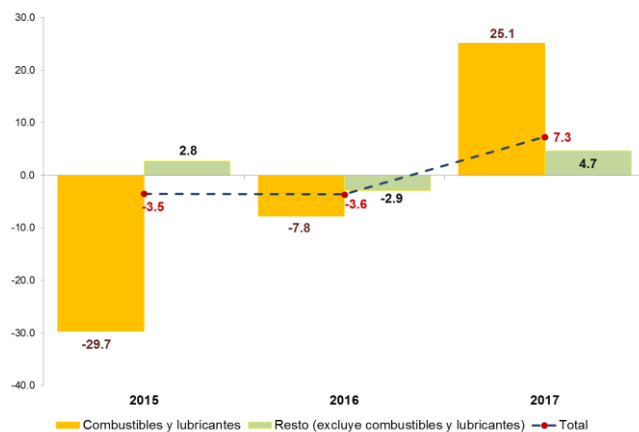
¹⁶ Con base en los resultados de la Encuesta Sobre Migración Internacional de Personas Guatemaltecas y Remesas 2016. Organización Internacional para las Migraciones. Febrero de 2017.

que ha registrado el valor de las importaciones a agosto del presente año.

El tercer factor se refiere a la contracción en el gasto público que persistió hasta octubre de 2016; aunque cabe mencionar que desde finales del año anterior, este factor también comenzó a tener menos influencia.

Gráfica 20

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



(1) Con información a diciembre de cada año. 2017 a agosto.
Fuente: Declaraciones únicas aduaneras y formularios aduaneros únicos centroamericanos de importación.

En adicción a los factores antes mencionados, que han tenido un efecto importante en el tipo de cambio nominal en los años previos, en el presente año se ha agregado un factor adicional constituido por un crecimiento en el valor de las exportaciones superior a lo esperado, asociado, en buena medida, al comportamiento al alza de los precios medios de las exportaciones.

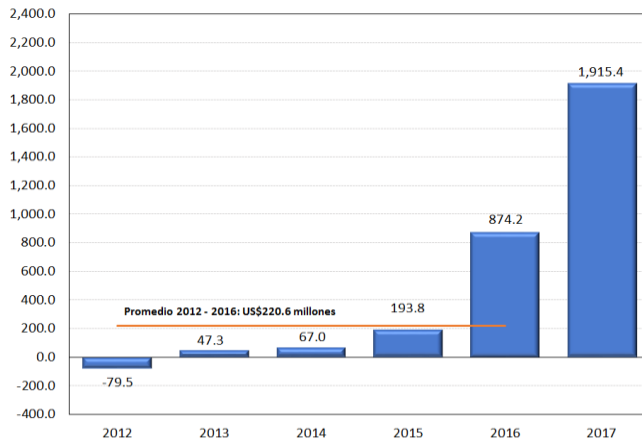
Los cuatro factores mencionados anteriormente, han generado un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se ha traducido en un excedente en la oferta de divisas en el mercado cambiario, contribuyendo a mantener las expectativas de apreciación cambiaria por parte de los agentes económicos. Como se indicó, la política cambiaria favorece la flexibilidad del tipo de cambio nominal mediante la participación en el mercado cambiario para

moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin alterar su tendencia, mediante una regla de participación. El Banco de Guatemala, a partir del 24 de febrero, implementó ajustes operativos a la regla de participación en el mercado cambiario (horario de participación) e inició la captación temporal de depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América (a partir del 27 de febrero) mediante subastas a los plazos de 91, 182 y 273 días. Adicionalmente, a partir del 3 de agosto, el Banco de Guatemala dispuso que, cuando en un mismo día se cumplan los criterios para la participación, tanto para la compra como para la venta de dólares de los Estados Unidos de América, el Banco Central convocará a las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas, a subasta de compra y a subasta de venta de dólares de los Estados Unidos de América.

Al 30 de septiembre de 2017, las compras netas de divisas ascendieron a US\$1,915.4 millones (gráfica 21), equivalente a 5.84% del total negociado en el Mercado Institucional de Divisas. Al 30 de septiembre del año anterior, las compras netas ascendieron a US\$874.2 millones, equivalente a 2.91% del total negociado. En lo que respecta a los depósitos a plazo en dólares de Estados Unidos de América, entre el 24 de febrero y el 30 de septiembre se efectuaron colocaciones por US\$297.7 millones y hubo vencimientos por US\$83.6 millones, por lo que el saldo de dichos depósitos al 30 de septiembre fue de US\$214.1 millones.

Gráfica 21

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

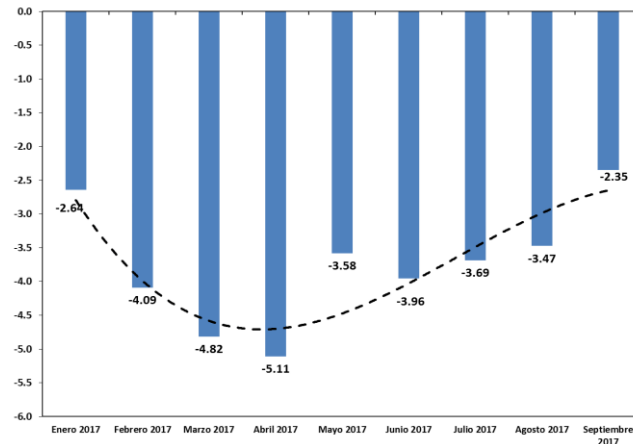


(1) Con información al 30 septiembre de cada año.
Fuente: Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, la apreciación interanual del tipo de cambio durante el presente año alcanzó un máximo de 5.11% en abril y se ha venido reduciendo gradualmente hasta alcanzar un nivel de 2.35% a finales de septiembre, como resultado no solo de la reversión gradual del efecto de algunos de los factores explicados anteriormente, sino también de las medidas adicionales implementadas por parte del Banco Central, las cuales han permitido reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin alterar su tendencia.

Gráfica 22

Tipo de Cambio Nominal
(Tasas de variación interanual)



Fuente: Banco de Guatemala.

RECUADRO 5

POSIBLES EFECTOS ECONÓMICOS Y SOCIALES DE LA UNIÓN ADUANERA ENTRE GUATEMALA Y HONDURAS

Una de las grandes aspiraciones de los países centroamericanos, principalmente de los dos países que suscribieron el “Protocolo habilitante para el proceso de integración profunda hacia el libre tránsito de mercancías y personas naturales entre las Repúblicas de Guatemala y Honduras”, es el perfeccionamiento y pleno aprovechamiento de la integración económica entre ambos países y el resto de sus socios centroamericanos. Dicho protocolo constituye el inicio de un programa de automatización y conexión de los diversos procesos de tránsito de personas y mercaderías entre los dos países. La implementación de la unión aduanera entre Honduras y Guatemala, incluye tres componentes principales: i) la automatización de los procesos de tránsito de mercancías; ii) la reducción del tiempo necesario para exportar e importar; y iii) la automatización del tránsito de personas, aspectos que acarrearán importantes desafíos en dicho proceso de integración; no obstante, se prevé que la aplicación de medidas de facilitación del comercio tendrá beneficios para ambos países en diversos ámbitos: económicos, comerciales y sociales.

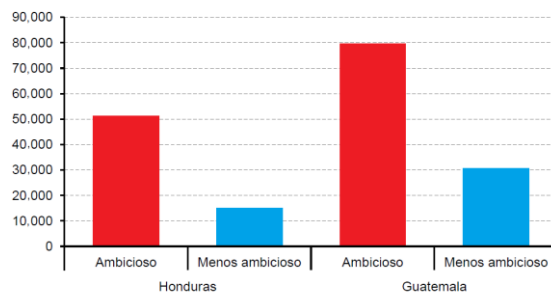
En este contexto, mediante un modelo de equilibrio general computable y a partir de un conjunto de indicadores (costo para exportar e importar, tiempo requerido para exportar e importar, entre otros), a continuación se describen los principales resultados de las simulaciones que hizo la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2017), para estimar los impactos económicos y sociales que tendría la implementación de la Profundización de la Unión Aduanera.

Del análisis se destaca que en Guatemala las micro, pequeñas y medianas empresas exportadoras (MIPYMEX) representan un 75% de las empresas exportadoras, las cuales, en términos de valor, contribuyen en 23% de todas las exportaciones. De acuerdo con la CEPAL, el mayor número de empresas MIPYMEX en ambos países muestra que, en términos de agentes económicos, hay una mayor densidad de relaciones económicas. Entre los sectores beneficiados por una mejor dinámica de la actividad productiva y de comercio exterior en el caso de Guatemala, destacan: química y petroquímica, textiles, calzado y confección, maquinarias y equipos, y otras manufacturas. Todos estos sectores presentan tasas elevadas de comercio intraindustrial y de participación de las MIPYMEX.

A nivel macroeconómico, la CEPAL determinó que un programa de facilitación del comercio ambicioso (estimado como cortes arancelarios de equivalentes *ad valorem* del 60%) permitiría aumentos en el PIB de 0.4% y 0.7% para Honduras y Guatemala, respectivamente. Al mismo tiempo, tal programa permitiría el aumento de las importaciones de bienes de 2.2% y 1.4% en Honduras y Guatemala, en su orden; así como de las exportaciones de bienes, previéndose aumentos de entre 2.2% y 1.5% para Honduras y Guatemala, respectivamente. Por otra parte, los resultados fiscales esperados del mismo programa, aumentarían la recaudación fiscal de Honduras y Guatemala en US\$37 y US\$41 millones, representado 0.2% y 0.1% del PIB, en su orden.

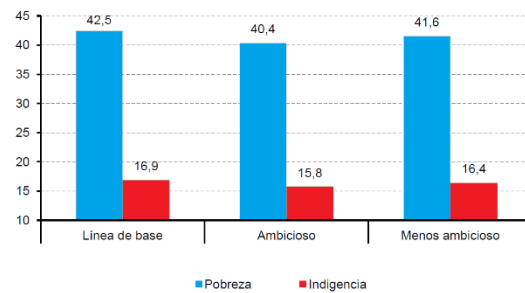
Las microsimulaciones realizadas para estimar el empleo asociado a la expansión de la ocupación en un escenario ambicioso, generan en el caso de Guatemala, según CEPAL, un descenso de los niveles de desocupación de 1.3 puntos porcentuales. Si este fuera el caso, la generación de empleo para Guatemala sería de 80,000 plazas de trabajo adicionales. En cuanto a los efectos simulados sobre pobreza, indigencia y la distribución del ingreso, CEPAL verificó que en el caso de Guatemala, la pobreza se reduce en 2.1 y 0.9 puntos porcentuales en el escenario ambicioso y menos ambicioso, respectivamente, en tanto que para la indigencia también se muestran bajas de 1.1 y 0.5 puntos porcentuales, respectivamente.

Guatemala y Honduras: estimación de efectos sobre empleo generado por diferentes Programas de Facilitación de Comercio tras la PUA entre ambos países (Número de empleos sobre la línea de referencia)



Fuente: CEPAL.

Guatemala: estimación de efectos sobre pobreza e indigencia bajo diferentes programas de facilitación del comercio tras la PUA con Honduras (En porcentaje de la población)



Fuente: CEPAL.

En resumen, el estudio concluye que la unificación de los territorios aduaneros de Honduras y Guatemala impulsaría la producción y el comercio y aumentaría la recaudación tributaria. De igual forma, se esperarían efectos favorables sobre el empleo, la pobreza y la indigencia, en ambos países. Adicionalmente, el documento destaca que los gobiernos de El Salvador y Nicaragua han anunciado su intención de adherirse a dicha profundización aduanera, con lo que se estandarizarían los procesos aduaneros, que de concretarse, fortalecerían el mercado regional centroamericano y podrían reforzar su capacidad de negociación frente a otros bloques regionales.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2017). “Posibles efectos económicos y sociales de la profundización de la unión aduanera entre Guatemala y Honduras” Serie Documentos de Proyectos. Junio.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

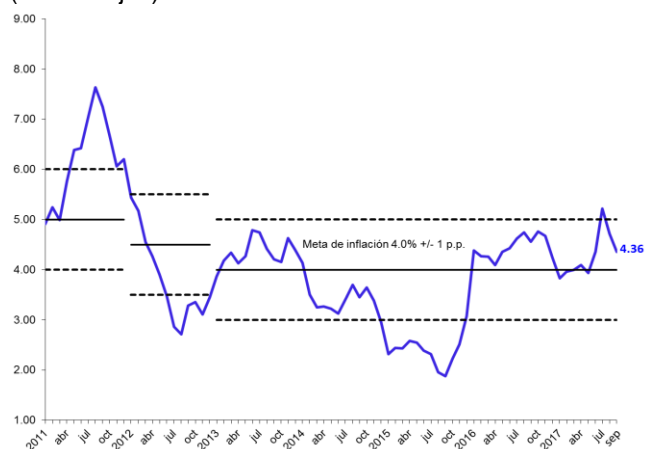
A septiembre de 2017, el ritmo inflacionario fue 4.36%, superior al valor central de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria (4.0% +/- 1.0 punto porcentual), pero dentro del margen de tolerancia. La evolución de precios continúa reflejando el efecto combinado de factores de oferta y demanda, mostrando una trayectoria ascendente desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016, asociado, principalmente, a la reversión en el precio medio de los energéticos¹⁷ y a los choques de oferta que afectaron el rubro de alimentos, particularmente de las hortalizas y legumbres, en un entorno de presiones de demanda moderadas. Posteriormente, la disipación de los choques de oferta de los alimentos contribuyó a que la tendencia del ritmo inflacionario fuera descendente entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer semestre de 2017; en tanto que en el segundo trimestre del presente año, registro relativa estabilidad, seguidamente, en el tercer trimestre, se registraron nuevamente choques de oferta en el rubro de hortalizas y legumbres, principalmente el tomate¹⁸, provocando que el ritmo inflacionario se situara en un valor por arriba del límite superior del margen de tolerancia; sin embargo, dicho efecto se revirtió prontamente, dada, como se anticipó, la naturaleza temporal del choque.

¹⁷ Incluye las gasolinas superior y regular, el diésel, el gas propano y el servicio de electricidad.

¹⁸ Durante el presente año, el rubro de alimentos fue afectado por la evolución del precio medio del tomate, principalmente durante los meses de junio y julio, cuando se registraron incrementos significativos en su precio, atribuidos, según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), a una menor oferta en el mercado interno explicada por factores estacionales en la producción, así como por daños ocasionados por el invierno copioso que afectó a las principales áreas de producción (departamentos de Baja Verapaz y Jutiapa), en combinación con una mayor demanda externa, principalmente de El Salvador. No obstante, durante agosto y septiembre, la producción ha tendido a normalizarse por factores estacionales, situación que se tradujo en una baja del precio, moderando el comportamiento de la inflación de alimentos.

Gráfica 23

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2017.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Al analizar el comportamiento de la inflación a septiembre de 2017 se observan dos aspectos fundamentales; el primero, se refiere a la evolución de los precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, la cual se moderó significativamente al situarse en 5.60% en enero de 2017, luego del incremento de 12.17% registrado en enero de 2016, ante el desvanecimiento de los choques de oferta que afectaron al rubro de hortalizas y legumbres, principalmente el tomate. No obstante, a partir de febrero, el ritmo de crecimiento de esta división de gasto registró nuevamente una tendencia creciente (ubicándose en 9.44% a septiembre), explicado, por una parte, por los mayores niveles de actividad económica, que se reflejan en el comportamiento del IMAE, el comercio exterior y las remesas familiares y, por la otra, derivado de presiones por choques de oferta, de naturaleza temporal, observados en el tercer trimestre del año. El segundo aspecto, se refiere a que la mayor parte de las divisiones de gasto (once) que conforman la canasta de consumo del IPC registraron, a septiembre, tasas de crecimiento interanuales inferiores al valor central de la meta de inflación, por lo que su influencia en la inflación es menos significativa; en tanto que, se incrementó el ritmo inflacionario de las divisiones de gasto de transporte y de vivienda, agua, electricidad, gas

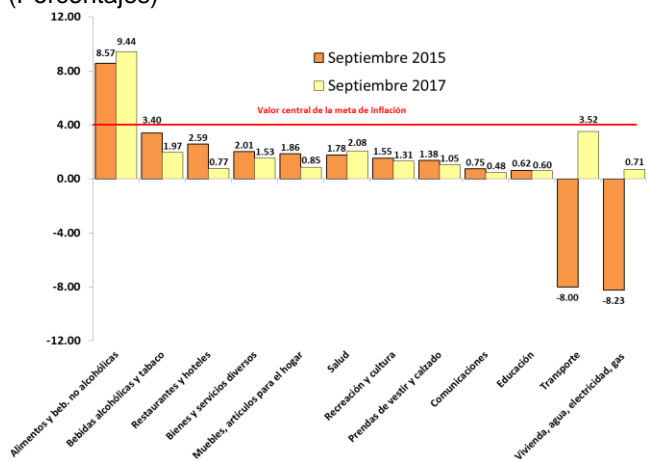
y otros combustibles, las cuales se sitúan en 3.52% y 0.71%, respectivamente, luego que registrarán mínimos en septiembre de 2015 (-8.00% y -8.23%, en su orden) y que se explican por el incremento en el precio medio de la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, en el caso de la división de transporte; y por el incremento en el precio medio del gas propano y en menor medida del servicio de electricidad¹⁹, en la división de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, como resultado del aumento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, respecto del año anterior y de la reducción progresiva en el subsidio a la tarifa social del servicio de electricidad por parte del Instituto Nacional de Electrificación (INDE), iniciada en el tercer trimestre de 2015, la cual se amplió en enero del presente año, pero que quedó sin efecto a partir de abril.

remesas familiares, los cuales con anterioridad propiciaron condiciones necesarias para una expansión del consumo privado con los consecuentes efectos en la inflación de alimentos, pero que también contribuyeron a moderarla desde mediados de 2015.

En efecto, en la gráfica 25 se observa que desde junio de 2015 la trayectoria de los salarios medios totales registra una desaceleración y, en términos generales, la inflación de alimentos también presenta una trayectoria descendente, con excepción de algunos episodios en los cuales esta fue afectada por choques de oferta en algunos alimentos como las hortalizas y legumbres, particularmente del tomate. No obstante, a partir de marzo del presente año, los salarios medios mostraron una moderada tendencia al alza.

Gráfica 24

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

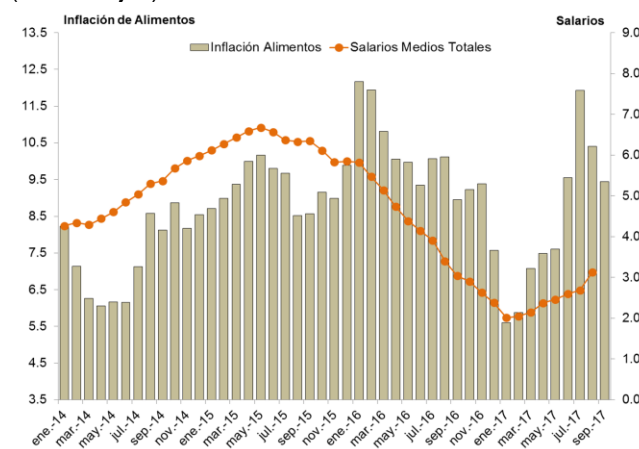


(1) Con información a septiembre de 2015 y septiembre de 2017.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El comportamiento de la inflación de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, como se indicó, también es afectado por factores de demanda, entre los que destacan, principalmente, el nivel de los salarios, el crédito bancario al consumo y el ingreso de divisas por

Gráfica 25

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



(1) Con información a agosto de 2017.
(2) Con información a septiembre de 2017.
NOTA: Las tasas de variación se calculan sobre el índice elaborado con base en los salarios medios de los afiliados cotizantes al IGSS.
Fuente: Banco de Guatemala con información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social y del Instituto Nacional de Estadística.

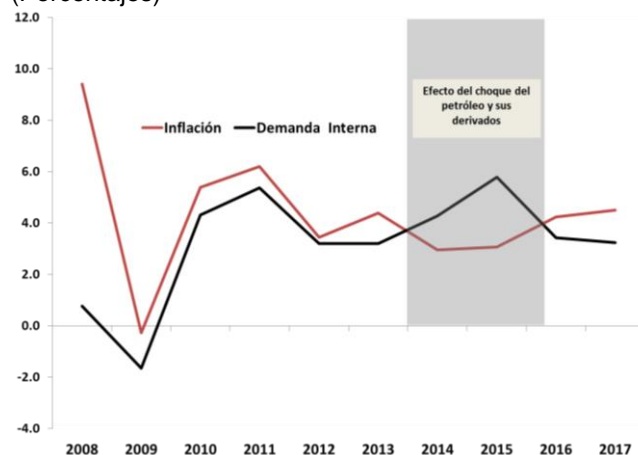
En la gráfica 26 se ilustra el efecto que la demanda tiene sobre la inflación, además permite anticipar el comportamiento que podría esperarse en ausencia de choques de oferta. Se observa que desde 2014 las presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna, fueron compensadas por el choque de oferta en el precio del

¹⁹ A septiembre, el impacto del Servicio de electricidad en la inflación fue negativo, derivado de la reducción en el pliego tarifario registrado para los trimestres mayo-julio y agosto-octubre; sin embargo, desde mayo de 2016 el efecto de dicho servicio en la inflación venía siendo positivo.

petróleo y sus derivados, el cual, como se comentó, ya se está desvaneciendo, provocando que las referidas presiones inflacionarias de demanda se hicieran cada vez más evidentes. En la medida en que ha ido desapareciendo el choque de oferta (por el incremento de los precios del petróleo y sus derivados en el entorno externo y la moderación de los precios de los productos agrícolas en el entorno interno) y la demanda interna tendió a moderarse (como se previó que ocurriría en 2016), la inflación se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la meta de inflación. Este comportamiento ha contribuido a mantener estables las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Gráfica 26

Inflación y Demanda Interna (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a 2016 y estimaciones para 2017.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística.

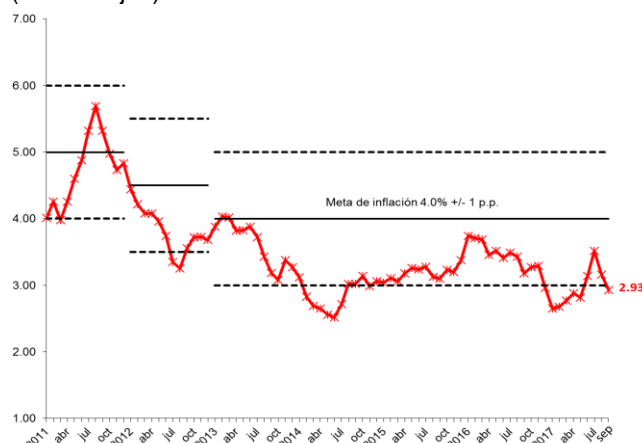
Por su parte, la variación interanual de la inflación subyacente²⁰, medida de inflación cuya finalidad es la de evidenciar el origen de los choques que afectan a la inflación total y que captura los efectos de demanda agregada en el comportamiento de la inflación total, a septiembre de 2017 se situó en 2.93%, comportamiento congruente con presiones de demanda agregada que permanecen moderadas, aspecto que resulta de aislar,

²⁰ A partir de enero de 2017, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable. Para una mayor referencia ver el Anexo 2 de la "Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2016 y Perspectivas Económicas para 2017".

principalmente, los efectos de los choques de oferta en el rubro de los alimentos; así como la disipación de los factores temporales que afectaron al precio de los energéticos.

Gráfica 27

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2017.

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

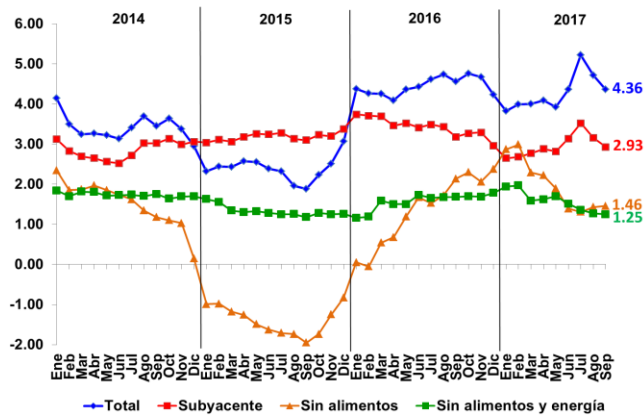
Si bien las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, durante 2016 y en lo que va de 2017, tendieron a moderarse, en congruencia con la desaceleración de la actividad económica, ello no produjo una reducción sustancial en el ritmo inflacionario total, debido, como se indicó, al incremento registrado en los precios de los energéticos y en algunos alimentos de origen agrícola, ver gráfica 28.

Adicionalmente, cabe destacar que el efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada ha sido adecuado, pues dicha política ha tenido una postura acomodaticia, derivado de que la coyuntura ha favorecido una inflación total en torno a la meta. Ello explica la decisión de la autoridad monetaria de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 3.00%, a pesar de que aumentaron los niveles de liquidez en la economía por la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Cabe señalar que dichos excedentes de liquidez fueron compensados con aumentos de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala y por aumentos en los niveles de

encaje por la desaceleración del crédito bancario al sector privado. Como es de esperarse en un esquema de metas explícitas de inflación, el medio circulante (M1) y los medios de pago (M2), deben crecer de manera consistente con la demanda, es decir, el crecimiento de los agregados monetarios citados es endógeno, a diferencia de esquemas monetarios en los que se establecen metas operativas para dichos agregados.

Gráfica 28

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

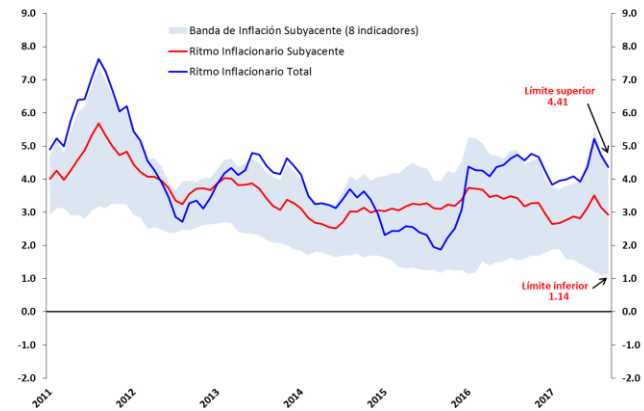
La inflación subyacente oficial²¹, a septiembre del presente año permanece cercana al límite inferior del rango meta de inflación establecida por la autoridad monetaria.

Al considerar el rango de variación de los otros métodos utilizados, el nivel de la inflación subyacente, a septiembre, se encuentra entre 1.14% y 4.41%, sugiriendo que podrían existir factores de demanda que presionan la inflación, pero su incidencia es limitada.

²¹ Que como se indicó, corresponde a un promedio ponderado de ocho metodologías de inflación subyacente tanto de exclusión fija como de exclusión variable.

Gráfica 29

Inflación Subyacente (1)
(Porcentajes)

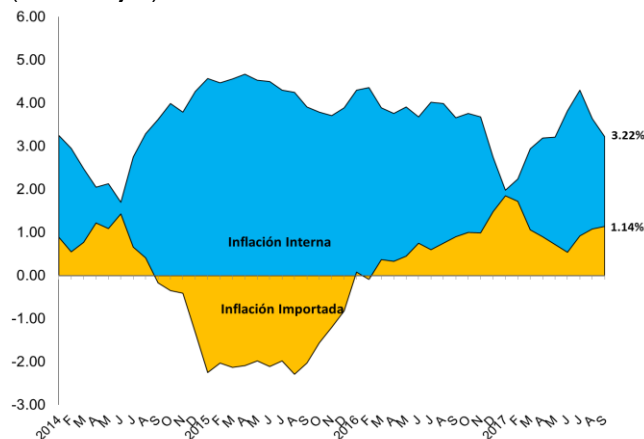


(1) Con información a septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

Por su parte, la inflación importada registra variaciones negativas a lo largo de 2015 (en línea con el choque de origen externo); sin embargo, a partir de septiembre de dicho año las variaciones fueron menos negativas (y se tornaron positivas a partir de marzo 2016) a medida que se observó un incremento en el precio del petróleo y sus derivados (gráfica 30). A septiembre de 2017, la descomposición de la inflación total en interna e importada muestra valores de 3.22% y 1.14%, respectivamente.

Gráfica 30

Composición de la Inflación Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala con base en información del Instituto Nacional de Estadística.

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

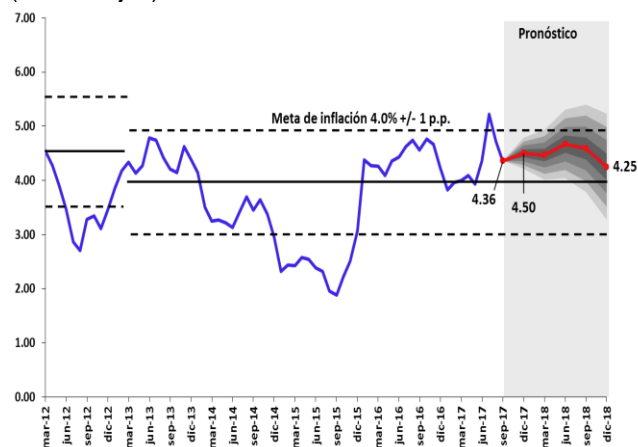
a) Pronósticos de corto plazo

Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en un valor puntual de 4.50% para diciembre de 2017 y de 4.25% para diciembre de 2018, en ambos casos por arriba del valor central de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), pero dentro de su margen de tolerancia. Por su parte, el pronóstico de inflación subyacente se situaría en 3.50% y en 3.75% para diciembre de 2017 y para diciembre de 2018, respectivamente.

Dichos pronósticos de inflación toman en consideración, por el lado de la oferta, los aspectos siguientes: i) alzas en el precio de las gasolinas y el diésel en 2017 y en 2018; ii) incrementos en el precio interno del gas propano en 2017; iii) alzas en el precio del servicio de electricidad en 2017 y 2018; iv) variación en los precios de los productos agrícolas de acuerdo a su comportamiento estacional; v) estabilidad en el precio de la carne de res en 2017 e incrementos moderados en 2018; y vi) alzas moderadas en el precio medio del pan en 2017 y 2018. Asimismo, por el lado de la demanda, considera los aspectos siguientes: i) actividad económica comportándose de acuerdo con la fase de desaceleración del ciclo económico; ii) brecha del producto prácticamente cerrada en 2017 y positiva en 2018; iii) estabilidad en el consumo privado en 2017 y en 2018; iv) recuperación en el gasto de gobierno a partir de 2017; v) crédito bancario empresarial y al consumo acorde a su tendencia en 2017 y en 2018; y vi) sincronización de la actividad económica de Guatemala con la de Estados Unidos de América con un rezago de 3 meses.

Gráfica 31

Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)

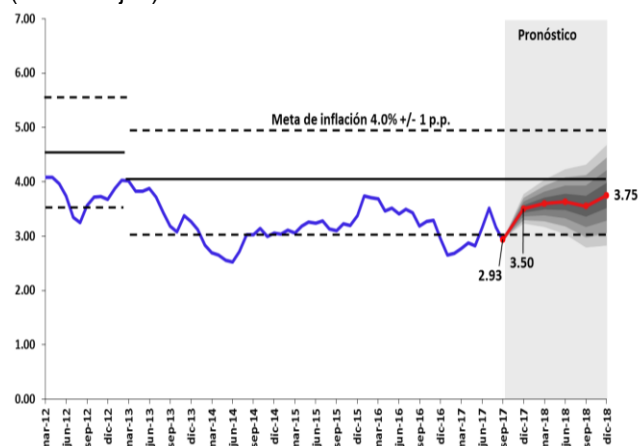


(1) Información observada a septiembre de 2017 y proyectada a diciembre de 2018.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 32

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(Porcentajes)



(1) Información observada a septiembre de 2017 y proyectada a diciembre de 2018.

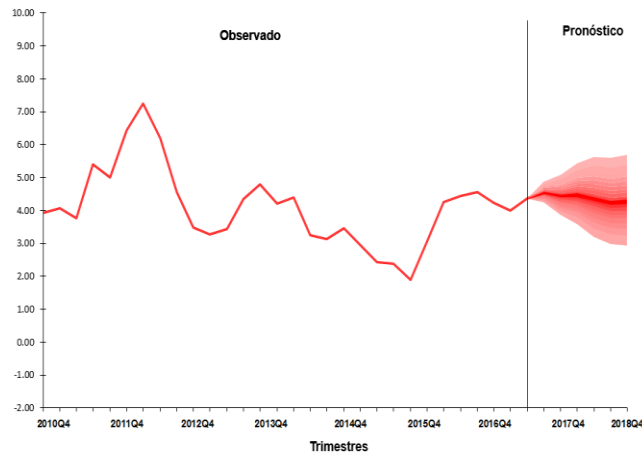
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y del Modelo Macroeconómico Estructural (MME). Dichos modelos, en el escenario base, incorporan medidas futuras de política monetaria y reflejan los eventos que se consideran con mayor probabilidad de ocurrencia.

Gráfica 33

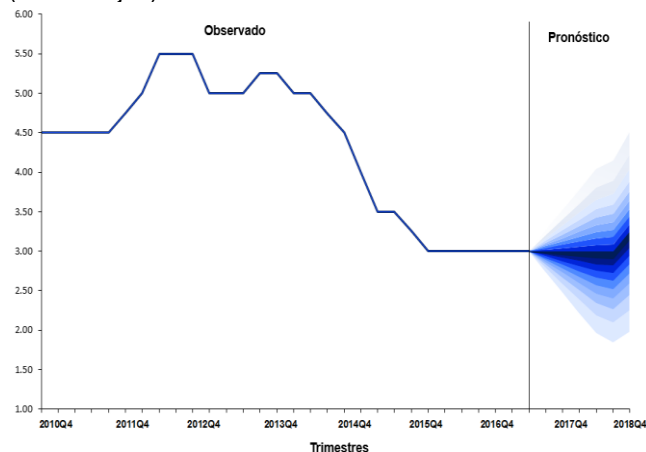
Pronóstico de Ritmo Inflacionario Total (1)
(Porcentajes)



(1) Con información observada a agosto de 2017 y pronosticada hasta diciembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 34

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



(1) Con información observada a agosto de 2017 y pronosticada hasta diciembre de 2018.
Fuente: Banco de Guatemala.

Para el pronóstico, se prevé que los factores desinflacionarios externos se desvanezcan en el horizonte de pronóstico, hasta convertirse en presiones inflacionarias; en tanto que el análisis de presiones inflacionarias de oferta y de demanda interna, sugiere presiones inflacionarias moderadas, tanto en 2017 como en 2018.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos, con datos a agosto, anticipan una trayectoria de inflación con

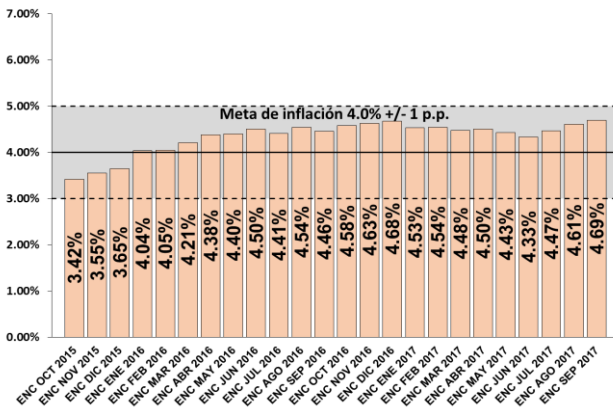
valores dentro de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo que la inflación se ubicaría a finales de 2017 y 2018 en 4.48% y 4.33%, respectivamente. Dichos pronósticos están condicionados a una trayectoria de tasa de interés líder de política monetaria congruente con el objetivo de mantener la inflación alrededor del valor puntual de la meta de inflación, que sugiere situar dicha tasa en 3.00% durante 2017, para luego ubicarla en 3.25% en el último trimestre de 2018.

c) Expectativas de inflación

En septiembre, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, revelan que las expectativas anticipan que la inflación, tanto para finales del presente año como para el siguiente, se ubicaría dentro del margen de tolerancia de la meta de mediano plazo. Según dicho panel de analistas, el ritmo inflacionario se ubicaría en 4.69% en diciembre de 2017 y en 4.63% en diciembre de 2018. Los principales factores que sustentan esas expectativas son: el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el tipo de cambio nominal, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria y las condiciones climáticas.

Gráfica 35

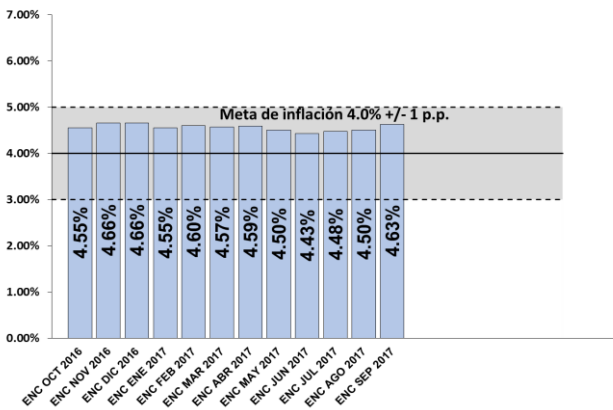
Expectativas de Inflación para Diciembre de 2017 (1)
(Porcentajes)



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 36

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



(1) Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

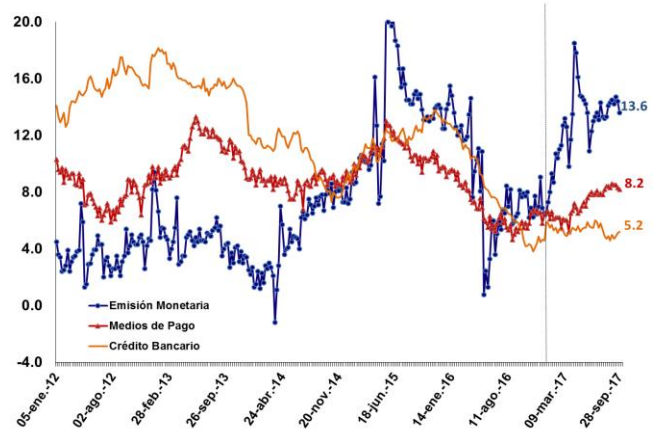
3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

Al 28 de septiembre, los principales agregados monetarios y de crédito, a excepción de la emisión monetaria, evidenciaron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación.

Gráfica 37

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



(1) Variación interanual observada al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

i) Emisión monetaria

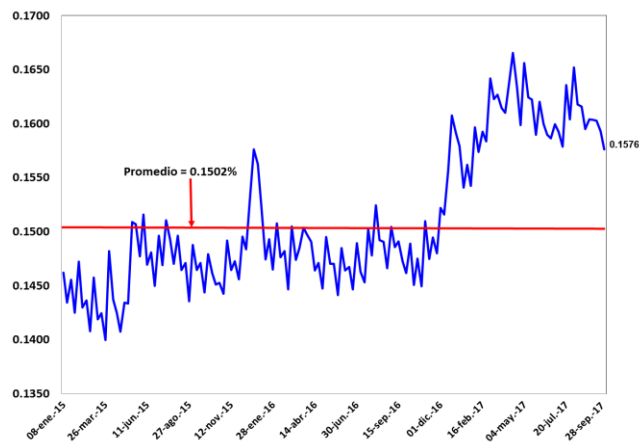
Durante el presente año, el ritmo de la emisión monetaria ha mostrado una tendencia al alza que alcanzó un máximo de 18.5% en abril y, aunque se ha moderado, continúa registrando un crecimiento superior a lo previsto. Dicho comportamiento puede ser analizado desde diferentes perspectivas, siendo una de ellas la descomposición de su demanda en un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a sus fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación; en un componente cíclico, asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo; y en un componente aleatorio, que refleja eventos no esperados. En cuanto al componente cíclico, a pesar que desde finales de enero ha mostrado niveles superiores a los estimados, en términos generales, se ha comportado de manera congruente con su estacionalidad.

Adicionalmente, el comportamiento de la emisión monetaria está relacionado a un incremento en la preferencia del público por billetes y monedas, medido por el coeficiente de preferencia de

liquidez²². Conviene mencionar que el incremento en el referido coeficiente (componente aleatorio), se asocia, entre otros factores, a la mayor disponibilidad de recursos de los agentes económicos derivado del dinamismo en el ingreso de divisas por remesas familiares. En efecto, en lo que va de 2017, el coeficiente de preferencia de liquidez se ubicó, en promedio, en 0.1605, superior al valor promedio observado en similar periodo de 2016 (0.1480).

Gráfica 38

Coeficiente de Preferencia de Liquidez (1)
(Porcentajes)



(1) Numerario en circulación/captaciones totales.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar el comportamiento de la emisión monetaria por componentes (numerario en circulación y caja de bancos), se observa que, al 28 de septiembre, el numerario en circulación creció 15.5% en términos interanuales, con una incidencia de 13.1 puntos porcentuales en el crecimiento interanual de la emisión monetaria (6.8 puntos porcentuales al 31 de diciembre de 2016); mientras que la caja de bancos registró un crecimiento interanual de 3.6% con una incidencia que pasó de -0.3 puntos porcentuales a finales del año

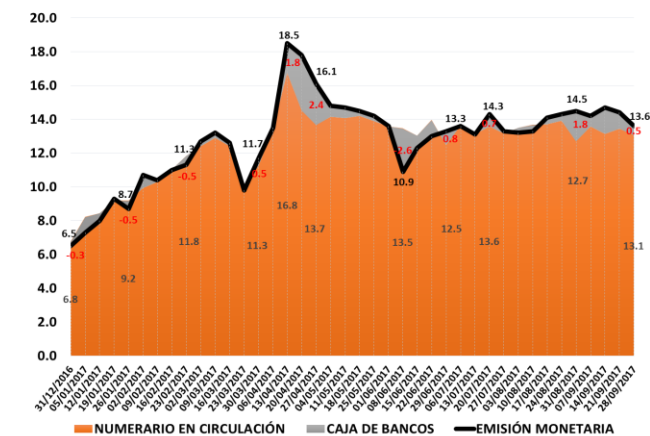
²² El coeficiente de preferencia de liquidez relaciona el numerario en circulación con las captaciones bancarias totales. Este es un indicador de la demanda de dinero en efectivo por parte de los agentes económicos para la realización de transacciones. Cuando dicho indicador aumenta, lo hace como consecuencia, normalmente, de cambios en el nivel de renta o en la tasa de interés, innovaciones financieras, expectativas del público, entre otros.

anterior a 0.5 puntos porcentuales al 28 de septiembre de 2017 (gráfica 39).

La inyección de liquidez generada por las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario²³, no ha tenido un efecto significativo en la demanda de emisión monetaria, dado que el excedente de liquidez ha sido neutralizado, principalmente, por el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria, por los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala y por el aumento del encaje bancario.

Gráfica 39

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



(1) Al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

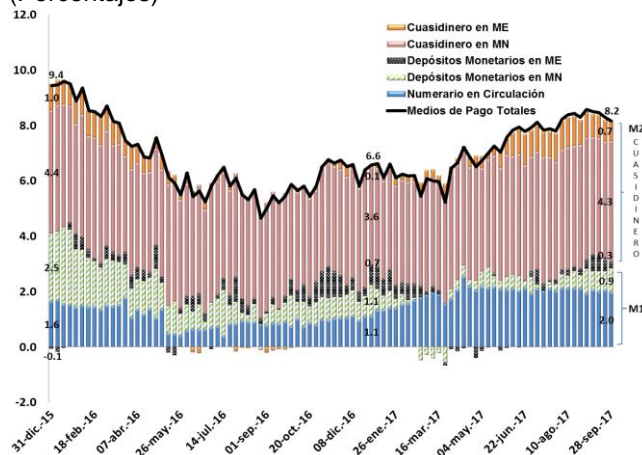
ii) Medios de pago

Los medios de pago (M2), al 28 de septiembre, registraron un crecimiento interanual de 8.2%, evidenciando una recuperación respecto del observado en diciembre de 2016 (6.6%), pero aún por debajo del registrado a diciembre de 2015 (9.4%). El crecimiento de los medios de pago en lo que va del año se explica por el dinamismo mostrado por el numerario en circulación y el cuasidinero tanto en moneda nacional como extranjera, comportamiento que ha sido moderado por una desaceleración en los depósitos monetarios.

²³ Al 28 de septiembre las compras netas en el SINEDI ascendieron a US\$1,907.4 millones equivalente a Q13,988.9 millones.

Al analizar por moneda, el crecimiento de M2 se asocia, principalmente, a los medios de pago en moneda nacional, los cuales representan 82.6% de dicho agregado y, en lo que va de 2017, estos muestran un crecimiento interanual promedio de 7.8%. Por su parte los medios de pago en moneda extranjera al 28 de septiembre registraron una variación interanual de 5.6% (4.4% en diciembre de 2016).

Gráfica 40
Medios de Pago Totales por Componente (1)
(Porcentajes)



(1) Con información al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Al analizar los componentes de los medios de pago, se observa que, en cuanto a los componentes del medio circulante (M1)²⁴, en el transcurso del año se ha dado un proceso de recomposición entre el numerario en circulación y los depósitos monetarios en moneda nacional, los cuales pasaron de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una incidencia de 0.9 puntos porcentuales al 28 de septiembre. Por su parte, el numerario en circulación pasó de una incidencia de 1.1 puntos porcentuales al finalizar 2016, a una de 2.0 puntos porcentuales al 28 de septiembre. En términos agregados, el M1 ha reflejado un crecimiento moderado

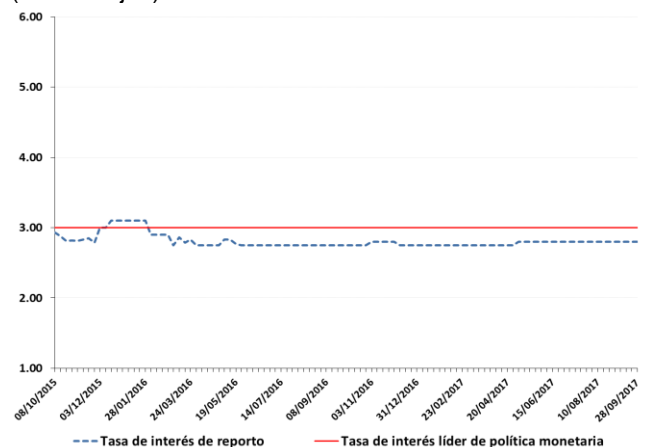
²⁴ Corresponde a la definición de oferta monetaria en sentido restringido, posee una alta liquidez y una mayor naturaleza transaccional.

(8.0% al 28 de septiembre) mientras que el cuasidinero²⁵, tanto en moneda nacional como extranjera, ha reflejado un crecimiento más dinámico a la misma fecha (9.3% y 8.0%, respectivamente).

En adición, los niveles de liquidez de corto plazo del sistema bancario (depósitos a un día plazo y posición neta de encaje), han permanecido altos al ubicarse en promedio del 31 de diciembre de 2016 al 28 de septiembre de 2017 en Q4,814.4 millones.

Los altos niveles de liquidez de corto plazo explican el comportamiento de la tasa de interés para operaciones de reporto a un día que, en lo que va del año, se ubica aproximadamente 20 puntos básicos por debajo del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, en promedio, alrededor de 2.80%, como se aprecia en la gráfica siguiente.

Gráfica 41
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a 1 Día
y Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1)
(Porcentajes)



(1) Con información al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Considerando que la liquidez de corto plazo del sistema bancario se mantiene en niveles altos, como lo evidencia el comportamiento de las tasas de interés de corto y largo plazo y que la razón medios de pago/PIB continúa ubicándose en alrededor de 39.9%, se estima que el crecimiento actual de los

²⁵ Integrado por los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo y los bonos bancarios.

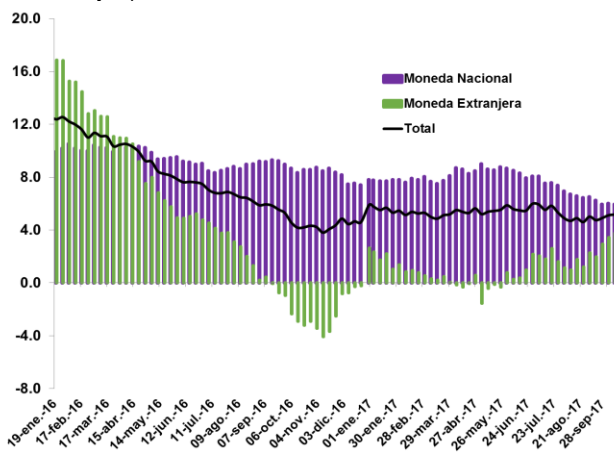
medios de pago totales guarda consistencia con las condiciones económicas prevalecientes.

iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 28 de septiembre registró un crecimiento interanual de 5.2%, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional (5.9%), ya que el crédito en moneda extranjera ha crecido únicamente 3.8%.

Gráfica 42

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



(1) Con información al 28 de septiembre de 2017. Fuente: Banco de Guatemala.

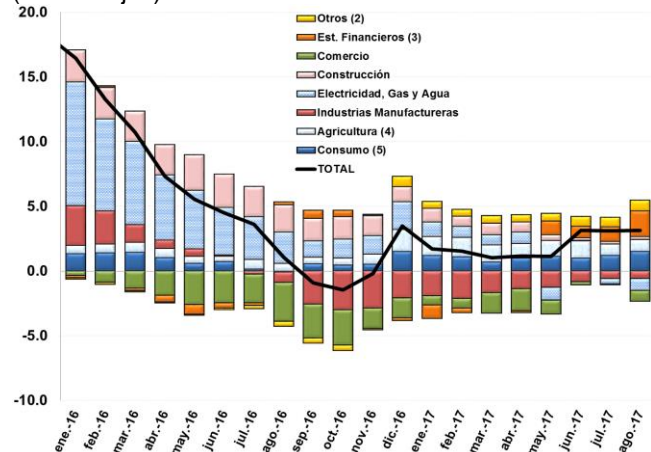
El crédito al sector privado en moneda nacional, en lo que va del año evidencia un ritmo de crecimiento estable (7.7% en promedio), explicado principalmente por el dinamismo del crédito destinado al consumo y al sector empresarial mayor, que en conjunto representan 78.9% del total de la cartera en dicha moneda. En efecto, al 28 de septiembre, el crédito al consumo en moneda nacional creció 5.9%, en tanto que el crédito al sector empresarial mayor aumentó 10.0%, asociado, entre otros factores, al mejor desempeño del crédito para el sector de industria manufacturera, el cual a agosto mostró una tasa de crecimiento de 19.7%.

Por su parte, el crédito en moneda extranjera sigue siendo débil al 28 de septiembre, dado

que creció 3.8%, principalmente por la desaceleración de los préstamos destinados al sector empresarial (que representan alrededor del 94.4% del financiamiento concedido en dicha moneda), la cual como se ha indicado en informes anteriores obedece a factores de oferta y de demanda²⁶.

Gráfica 43

Crédito al Sector Privado en Moneda Extranjera Incidencias por Actividad Económica (1) (Porcentajes)



(1) Con información a agosto de 2017.

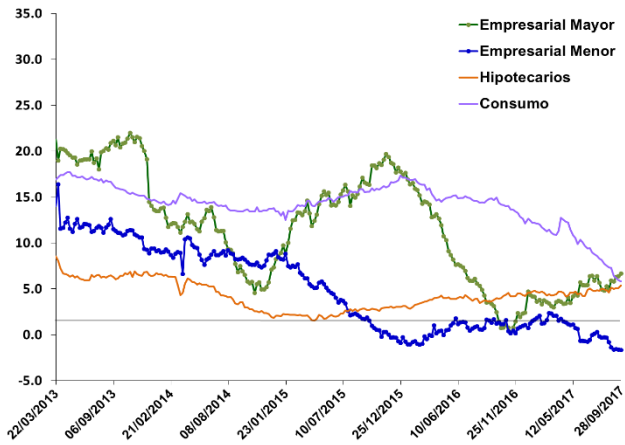
- (2) Incluye Explotación de minas y canteras, Transporte y almacenamiento y Servicios comunales, sociales y personales.
 - (3) Incluye Bienes inmuebles y Servicios prestados a las empresas.
 - (4) Incluye Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca.
 - (5) Incluye Transferencias y Otras actividades no especificadas.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

Al analizar el crédito al sector privado total (moneda nacional y moneda extranjera) por tipo de deudor destaca, en el transcurso de 2017, una tendencia al alza en el crédito al sector empresarial mayor, un comportamiento estable para el hipotecario y una desaceleración del crédito para el consumo y para el empresarial menor.

²⁶ En el Informe de Política Monetaria a Septiembre de 2016, se incluye un análisis amplio sobre los factores que han determinado el comportamiento del crédito en moneda extranjera.

Gráfica 44

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



(1) Con información al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

La cartera crediticia total, desde la perspectiva de la actividad económica, muestra que los sectores económicos que explican la evolución del crédito son, en orden de incidencia, consumo (con una variación interanual de 8.4%), establecimientos financieros, bienes inmuebles, servicios prestados a las empresas (13.5%) e industrias manufactureras (3.7%).

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

b) Tasas de interés

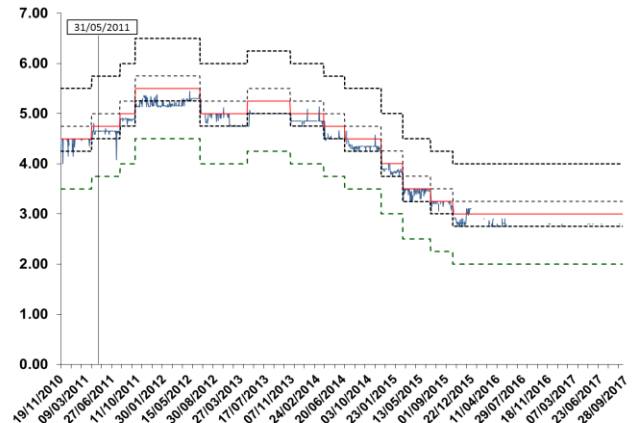
i) De corto plazo

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

constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

Gráfica 45

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



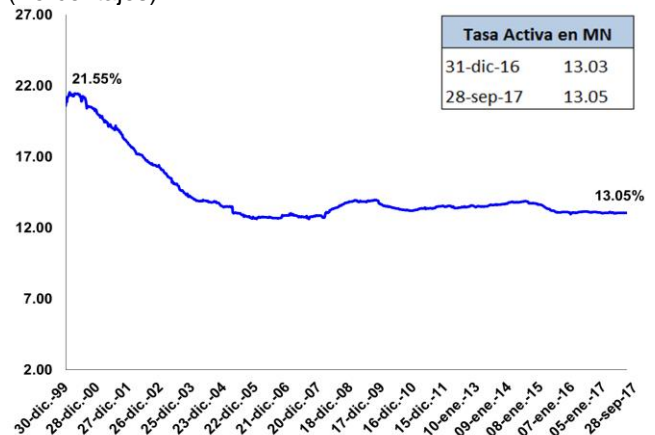
(1) Con información al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

ii) De largo plazo

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

Gráfica 46

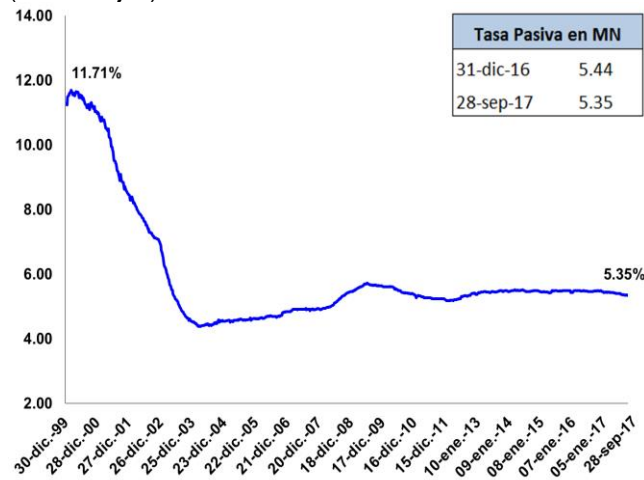
Tasa de Interés Activa (1)
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 28 de septiembre de 2017.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 47

Tasa de Interés Pasiva (1)
(Porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 28 de septiembre de 2017.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

La tasa de interés activa (promedio ponderado) en moneda nacional, aumentó dos puntos básicos, al pasar de 13.03% en diciembre de 2016 a 13.05% al 28 de septiembre de 2017 (gráfica 46). En lo que respecta a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, esta se situó en 5.35% (gráfica 47), menor en nueve puntos básicos al valor observado a diciembre de 2016 (5.44%).

c) Tipo de cambio real de equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos; es decir, que la diferencia entre los valores observados del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) y del TCRE, es poco relevante. En efecto, al segundo trimestre de 2017, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra relativamente cercano a su nivel de equilibrio. Los

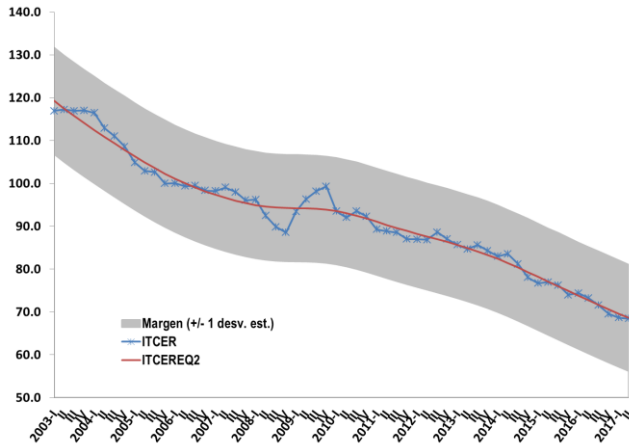
modelos 1 y 2²⁷ estiman una leve sobreapreciación entre 0.20% y 0.13% (gráfica 50), dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar; mientras que el modelo 3 registra una sobredepreciación de 9.91% (gráfica 51), como consecuencia, fundamentalmente, de la considerable mejora en el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos²⁸. Cabe indicar que en línea con el modelo utilizado por el Fondo Monetario Internacional, este modelo toma en cuenta dos umbrales, el primero de +/- 5 puntos porcentuales y, el segundo de +/- 10 puntos porcentuales. Un valor dentro del primer umbral sería indicativo de un ITCER en equilibrio. Por su parte, cuando el indicador se encuentra entre el primero y el segundo umbrales, sería indicativo de un ITCER ligeramente sobreapreciado o sobredepreciado (para el caso de la presente estimación, el ITCER estaría ligeramente sobredepreciado). En cambio, un valor por arriba del segundo umbral evidenciaría un ITCER sobreapreciado y un valor por debajo del segundo umbral sería indicativo de un ITCER sobredepreciado.

²⁷ El modelo 1 se basa en la metodología determinada para Guatemala por el profesor Sebastián Edwards y utiliza datos históricos para estimar una ecuación del tipo de cambio real de equilibrio. El modelo 2 utiliza una estimación de vectores autorregresivos con variables, como el crédito bancario al sector privado, las remesas familiares y el PIB. El modelo 3 es un modelo de balance macroeconómico y toma en cuenta las variables siguientes: cuenta corriente, tipo de cambio real y PIB.

²⁸ El comportamiento a la baja que registraron los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2013, al igual que el comportamiento al alza del flujo de remesas familiares al país durante 2015 y 2016, son los aspectos fundamentales que explican la reducción que se observó en el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en 2016 se convirtió en superavitario. Un análisis detallado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aparece en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2016.

Gráfica 48

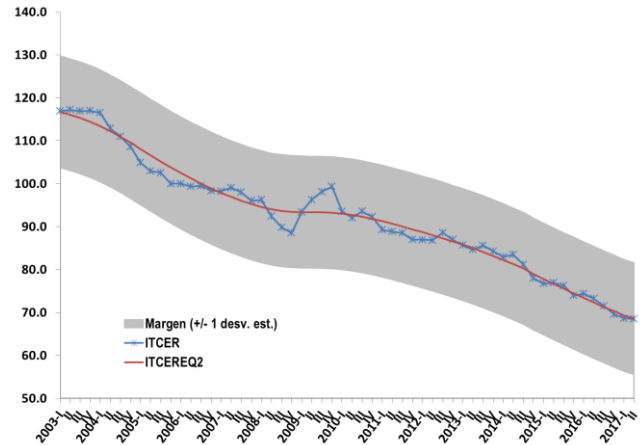
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(Índice)



(1) Con información a junio de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 49

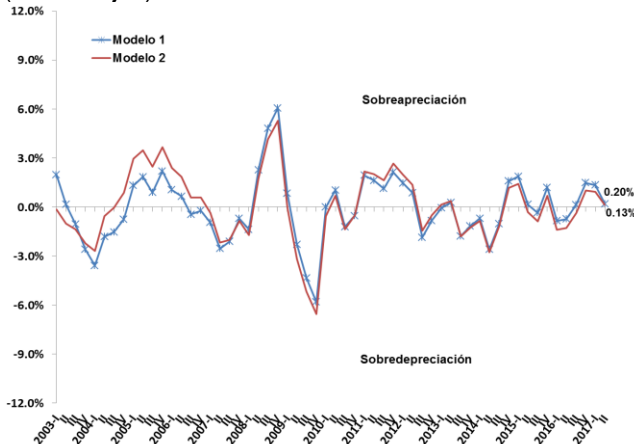
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2(1)
(Índice)



(1) Con información a junio de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 50

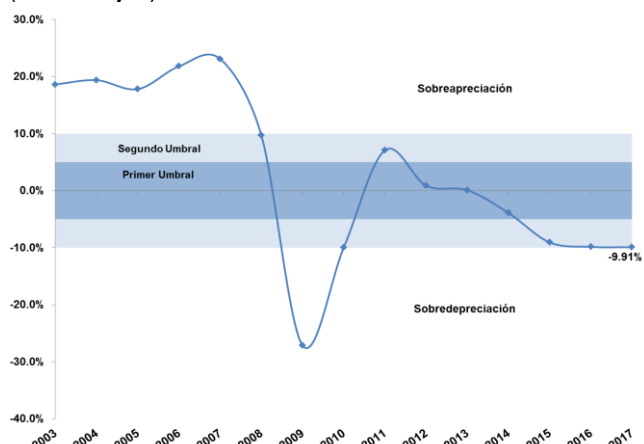
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(Porcentajes)



(1) Con información a junio de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 51

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a junio de 2017.
Fuente: Banco de Guatemala.

d) Tasa de interés real neutral²⁹

La tasa de interés real neutral (TIRN) se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias (deflacionarias)³⁰. Por su parte, el indicador de la posición de la política monetaria,

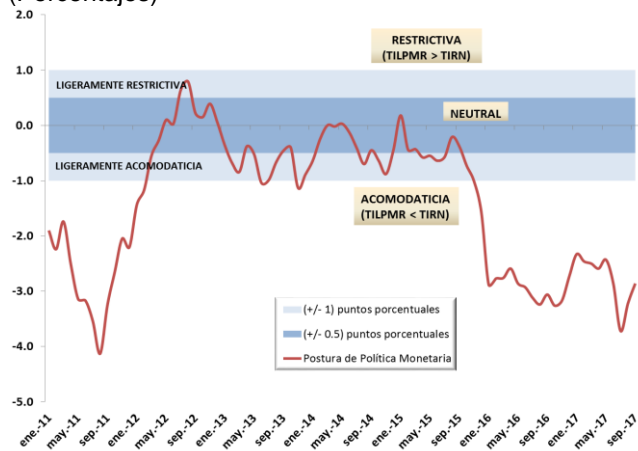
definido como la diferencia entre la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales (TILPM) y la TIRN, señalaría la postura de la política monetaria, es decir, si la TILPM es mayor a la TIRN, el indicador sería interpretado como la adopción de una política monetaria restrictiva, mientras que si la TILPM es menor a la TIRN, sería la señal de una política monetaria acomodaticia. En este sentido, con información a septiembre de 2017, este indicador sugiere que la posición de la política monetaria es acomodaticia.

²⁹ Un mayor detalle sobre esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

³⁰ De acuerdo a las estimaciones realizadas por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real neutral para la economía guatemalteca se ubicaría alrededor de 1.5%.

Gráfica 52

Postura de la Política Monetaria (1) (Porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2017.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

e) Índice de condiciones monetarias³¹

El índice de condiciones monetarias (ICM)

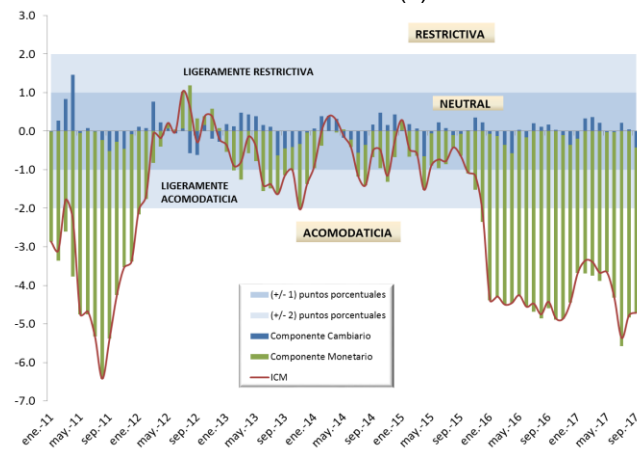
es un indicador calculado como la suma de las desviaciones, con respecto a su nivel de largo plazo, del tipo de cambio (real o nominal) y de la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales. Este indicador recoge el comportamiento de variables internas y externas de la economía, cuyo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

³¹ Un mayor detalle de esta variable informativa puede encontrarse en la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a noviembre de 2014, y Perspectivas Económicas para 2015.

contexto, con información a septiembre de 2017, el indicador se ubica en la región de condiciones monetarias acomodaticias.

Gráfica 53

Índice de Condiciones Monetarias (1)



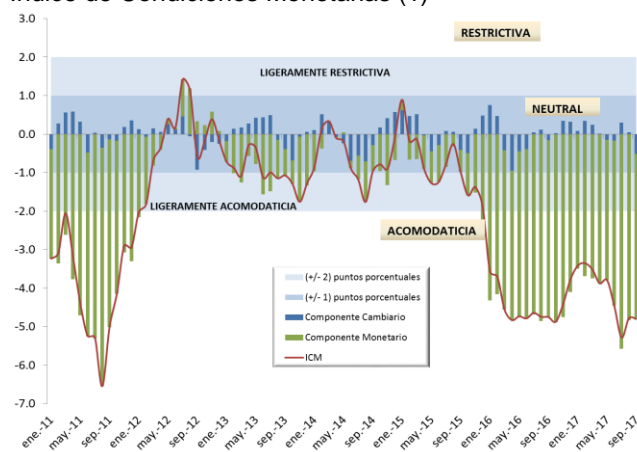
(1) Utilizando el tipo de cambio nominal. Con información a septiembre de 2017.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 54

Índice de Condiciones Monetarias (1)



(1) Utilizando el tipo de cambio real. Con información a septiembre de 2017.

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

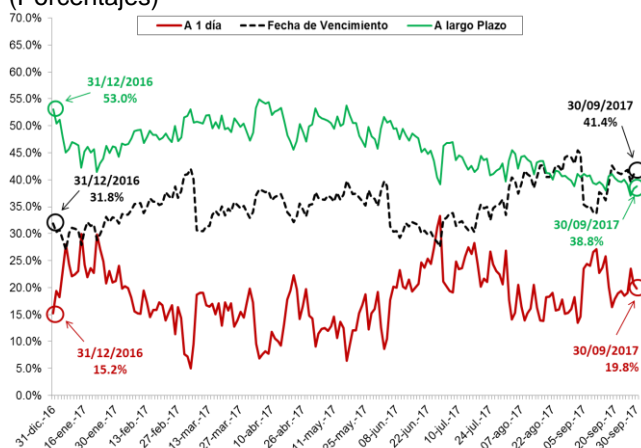
Fuente: Banco de Guatemala.

D. OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA (OEM)

En adición a la tasa de interés líder, el Banco de Guatemala, conforme a la ley y a la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente, dispone de las operaciones de estabilización monetaria (OEM) como instrumento para moderar la liquidez primaria. En el periodo bajo análisis se observaron excedentes de liquidez asociados, principalmente, a la monetización externa derivada de las participaciones del Banco Central en el mercado cambiario; al 30 de septiembre, las referidas operaciones crecieron Q8,766.3 millones. Cabe indicar que al finalizar 2016, el 15.2% de las OEM estaba colocado a un día, en tanto que al 30 de septiembre la referida proporción aumentó a 19.8%. Por su parte, la proporción de OEM colocada por fechas de vencimiento, pasó de 31.8% en diciembre de 2016 a 41.4% al 30 de septiembre de 2017, en tanto que el porcentaje de OEM colocado a largo plazo disminuyó en 14.2 puntos porcentuales (de 53.0% en 2016 a 38.8% en 2017). El costo derivado de las respectivas operaciones monetarias equivale a 0.2% del PIB.

Gráfica 55

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



(1) Participación porcentual por estructura de plazos. Al 30 de septiembre de 2017.

Fuente: Banco de Guatemala.

E. FINANZAS PÚBLICAS

Según el presupuesto aprobado para el presente año, la política fiscal se había propuesto dar un impulso a la demanda agregada mediante la elevación del déficit fiscal (de 1.1% a 1.9% del PIB), sustentado en una expansión al gasto público, manteniendo la congruencia con la sostenibilidad de la deuda pública. A septiembre, los ingresos han evolucionado cercanamente a lo previsto, no obstante, el efecto temporal de la exoneración de multas empezó a moderarse en el último mes, por lo que la brecha de recaudación tributaria se amplió; en tanto que el crecimiento del gasto público, que fue dinámico en el segundo trimestre, se moderó nuevamente en el tercer trimestre, por lo que el grado de ejecución presupuestaria se ubica por debajo de lo registrado en el mismo periodo de años anteriores, razón por la cual el pretendido estímulo fiscal estaría disipándose al evolucionar el gasto público por debajo de lo previsto, lo que implica una estimación de déficit fiscal menor a la esperada.

Por el lado de los ingresos, la vigencia del Acuerdo Gubernativo Número 82-2017, mediante el cual se otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes, ayudó a reducir la brecha de recaudación tributaria³², particularmente en el primer mes de vigencia. En lo que respecta a los gastos, a pesar de la disponibilidad de recursos de la caja fiscal y de una mejor programación financiera, la baja ejecución de algunas entidades debido a los retrasos en los procesos de adquisición y contratación de insumos; en la construcción y mantenimiento de la red vial; así como, la escasa ejecución del financiamiento proveniente de préstamos externos (7.8% al tercer trimestre), moderaron la expansión del gasto público.

³² Dicho Acuerdo, vigente a partir del 20 de mayo de 2017, otorgó la exoneración de multas, mora, intereses o recargos a los contribuyentes que paguen el 100% de los impuestos adeudados, por los períodos impositivos terminados antes del 1 de enero de 2017. La exoneración será de 100%, 95% y 90% si el pago del impuesto se realiza dentro del primer, segundo y tercer mes de vigencia, respectivamente. Mediante Acuerdo Gubernativo Número 182-2017 se prorrogó la vigencia de la exoneración hasta el 19 de septiembre de 2017.

En el contexto anterior, el Ministerio de Finanzas Públicas estima que al final del año los ingresos tributarios y los gastos totales crecerían 7.2% y 10.4%, respectivamente. Con relación al PIB, los ingresos tributarios se ubicarían en 10.4%, el gasto público total en 12.5% y, por tanto, el déficit fiscal en 1.5%.

Por otra parte, el presupuesto aprobado para este año incluye la previsión presupuestaria para restituir parcialmente las deficiencias netas del Banco de Guatemala, correspondientes al ejercicio contable 2015, por Q646.0 millones; sin embargo, la ley del presupuesto para este año, aprobada por el Congreso de la República, otorga la facultad al Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) de cambiar el destino de los recursos, como ha sucedido en años anteriores. Como se ha indicado recurrentemente, la absorción del costo de ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte del gobierno central coadyuva al cumplimiento de la meta de inflación y, por tanto, contribuye al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, por lo que utilizar las deficiencias netas que corresponden al Banco Central para expandir el gasto, resulta perjudicial para el mantenimiento de la referida estabilidad, la cual se considera un activo del país, valorado no solo por la sociedad guatemalteca, sino también por los organismos financieros internacionales y las empresas calificadoras de riesgo.

1. Ingresos

Al 30 de septiembre de 2017, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 4.4% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 5.0% que registraron los ingresos tributarios (94.8% de los ingresos totales) en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) registraron una reducción de 6.6%, respecto de lo observado en 2016.

La vigencia del Acuerdo Gubernativo 82-2017 (exoneración de multas) aportó ingresos extraordinarios al 30 de septiembre por Q1,243.9 millones (2.9% de lo recaudado), en tanto que al mismo período del año anterior, las acciones judiciales promovidas por la

administración tributaria permitieron una recaudación extraordinaria de Q1,673.3 millones (4.2% de lo recaudado).

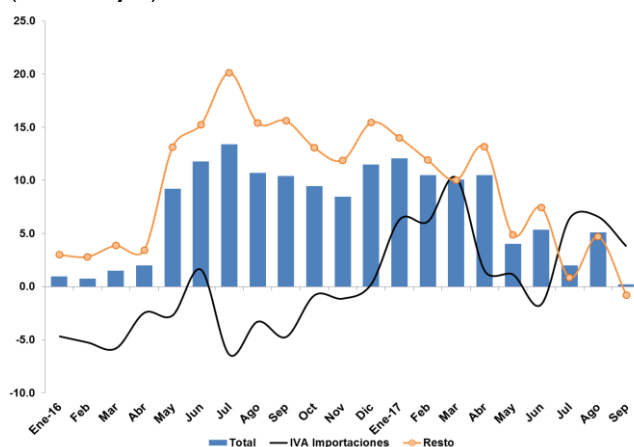
Los impuestos directos crecieron 3.3%, dentro de estos, el Impuesto Sobre la Renta creció 2.0% y el Impuesto de Solidaridad 7.5%. En lo que respecta a los impuestos indirectos, estos aumentaron 6.0%, destacando el Impuesto al Valor Agregado (IVA), que creció 6.7% (el IVA doméstico 9.5% y el IVA importaciones 3.9%); por otra parte, los derechos arancelarios aumentaron 4.1% y el impuesto sobre derivados del petróleo 2.4% (ver gráfica 56).

Según las autoridades tributarias, un factor que afectó la recaudación de impuestos asociados a las importaciones fue la apreciación del tipo de cambio nominal; sin embargo, el valor de las importaciones de bienes de territorio aduanero registraron un crecimiento acumulado a agosto de 9.0% y, en particular, las de combustibles y lubricantes aumentaron 30.3%, comportamiento más dinámico al previsto en el presupuesto aprobado (crecimiento de 4.5%), lo que debiera haber compensado el efecto adverso de la apreciación cambiaria³³.

³³ Por otra parte, cabe agregar que la apreciación del tipo de cambio nominal permitió economías presupuestarias en el pago del servicio de la deuda pública expresada en moneda extranjera y en la adquisición de bienes y servicios de origen importado; asimismo, contribuyó a reducir el indicador del saldo de la deuda pública externa como porcentaje del PIB.

Gráfica 56

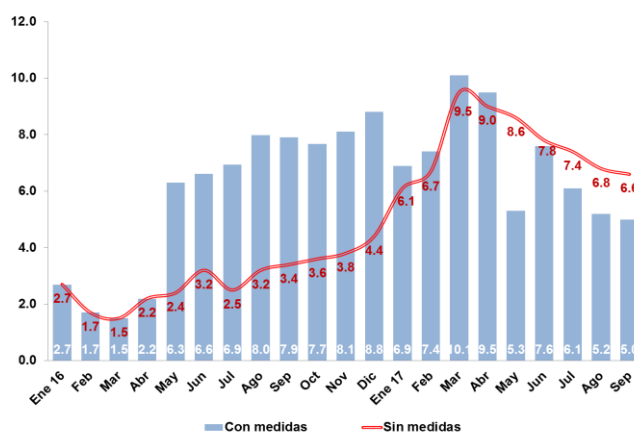
Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2016-2017
(Porcentajes)



(1) Variación interanual media móvil de tres meses.
(2) Cifras preliminares a septiembre de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Gráfica 57

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2016-2017
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada.
(2) Cifras preliminares a septiembre de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Respecto al cumplimiento de la meta de recaudación tributaria, según el MFP, al 30 de septiembre de 2017, los ingresos tributarios alcanzaron un monto de Q42,202.8 millones, equivalente a 97.8% de la meta para dicho periodo (Q43,149.1 millones), generando una brecha de recaudación negativa, de Q946.4 millones (2.2%).

2. Gastos

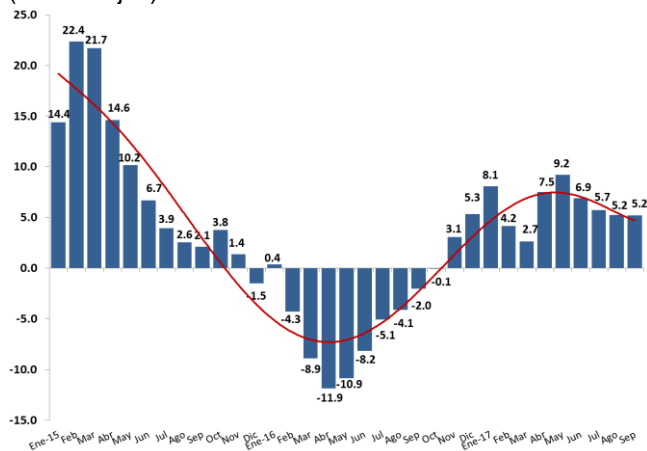
Al 30 de septiembre de 2017, el gasto público aumentó 5.2%, respecto de similar período del año anterior, apoyado por el aumento en la disponibilidad de recursos en la caja fiscal del gobierno, así como por una mejora en la programación, derivado de la aprobación de cuotas financieras cuatrimestrales; en contraste, el mismo fue moderado por la baja ejecución en algunas entidades de gobierno que han enfrentado limitaciones para el cumplimiento de las normas presupuestarias, así como por la baja ejecución del gasto financiado con préstamos externos. Como resultado, el grado de ejecución presupuestaria fue inferior al observado el año previo.

Los gastos de funcionamiento aumentaron 3.7% y los de capital 13.3%, respecto del mismo periodo del año anterior. En lo que respecta a los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes crecieron 10.7%, destacando los mayores recursos destinados hacia las pensiones y jubilaciones, al Instituto Nacional de Electrificación, a las entidades autónomas y a las entidades del sector justicia, entre otras; incremento que fue compensado, parcialmente, por la reducción en los gastos de bienes y servicios (8.5%). Por su parte, el gasto de capital, aunque muestra un mayor dinamismo dicho comportamiento se debe a la baja ejecución registrada el año previo.

A nivel institucional, la ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 62.3%, inferior a la registrada en 2016 (64.5%). Los mayores porcentajes de ejecución se observaron en las Obligaciones del Estado a Cargo del Tesoro (67.6%), en el Ministerio de Educación (67.1%) y en el Servicio de la Deuda Pública (66.1%); en tanto que dentro de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (35.5%) y el Ministerio de Desarrollo Social (24.8%).

Gráfica 58

Gasto Público y Tendencia (1) (2)
Años: 2016-2017
(Porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada y tendencia.
(2) Cifras preliminares a septiembre de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre los ingresos y el gasto público, al 30 de septiembre, resultó en un déficit fiscal de Q1,592.9 millones (0.3% del PIB), mayor al registrado en el mismo período del año anterior (Q1,177.3 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue positivo en Q1,604.3 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q204.9 millones, colocación de bonos del tesoro en el mercado internacional por Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) y amortizaciones de préstamos por Q2,278.5 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, este ascendió a Q4,714.6 millones, como resultado de negociaciones de bonos del tesoro por Q6,562.3 millones, vencimientos por Q1,981.1 millones y primas netas por colocación de deuda interna por Q133.4 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q4,726.0 millones.

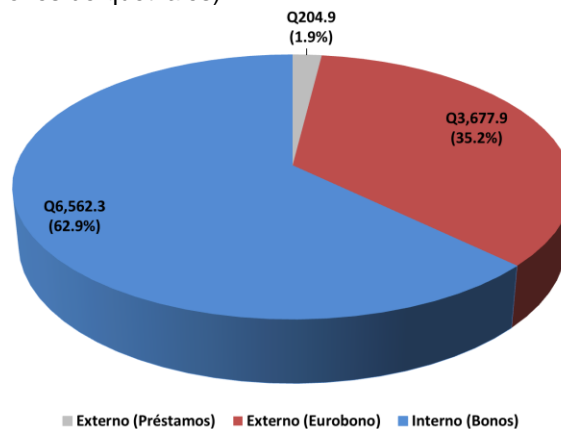
Para el ejercicio fiscal 2017 se autorizó un monto de Bonos del Tesoro de Q13,150.3 millones, de los cuales Q10,863.5 millones corresponden a la nueva emisión y Q2,286.8 millones al *roll-over*. Al 30 de septiembre, se había colocado el 77.9% del monto

autorizado, Q3,677.9 millones (US\$500.0 millones) en el mercado internacional a 10 años plazo con tasa de interés de cupón 4.375% y tasa de rendimiento 4.50%; asimismo, se colocaron Q6,562.3 millones en el mercado local, con fechas de vencimiento 26/07/2022, 15/12/2027, 02/08/2029 y 27/04/2032 a tasas de rendimiento promedio ponderado de 5.50%, 6.89%, 6.95% y 7.10%, respectivamente.

Al 30 de septiembre, el saldo de la deuda pública interna se ubicó en Q70,223.1 millones, mayor en Q4,581.3 millones respecto al 31 de diciembre de 2016 (Q65,641.8 millones); mientras que el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$8,243.0 millones, mayor en US\$227.5 millones respecto del registrado a finales de 2016 (US\$8,015.5 millones).

Gráfica 59

Ingresos por Endeudamiento Interno y Externo (1)
Año: 2017
(Millones de quetzales)



(1) Cifras al 30 de septiembre de 2017.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Cuadro 3

Gobierno Central
Ejecución Presupuestaria a Septiembre (1)
Años: 2016-2017
(Millones de quetzales)

Concepto	2016	2017 ^{p/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	42,660.5	44,516.6	1,856.0	4.4
A. Ingresos (1+2)	42,619.1	44,464.8	1,845.7	4.3
1. Ingresos Corrientes	42,616.0	44,462.1	1,846.1	4.3
a. Tributarios	40,183.6	42,202.8	2,019.2	5.0
b. No Tributarios	2,432.4	2,259.3	-173.0	-7.1
2. Ingresos de Capital	3.2	2.7	-0.5	-15.4
B. Donaciones	41.4	51.8	10.4	25.1
II. Total de Gastos	43,837.9	46,109.5	2,271.6	5.2
A. De Funcionamiento	37,183.7	38,571.1	1,387.3	3.7
B. De Capital	6,654.1	7,538.4	884.3	13.3
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-1,177.3	-1,592.9	-415.6	35.3
(-) Déficit				
IV. Financiamiento Total	1,177.3	1,592.9	415.6	35.3
A. Interno	2,893.4	4,714.6	1,821.2	62.9
B. Externo	3,758.3	1,604.3	-2,154.0	-57.3
C. Variación de Caja	-5,474.3	-4,726.0	748.4	-13.7
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	7.7	7.5		
Superávit ó Déficit / PIB	-0.2	-0.3		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

El Producto Interno Bruto mostró una moderación en el segundo trimestre de 2017, al observar una tasa de crecimiento interanual de 2.3%, inferior tanto a la registrada en el trimestre previo (3.0%), como a la observada en mismo trimestre del año anterior (3.7%).

Medida por el origen de la producción, la referida desaceleración es reflejo de las caídas que mostraron las actividades de industrias manufactureras; explotación de minas y canteras; y de administración pública y defensa; no obstante, dichas reducciones fueron compensadas por tasas de crecimiento positivas en el resto de actividades económicas, destacando servicios privados; comercio al por mayor y al por menor; transporte, almacenamiento y comunicaciones; construcción; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

En el desempeño de la industria manufacturera incidió la reducción observada en la producción de alimentos, bebidas y tabaco, influenciado por una menor producción de azúcar, según datos publicados por el Centro Guatemalteco de Investigación y Capacitación de la Caña (CENGICAÑA). Asimismo, las actividades dedicadas a la fabricación de productos textiles y prendas de vestir, registraron una contracción, como resultado de una menor demanda por parte de Estados Unidos de América, principal destino de estos productos.

El comportamiento observado en la actividad de explotación de minas y canteras se explica, principalmente, por la caída en los niveles de extracción de minerales metálicos, particularmente de plata, plomo y zinc, asociada al cierre programado de operaciones de la Mina Marlin, principal empresa extractora de oro, aunado a la suspensión temporal de la licencia de explotación de Minera San Rafael, en la primera semana de junio de 2017. Por su parte, la extracción de piedra, arena y arcilla, registró un comportamiento congruente

con la evolución de la actividad construcción, principal demandante de estos productos.

La actividad de administración pública y defensa, aunque se contrajo en el segundo trimestre, la reducción fue menor a la observada en el trimestre previo. El comportamiento de esta actividad económica continúa estando influenciado por la baja ejecución presupuestaria en los renglones de remuneraciones del Gobierno Central, principalmente, en las actividades de enseñanza y hospitales, que forman parte del presupuesto que ejecutan los ministerios de Educación y Salud Pública y Asistencia Social. Asimismo, en la moderación del gasto público continúan ejerciendo un efecto importante los atrasos en los procesos de adquisición y contratación de insumos, así como a la escasa ejecución del financiamiento proveniente de préstamos externos. En cuanto al comportamiento del gasto de capital, destaca la baja ejecución en infraestructura a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda, lo cual disminuyó el aporte de la inversión pública al crecimiento económico en el segundo trimestre.

Por otra parte, el comportamiento positivo de los servicios privados, estuvo influenciado por el desempeño favorable que mostraron las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, como consecuencia del crecimiento en la demanda intermedia por parte del comercio al por mayor y al por menor, de telecomunicaciones y de la intermediación financiera, principales demandantes de dichos de servicios. En lo correspondiente al desempeño de las actividades de hoteles y restaurantes, este se asoció al mayor número de turistas que ingresaron al país en el segundo trimestre del año, lo que impulsó la demanda final de servicios de comida. Por su parte, el mayor dinamismo de la actividad de mantenimiento y reparación de vehículos, se explica por el incremento en el parque

vehicular, particularmente por la mayor importación de vehículos usados, situación que también se reflejó en el aumento del consumo de gasolineras.

El resultado del comercio al por mayor y al por menor estuvo influenciado por el incremento del volumen de bienes comercializados en la economía, tanto de origen nacional como importado, entre los que destacan los vehículos automotores, combustibles y lubricantes, alimentos, productos básicos de hierro y acero, abonos y plaguicidas, aparatos y equipo de uso domésticos, entre otros.

El desempeño de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones, estuvo influenciado, fundamentalmente, por el crecimiento de la actividad de telecomunicaciones, debido al aumento de suscriptores de telefonía móvil y a la mayor demanda de servicios de datos. Por su parte, el mayor dinamismo en las actividades de transporte vía terrestre y las complementarias al transporte, se explicó por el incremento en la demanda intermedia de estos servicios por parte de las actividades agrícolas e industriales, así como el aumento del volumen de mercadería embarcada y desembarcada en los puertos nacionales.

En la evolución de la actividad de construcción, influyó el crecimiento de la construcción informal de edificaciones residenciales, lo que se reflejó en una mayor demanda de bienes manufacturados. En efecto, tanto la fabricación de productos de arcilla, de cerámica refractaria y no refractaria para uso estructural y no estructural, así como la fabricación metales comunes y la fabricación de cemento, cal y yeso, registraron incrementos durante el trimestre. En lo relativo a la construcción de obras de ingeniería civil, estas fueron impulsadas por la continuidad de los trabajos de construcción de la carretera CA-9 Norte.

Finalmente, el comportamiento de la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, se explica, principalmente, por el dinamismo observado en los cultivos no tradicionales, particularmente, de palma africana, hortalizas y frutas. En el caso de los cultivos

tradicionales, destaca el crecimiento de la producción de banano, derivado de la ampliación de áreas destinadas al cultivo; así como la producción de café, debido a la renovación del parque cafetalero, posterior a los efectos de la plaga de la roya que afectó la producción en los últimos años.

Cuadro A1.1Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2) (3)
(Porcentajes)

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2016				2017	
		I	II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	12.4	2.2	3.1	3.5	3.3	2.1	2.0
Explotación de Minas y Canteras	0.8	-7.9	-6.6	-18.0	-10.3	-7.6	-0.2
Industria Manufacturera	17.7	2.1	4.2	2.9	5.0	3.1	-0.7
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	3.0	5.1	9.4	4.5	2.3	6.7	2.0
Construcción	2.5	2.8	2.4	0.4	1.8	2.4	2.6
Comercio al por mayor y al por menor	12.1	4.7	4.5	2.7	2.6	5.0	3.7
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.9	3.1	3.0	2.3	2.6	3.6	3.2
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	6.2	12.6	7.3	8.4	4.1	2.2	3.9
Alquiler de Vivienda	9.9	3.1	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0
Servicios Privados	15.7	3.0	2.7	3.0	3.5	3.4	3.8
Administración Pública y Defensa	7.6	2.7	3.0	2.0	1.0	-1.3	-0.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		2.9	3.7	2.6	3.0	3.0	2.3

(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.

II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al segundo trimestre de 2017, se observó una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.2%, ligeramente inferior a la del trimestre previo (3.4%). El comportamiento del consumo privado, reflejó el incremento en el consumo de bienes y servicios por parte de los hogares, asociado, principalmente, al crecimiento del ingreso de divisas por remesas familiares, al crecimiento de la cartera de crédito para consumo del sistema bancario y al incremento registrado en los niveles de salarios y en el número de trabajadores reportados en las estadísticas de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS). Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un aumento de 0.2%, limitado, como se indicó, por los

continuos problemas en la adquisición de bienes y servicios por parte de la Administración Central, particularmente, los relacionados con servicios médico sanitarios, útiles médico quirúrgicos, impresión y encuadernación, primas de seguro y fianzas, servicios económicos, contables y de auditoría, entre otros.

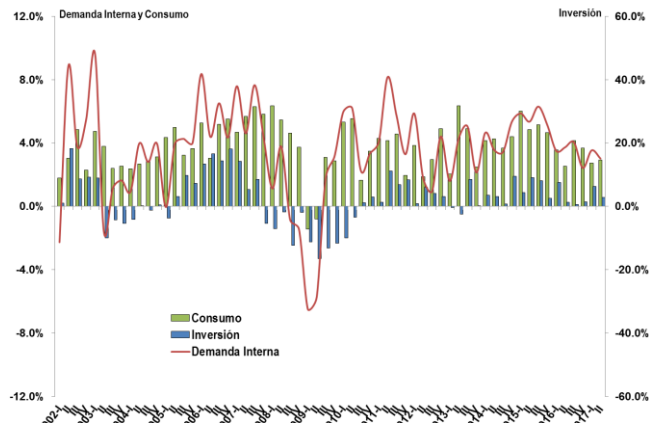
La inversión (formación bruta de capital fijo) creció 2.8%, inferior al del trimestre previo (6.3%). El comportamiento de la inversión en el segundo trimestre, fue el resultado, principalmente, de la inversión de bienes de capital de origen importado para el transporte y para la industria, telecomunicaciones y construcción, así como por el desempeño de la inversión en construcción de edificaciones residenciales privadas, dado que la inversión en infraestructura por parte del Gobierno Central continúa siendo escasa y registró una moderación en dicho trimestre (ver gráfica A1.4).

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron una caída de 0.8%, explicada, principalmente, por el menor volumen exportado de cardamomo, maquinaria para usos especiales, azúcar de caña sin refinar, alcohol etílico, aguardiente y licores.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.0%, derivado del incremento en el volumen de importación de materias primas y productos intermedios, materiales de construcción y combustibles y lubricantes.

Gráfica A1.1

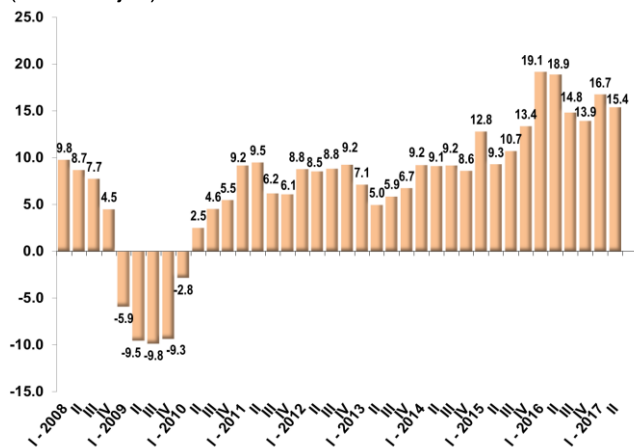
Demanda Interna, Consumo e Inversión (1) (2) (Porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.
 (2) Con información a junio de 2017.
 Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.2

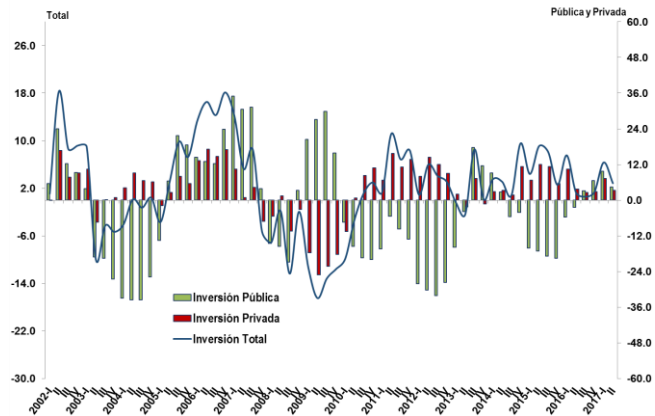
Ingreso de Divisas por Remesas Familiares (1) (Porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a junio de 2017.
 Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

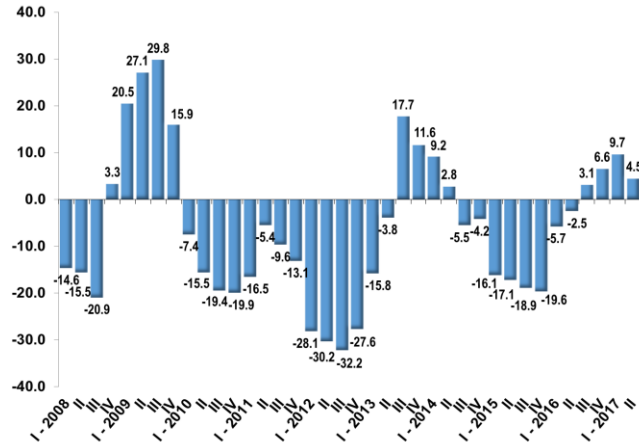
Inversión Total, Pública y Privada (1) (Porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a junio de 2017.
 Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.4

Inversión Pública (1) (Porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a junio de 2017.
 Fuente: Banco de Guatemala.

Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2016				2017	
		I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna		3.5	3.7	4.0	2.4	3.5	3.0
Gastos en consumo de las personas e instituciones privadas sin fines de lucro que sirven a los hogares	84.0	4.9	3.7	4.4	4.0	3.4	3.2
Gasto de Gobierno Central	10.3	-7.8	-6.3	2.2	1.6	-3.1	0.2
Formación Bruta de Capital Fijo	14.6	7.5	1.3	0.6	1.4	6.3	2.8
Exportaciones de bienes y servicios	27.8	1.5	2.7	-1.5	4.4	5.5	-0.8
(-) Importaciones de bienes y servicios	41.2	7.3	2.8	2.2	0.9	5.0	4.0
PRODUCTO INTERNO BRUTO		2.9	3.7	2.6	3.0	3.0	2.3

(1) Medido por el destino del gasto.

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

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2017). “La dinámica del ciclo económico actual y los desafíos de política para dinamizar la inversión y el crecimiento”. Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2017.
2. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2017). “Posibles efectos económicos y sociales de la profundización de la unión aduanera entre Guatemala y Honduras”. Serie Documentos de Proyectos. Junio.
3. European Central Bank (2017). “Economic Bulletin”. Issue 6/2017.
4. Fondo Monetario Internacional (2017). “América Latina y el Caribe: En Movimiento, Pero a Baja Velocidad”. Perspectivas Económicas: Las Américas. Octubre.
5. Fondo Monetario Internacional (2017). “En busca del crecimiento sostenible: Recuperación a corto plazo, Desafíos a largo plazo”. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre.
6. IHS Markit (2017): “Global Crude Oil Markets Short-Term Outlook”. August.
7. International Monetary Fund (2017): “Making the Most of the Upswing”. Regional Economic Outlook. Asia and Pacific Department. Update. October.
8. International Monetary Fund (2017). “People’s Republic of China: Article IV Consultation”. IMF Country Report No. 17/247. August.
9. James, Harold. (2017). “Bretton Woods to Brexit”. Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Septiembre.
10. Medel, Carlos (2017). “Geopolitical tensions, OPEC news, and oil Price: A Granger causality analysis”. Documento de trabajo No.805. Banco Central de Chile.
11. Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de América (2017): “Sequestration Update Report: August 2017”. Washington, DC, Agosto.
12. Oficina de Administración y Presupuesto de la Casa Blanca (2017): “Budget of the U.S. Government. A new foundation for American greatness. Fiscal year 2018”. Washington, DC, Mayo.
13. Organisation for Economic Co-operation and Development (2017). “Short-term momentum: Will it be sustained?”. Interim Economic Outlook. September.
14. Singh, Manmohan y Haobin Wang. (2017). “Central Bank Balance Sheet Policies and Spillovers to Emerging Markets”. Fondo Monetario Internacional. Working Paper WP/17/172. Julio.
15. Unidad de Inteligencia de The Economist (2017): “Country Report”. Londres, Agosto.