



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
A MARZO DE 2012**

Elaborado por el Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos, con el visto bueno de la Gerencia Económica, 14 de mayo de 2012.

CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA	3
RESUMEN EJECUTIVO	4
I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL	8
A. COYUNTURA RECIENTE	8
1. Actividad económica	8
2. Mercados financieros	15
3. Precios internacionales de algunas materias primas	17
4. Inflación y política monetaria	23
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	24
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	29
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	29
1. Actividad sectorial	29
2. Demanda agregada	31
B. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	35
1. Evolución reciente de la inflación	35
2. Proyecciones y expectativas de inflación total para el corto y medianos plazos	41
3. Variables informativas de la política monetaria	43
ANEXO 1	51
POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN	51
ANEXO 2	55
FLUJOS DE CAPITAL Y SU INCIDENCIA EN LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	55
ANEXO 3	59
SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN GUATEMALA	59

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 12 de abril de 2012.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2012

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

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

La efectividad del EMEI se basa en cuatro pilares fundamentales: i) la aplicación de un régimen de flexibilidad cambiaria, el cual permite implementar una política monetaria autónoma e independiente; ii) la credibilidad en las actuaciones del Banco Central; iii) la independencia instrumental, que permite disponer de herramientas efectivas de política monetaria con una relación estable respecto de la inflación; y iv) la rendición de cuentas, la transparencia y la comunicación, que permiten fortalecer la credibilidad del banco central.

Para hacer viable la adopción del EMEI se introdujeron cambios en el marco institucional, basados en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala de 2002, en la cual se estableció una clara definición del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios; se fortaleció la autonomía formal, operativa, económico-financiera y administrativa del Banco Central; se reafirmó la independencia en el uso de instrumentos de política monetaria; se limitó y redefinió la función de prestamista de última instancia; se asignó el rol vigilante del sistema de pagos; y se determinó un marco de transparencia, comunicación y rendición de cuentas.

Posteriormente, con la aprobación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en 2005, se explicita por primera vez el propósito de adoptar un esquema de metas explícitas de inflación. Bajo este nuevo esquema, la implementación de la política monetaria ha sido consistente con la elección de la meta de inflación y se consolida con la vigencia de

un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en la actuaciones del Banco Central.

A partir de ese año, el Banco de Guatemala empezó a señalar su postura de política monetaria mediante la fijación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez de corto plazo, por lo que se definió como tasa de interés líder de la política monetaria la tasa de interés para los depósitos a plazo a 7 días. Recientemente, con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores y de elevar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, a partir del 1 de junio de 2011, se definió como tasa de interés líder de la política monetaria la tasa de interés de los depósitos a plazo a un día (*overnight*). La conveniencia de haber realizado este cambio radica en que la tasa de interés al plazo más corto permite un manejo más eficiente de la liquidez por parte de los bancos del sistema, debido a que éstos tienen la certeza de que el Banco Central está presto diariamente a procurar que la liquidez bancaria sea la apropiada, contando con facilidades permanentes para inyectar o neutralizar liquidez.

Hasta 2011, la Junta Monetaria establecía una meta de inflación para el año corriente y para el año siguiente. Como resultado del proceso de consolidación del EMEI la Junta determinó una meta de inflación de mediano plazo, a partir de 2013, de 4.0% +/- 1 punto porcentual y una meta intermedia de 4.5% +/- 1 punto porcentual para 2012, que permita la efectiva materialización del proceso de convergencia hacia la meta inflacionaria de mediano plazo, mediante un anclaje efectivo de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos a dicha meta.

DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA

Durante el primer trimestre de 2012, la Junta Monetaria decidió mantener sin cambios la tasa de interés líder de la política monetaria en sus sesiones celebradas en febrero y en marzo de 2012.

En la reunión de febrero, la Junta Monetaria tomó en consideración que, en el ámbito externo, la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro continuaba generando incertidumbre en cuanto al desempeño económico mundial y volatilidad en los mercados financieros, manteniendo latentes los riesgos de una desaceleración económica internacional; no obstante, no se visualizaba que la situación en Europa estuviera afectando de manera significativa la actividad económica de nuestros principales socios comerciales; de hecho, en los Estados Unidos de América se continuaban observando signos positivos en los principales indicadores económicos de corto plazo. En el ámbito interno, consideró que si bien el ritmo inflacionario disminuyó en enero de 2012, manteniendo la tendencia a la baja iniciada en septiembre de 2011, dicho comportamiento obedecía a factores temporales, por lo que las proyecciones de inflación se mantenían muy cercanas al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo; sin embargo, subrayó que las expectativas de inflación aún se mantenían desancladas.

En su reunión de marzo, la Junta Monetaria manifestó que, en el contexto externo, se observaba una mejora en la actividad económica de los Estados Unidos de América, reflejo de la evolución positiva de varios indicadores económicos de corto plazo, situación que reducía la preocupación de una desaceleración de dicha economía y la de otros socios comerciales importantes del país y, en el caso de la Zona del Euro, la coyuntura parecía haber mejorado; sin embargo, aún persistían problemas estructurales que afectaban las expectativas de recuperación en dicha zona, fundamentalmente asociados a la disciplina fiscal, a la sostenibilidad de la deuda y a la situación de la banca; en tanto que, en la República Popular China el crecimiento económico se había moderado, por lo que surgieron preocupaciones de expertos internacionales, en el sentido de que la economía china podría mantener ese proceso de desaceleración, al punto en el que incluso podría ser menor que la prevista a finales de 2011. En el contexto interno, tomó en cuenta que los principales indicadores de corto plazo evidenciaban tasas de crecimiento positivas, congruentes con lo esperado. Sin embargo, los incrementos recientes en los precios del petróleo, de las gasolinas y de la carne eran una fuente importante de presiones inflacionarias, que podrían afectar las expectativas de inflación y generar efectos de segunda vuelta, particularmente por el “efecto traspaso” de dichos precios a los precios internos, aunque resaltó que los pronósticos de inflación para el presente año permanecen dentro de la meta establecida.

En ese contexto, la Junta Monetaria manifestó que continuaría dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquéllos que siguen generando incertidumbre, a fin de adoptar las acciones que propicien que la trayectoria de la inflación converja a la meta de mediano plazo y esto, a su vez, permita el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, aún se observan escenarios de crecimiento económico desiguales en el sentido de que las economías avanzadas están creciendo a un ritmo y nivel inferior al de las economías emergentes. No obstante, la actividad económica a nivel mundial ha mostrado una evolución positiva y algunos indicadores evidencian, en términos generales, un desempeño superior al esperado a finales de 2011.

En el caso de la economía estadounidense se observan algunas mejoras en el comportamiento de los índices de confianza del consumidor y del empresario, así como de otros indicadores económicos de corto plazo, los cuales han venido experimentando un comportamiento positivo; asimismo, el mejor desempeño en la actividad económica también se ha reflejado en el mercado laboral, lo que ha permitido que la tasa de desempleo continúe con la tendencia a la baja que empezó a observarse desde mediados de 2011, la cual, si bien es históricamente alta, muestra signos de mejora gradual, aspecto que se ha traducido en la generación de una mayor estabilidad en términos del ingreso personal y del gasto de los consumidores. No obstante que se observa una mejora en algunos indicadores económicos, la economía estadounidense aún enfrenta algunos desafíos que le impiden crecer a un ritmo mayor, particularmente, la debilidad que persiste en el mercado inmobiliario, el proceso de desapalancamiento de los hogares, la pérdida de riqueza de las familias y los altos niveles de desempleo.

Los acontecimientos en Europa han influido de manera importante en la economía mundial, dado que la combinación de un alto porcentaje de endeudamiento, déficits fiscales elevados y las escasas perspectivas de crecimiento económico en varios países de la Zona del Euro (incluso recesiones) han aumentado las tensiones respecto a la sostenibilidad fiscal y, en consecuencia, se han reducido las escalas de calificación de riesgo soberano, lo cual ha afectado la confianza en las instituciones financieras europeas, dificultando y aumentando el costo del financiamiento tanto público como privado (debido a un proceso más severo de desapalancamiento por parte de las instituciones financieras). Asimismo, los indicadores anticipados de la actividad manufacturera y de servicios denotan que la desaceleración observada en el último trimestre de 2011 se extenderá, por lo menos, hasta el primer semestre del año, dado que las perspectivas de crecimiento de corto plazo han sido afectadas por los efectos de la crisis de deuda soberana.

Las economías emergentes han evidenciado una recuperación más sólida y los pronósticos de diversos organismos internacionales estiman que dicha tendencia continuará durante 2012 y 2013, debido principalmente al dinamismo de la inversión en Asia Emergente. En el caso particular de la República Popular China, se han empezado a evidenciar signos de desgaste en el ritmo de crecimiento ante la ralentización observada en el sector externo, debido a la desaceleración económica observada en las economías avanzadas y particularmente en Europa, dado que aproximadamente una tercera parte del comercio total chino se realiza con esa región, así como por los efectos de las diversas medidas restrictivas aplicadas por las autoridades de dicho país en 2011 con el objetivo de moderar la inflación, el crédito bancario y los precios de algunos activos, entre ellos los del mercado inmobiliario; no obstante, las estimaciones apuntan a que la tasa de crecimiento podría ubicarse arriba de la meta de largo plazo en 2012 y 2013, debido a que se espera

que el consumo y la inversión se mantengan robustos². En América Latina, los indicadores mensuales de actividad y de producción industrial durante los primeros meses del año han continuado evidenciando un comportamiento a la baja, tendencia que inició en el segundo semestre de 2011, cuando el desempeño económico a nivel mundial comenzó a deteriorarse y el aumento de la aversión al riesgo generó una salida de capitales de estos países; sin embargo, el repunte reciente en los precios de las materias primas ha fomentado un mejor desempeño en muchos de los países exportadores netos de dichos bienes; en tanto que, para las economías de Centroamérica y México se estima una moderación del crecimiento en 2012 con un ligero repunte en 2013, pero dicha perspectiva podría mejorar si la economía estadounidense continúa recuperándose.

Durante este período la volatilidad en los mercados financieros mundiales, asociada a la evolución de la crisis de deuda en la Zona del Euro y a la incertidumbre sobre el proceso de recuperación en las principales economías avanzadas habría disminuido, principalmente, ante el desvanecimiento de una posible cesación de pagos por parte de Grecia, luego de que se logrará la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera para dicho país por parte de la comisión conformada por el Fondo Monetario Internacional, por el Banco Central Europeo y por la Comisión Europea (*Troika*) y se concretara con éxito el canje de deuda con los acreedores privados, así como por la mejor evolución de la actividad económica en los Estados Unidos de América. Asimismo, los indicadores de los mercados de deuda soberana, de dinero, cambiarios y bursátiles, también reflejaron una menor aversión al riesgo.

En los precios de las principales materias primas, destaca el comportamiento del precio internacional del petróleo, el cual registró una importante alza, que fue más evidente a partir de la segunda semana de febrero y se asocia a la reducción de la producción en algunos países; al incremento en la demanda mundial de petróleo, principalmente de las economías emergentes; a la reducción en los niveles de inventarios del crudo; y a factores geopolíticos como el embargo petrolero a Irán por su programa nuclear, lo que ha generado tensión en Oriente Medio. El alza observada en el precio internacional del petróleo ha impactado en el precio de los productos refinados, principalmente la gasolina, que también ha sido afectado por otros factores, entre los que destacan los problemas en la producción, el costo de refinamiento, el incremento en la demanda, la reducción en los niveles de inventarios y el incremento en los fletes marítimos. Cabe indicar que el proceso de refinamiento ha jugado un papel importante en el comportamiento del precio de la gasolina.

La inflación a nivel mundial ha registrado un comportamiento heterogéneo dado que en algunas economías, principalmente emergentes, se ha revertido levemente la tendencia a la baja observada durante el segundo semestre de 2011 y en otras, particularmente las avanzadas, ha continuado moderándose. Dicha divergencia está asociada, tanto a factores externos como internos. En cuanto a los factores externos, destacan: el aumento en los precios de los alimentos y del petróleo, así como los efectos de la depreciación de las monedas en el último trimestre de 2011. Entre los factores internos destaca la moderación del crecimiento a nivel global, lo cual ha generado menores presiones de demanda interna. En este contexto, los distintos grados de desaceleración

² Aunque muchos analistas internacionales ahora están previendo que la desaceleración de la economía china podría ser incluso mayor a la prevista, ubicándose por debajo del 8% que tiene como meta de mediano plazo el gobierno chino.

determinaron diferentes reacciones de política entre estas economías. En el caso particular de América Latina, en aquellos países en donde las expectativas de inflación se mantienen ancladas se han realizado ajustes a la baja, tal es el caso de Brasil y Chile que disminuyeron su tasa de política monetaria en 125 y 25 puntos básicos, respectivamente, en el primer trimestre del año; mientras que Colombia la ha incrementado en 50 puntos básicos, ante el dinamismo observado en su actividad económica y el crecimiento acelerado en el crédito bancario.

En el ámbito interno, la actividad económica en el cuarto trimestre de 2011 registró un crecimiento levemente menor al observado el mismo trimestre del año previo, también inferior al registrado en los primeros tres trimestres de 2011 y menor al esperado por el panel de analistas privados en la encuesta de expectativas económicas de marzo. Este comportamiento estuvo asociado al menor dinamismo del consumo privado; al moderado crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, resultado del menor desempeño de la actividad económica de los principales socios comerciales del país en dicho último trimestre (principalmente de los Estados Unidos de América); y a la disminución registrada en las importaciones de bienes y servicios. El crecimiento económico del cuarto trimestre de 2011, permitió una mejora en el crecimiento interanual que se ubicó en 3.9% (3.8% en la estimación del PIB efectuada a finales de 2011).

El comportamiento de la inflación durante el primer trimestre, fue determinado principalmente por la evolución de las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas; y transporte. Además, otras divisiones de gasto relacionadas a los alimentos y combustibles también incidieron en la inflación total, siendo estas la división de gasto de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y restaurantes y hoteles. Por su parte, en el comportamiento de otras medidas de inflación, destaca el de la inflación subyacente, la cual mostró por cuarto mes consecutivo una desaceleración en su tendencia, luego de que durante la mayor parte de 2011 presentara un crecimiento sostenido, consistente con el comportamiento de la demanda agregada, lo cual estaría confirmando que, en la coyuntura actual, las presiones inflacionarias de demanda agregada han tendido a moderarse. La inflación importada presentó una tendencia a la baja desde julio del año anterior, influida por la relativa estabilidad de la inflación importada directa y por la reducción en el componente de inflación importada indirecta, la cual se atribuyó a las menores presiones en los precios internacionales del maíz y del trigo; y aunque en febrero del presente año la inflación importada indirecta mostró un incremento, impulsado por el alza en las gasolinas y en el diésel, en marzo se habría estabilizado. La inflación de no transables mostró un comportamiento estable y en los primeros tres meses del presente año, ha evidenciado una reducción, por lo que la inflación a marzo es el reflejo de las reducciones tanto en el componente de inflación de transables como de no transables.

Los pronósticos de inflación para el corto plazo indican que dicha variable se estaría ubicando dentro de los márgenes establecidos por la autoridad monetaria para la meta de inflación de 2012, con una tendencia a la baja que empezaría a revertirse a finales del tercer trimestre hasta alcanzar un ritmo inflacionario de alrededor del 5.2% en diciembre de 2012. Los pronósticos de inflación de mediano plazo señalan una ligera reducción en la trayectoria de la inflación para 2012 y para 2013, en comparación con los pronósticos de diciembre 2011; sin embargo, en ambos casos, se encuentran condicionados a incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria durante el primer semestre de 2012;

por su parte, la brecha del producto si bien continuaría siendo negativa, se encuentra en valores muy cercanos a cero para 2012 y 2013 y ligeramente positivos en 2014.

Las encuestas de expectativas económicas al panel de analistas privados, realizadas durante el primer trimestre, reflejan que para diciembre del presente año la inflación interanual se situaría por encima del margen de tolerancia de la meta de inflación y aunque en enero y en febrero del presente año se mantuvieron constantes, los resultados de marzo comienzan a reflejar los efectos que en las expectativas de inflación tuvieron las alzas del precio internacional del petróleo y sus derivados en el comportamiento de la inflación en el corto plazo; sin embargo, la expectativa de inflación para diciembre de 2013 se ha mantenido prácticamente constante, de donde se infiere que a criterio del panel, los recientes choques de precios son considerados transitorios y no afectarían en mayor medida su perspectiva inflacionaria de mediano plazo; expectativa que aún continúa ubicándose por encima del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo.

En el contexto descrito, luego de analizar el escenario interno y externo, la Junta Monetaria consideró que lo recomendable durante el primer trimestre del año era mantener en 5.50% el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, dado que en circunstancias como las actuales en las que permanecen los altos márgenes de incertidumbre respecto del desempeño económico mundial, se debía actuar con suma prudencia; por lo que reiteró su compromiso de continuar dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquellos indicadores que generan más incertidumbre, a fin de que, si se materializan algunos de los riesgos previstos, se adopten las acciones oportunas que eviten que los pronósticos de inflación se alejen de su trayectoria de mediano plazo en perjuicio del anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Actividad económica

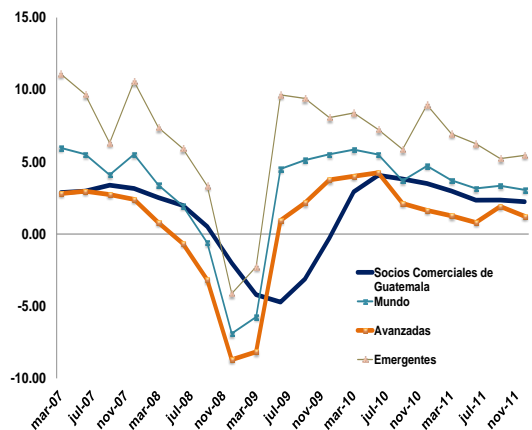
Durante el primer trimestre de 2012, las expectativas de la actividad económica mundial han venido mejorando gradualmente, respecto del escenario base, situación en la que ha influido el mejor desempeño de la actividad económica de los Estados Unidos de América y las medidas recientes que han adoptado las autoridades europeas para moderar los efectos adversos de la crisis de deuda soberana. No obstante, los riesgos a la baja siguen siendo significativos.

En el caso de los Estados Unidos de América el comportamiento reciente se ha caracterizado por una relativa mejora en los mercados laboral e inmobiliario, en la confianza de los consumidores y empresarios y en los principales índices financieros, lo cual apunta a que el proceso de recuperación económica se está afianzando. Este mejor desempeño se evidencia en el crecimiento económico registrado en el cuarto trimestre de 2011, que fue de 3.0%, superior al observado en el trimestre previo (1.8%) y que representó el crecimiento trimestral más alto desde el segundo trimestre de 2010, apoyado por el aumento registrado en el consumo de bienes duraderos y en la inversión, lo cual influyó de manera importante en la acumulación de inventarios, rubros que compensaron la contracción tanto en el gasto de gobierno como en las exportaciones netas.

Aun cuando se observa una mejora en algunos indicadores económicos, la economía estadounidense todavía enfrenta algunos desafíos que le impiden crecer a un ritmo mayor. Entre ellos destaca la debilidad que todavía persiste en el mercado inmobiliario, factor muy importante, que en las crisis anteriores impulsó el proceso de recuperación, pero la magnitud de la desaceleración actual aunada a los altos niveles de desempleo, al proceso de despalancamiento de los hogares y a la pérdida de riqueza de las familias, ha dificultado fuertemente su recuperación y, por ende, su contribución en el crecimiento económico de ese país. Por ello, algunos analistas sugieren que la aplicación de medidas que reduzcan la carga que representa la deuda de los hogares y la viabilidad de facilitar el refinanciamiento, podría ayudar a evitar costosas ejecuciones hipotecarias, a mejorar las finanzas de los hogares y a estimular el consumo. Adicionalmente, prevalecen amplios márgenes de incertidumbre en el escenario fiscal, dado que si bien en la actualidad se busca delimitar el gasto, la falta de un consenso político respecto a las medidas para una consolidación fiscal en el mediano y largo plazos, podría llevar a un ajuste desordenado en ese ámbito³ y provocar una desaceleración más allá de la prevista en el crecimiento de dicha economía, con efectos negativos a nivel mundial, dada su importancia. Cabe indicar que la deuda pública estadounidense ya supera el 100% del PIB, por lo que se necesita de un vigoroso impulso para sanear las finanzas públicas en los próximos años mediante la contención del crecimiento del gasto en prestaciones y el aumento de los ingresos fiscales.

Gráfica 1

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



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

(2) Variación interanual.

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

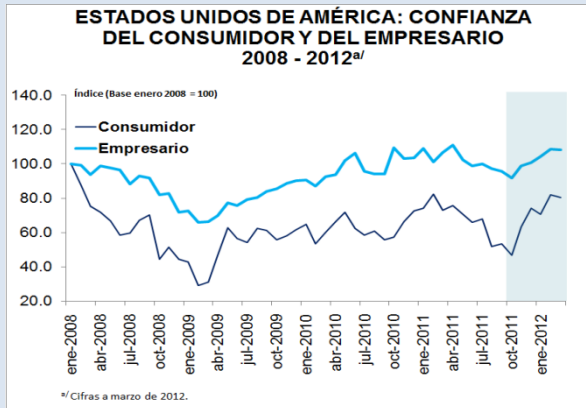
³ Vale recordar que varios estímulos fiscales otorgados bajo la gestión del presidente George W. Bush empezarán a expirar en 2013, incluyendo recortes de impuestos, los cuales al revertirse automáticamente ocasionarían un ajuste fiscal que podría afectar la recuperación económica, en particular si no se logra un acuerdo político para evitar ese ajuste.

Por otra parte, la tasa de desempleo continúa siendo un factor de riesgo para el crecimiento, por lo que el esfuerzo para reducirla implicaría generar suficientes puestos de trabajo. Por ello, se hace necesario realizar un aumento importante en la producción del sector industrial, así como influir tanto en la demanda de los consumidores como de las empresas, un proceso que, a criterio de varios expertos internacionales, podría ser apoyado por las políticas expansivas de la Reserva Federal⁴, pues brindaría respaldo a la recuperación económica. El proceso de recuperación del mercado laboral, aunque moderado, ha contribuido a reducir la tasa de desempleo, estimulando y fortaleciendo el gasto del consumidor y aumentando la confianza empresarial en un contexto de mejores resultados en algunos indicadores económicos.

⁴ A la fecha se ha descartado la posibilidad de que la Reserva Federal adopte un impulso monetario cuantitativo adicional (*Quantitative Easing 3*).

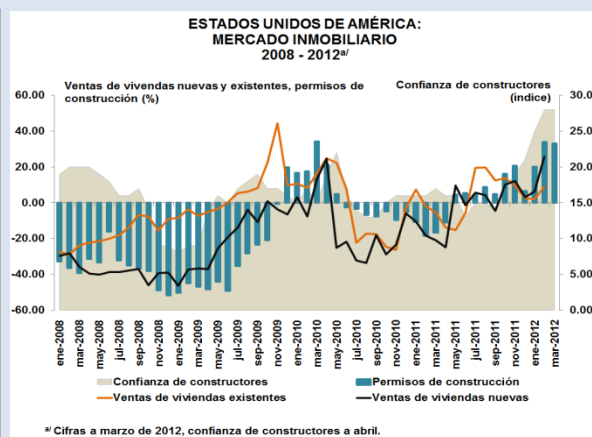
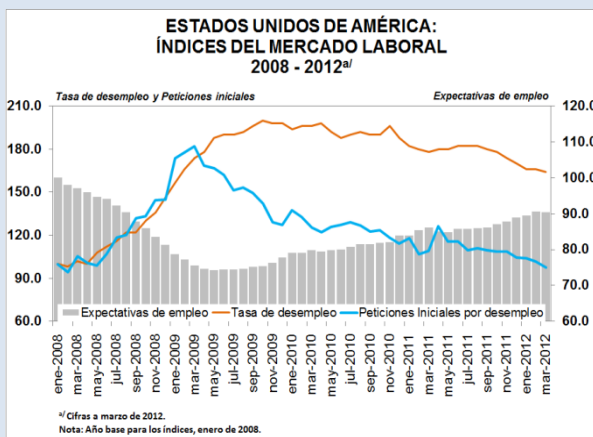
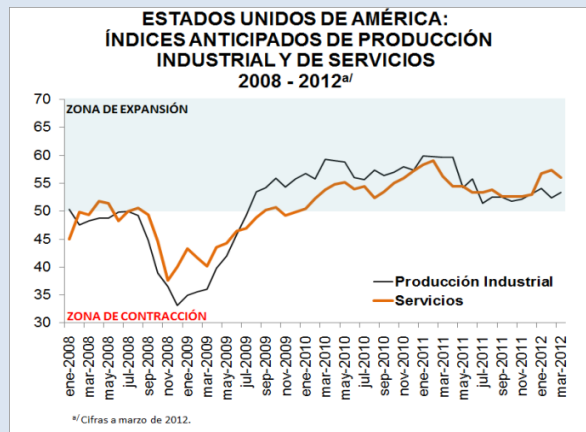
RECUADRO 1 ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: DESEMPEÑO ECONÓMICO RECIENTE

Durante 2012, algunos indicadores económicos claves de la economía de los Estados Unidos de América han evidenciado un sólido, aunque aún moderado, proceso de recuperación. Entre ellos destaca la mejora observada en el mercado laboral, la producción industrial y el mercado inmobiliario, este último en menor medida. Todo ello ha generado un aumento en la confianza de los consumidores y de los empresarios.



A partir del segundo trimestre de 2011 se observa una recuperación sostenida de la confianza de los consumidores y de las empresas, la cual ha estado asociada tanto a las mejores perspectivas económicas internas como externas. En este proceso contribuyó significativamente la moderación de la volatilidad financiera, el efecto de las medidas de política económica implementadas por las autoridades europeas con el objetivo de impedir el contagio de la crisis de deuda soberana, aspecto que también coadyuvó a mitigar la incertidumbre sobre una recesión a nivel mundial y, principalmente, en la economía estadounidense.

En el ámbito interno favoreció el desempeño mejor a lo esperado en el mercado laboral e inmobiliario, con resultados positivos en el consumo de los hogares. En este contexto, se evidencia desde el primer trimestre de 2011 una tendencia a la baja tanto en la tasa de desocupación como en las peticiones iniciales por desempleo, así como mayores expectativas de empleo. Por su parte, los permisos de construcción, considerados como un indicador adelantado del mercado inmobiliario, han evidenciado una tendencia al alza en los últimos tres trimestres. El comportamiento al alza en la confianza de los constructores y de las ventas de viviendas nuevas y existentes confirma dicha tendencia.



La mejora en la confianza de los consumidores y su repercusión en el gasto de los consumidores se tradujo en un aumento de las ventas minoristas, mejorando con ello las perspectivas de producción e inversión del sector empresarial. Al respecto, los índices anticipados de producción industrial y de servicios evidencian este progreso, dado que se han estabilizado en zona de expansión (arriba de los 50 puntos) desde el tercer trimestre de 2009.

Por su parte, los acontecimientos en Europa han influido de manera importante en los mercados financieros globales y en la economía mundial, dado que la combinación de un alto porcentaje de endeudamiento, déficits fiscales elevados y las escasas perspectivas de crecimiento en varios países de la Zona del Euro han aumentado las tensiones respecto a la sostenibilidad fiscal y, en consecuencia, se han reducido los niveles de calificación de riesgo soberano, lo cual ha afectado la confianza en las instituciones financieras europeas, dificultando y aumentando el costo del financiamiento. Con relación a la Zona del Euro, se observa que durante los primeros meses del año continuó registrando una moderada actividad económica. Los indicadores anticipados de actividad manufacturera y de servicios denotan que la desaceleración en el cuarto trimestre de 2011 se extenderá, por lo menos, hasta el primer semestre del año, dado que las perspectivas de crecimiento de corto plazo han sido afectadas por los efectos de la crisis de deuda soberana. En ese sentido, los países de la periferia de la Zona del Euro continúan siendo el principal riesgo para la actividad manufacturera (en particular, Grecia y Portugal), el cual se ha expandido a las principales economías de la región.

Adicionalmente, el aumento en la tasa de desempleo⁵ y la escasez de crédito, influida por el proceso de desapalancamiento de los bancos para alcanzar el nuevo nivel de capital mínimo requerido por las autoridades bancarias en Europa⁶, han impactado negativamente en el consumo privado. Al respecto, las ventas minoristas y la confianza de los consumidores han continuado evidenciado un fuerte deterioro. El consumo del gobierno también ha influido negativamente en el comportamiento de la demanda interna, debido a los procesos de consolidación fiscal más estrictos implementados recientemente.

En un análisis desagregado por países se observa una amplia dispersión, dado que las economías más vulnerables de la región (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) han registrado un importante deterioro de su actividad económica, evidenciándose en altos niveles de desempleo y marcados déficits comerciales y fiscales. En contraste, las economías más importantes, Alemania y Francia, han registrado un desempeño mejor al previsto.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé que la actividad económica de la Zona del Euro comience a mostrar indicios de recuperación a partir del segundo semestre de 2012 ante una mejora en la demanda externa y en las condiciones financieras, aunque la divergencia en el desempeño económico entre las economías que conforman dicha área se mantendrá. Al respecto, la perspectiva económica para Grecia, Portugal, Italia y España es de una recesión más profunda y de un proceso de recuperación que podría iniciar hasta 2013, debido a los ajustes fiscales acelerados que han tenido que implementar con el objetivo de estabilizar tanto los diferenciales en los rendimientos de la deuda como la confianza del mercado. Vale indicar que el principal riesgo para la estimación de la actividad económica en dicha Zona es la agudización de la crisis de deuda soberana, dado que aún se mantiene la incertidumbre sobre la

⁵ De acuerdo con la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea, *Eurostat*, la tasa de desempleo se ubicó en 10.8% en febrero de 2012, alcanzando el mayor nivel en los últimos 14 años.

⁶ El sistema financiero de la Zona del Euro tendrá una exigencia de capital de 9.0% (actualmente 5.0%) sobre los activos ponderados por riesgo, normativa que entrará en vigencia el 30 de junio de 2012.

sostenibilidad fiscal de algunas economías y sobre todo persiste la necesidad de fortalecer el capital bancario para recuperar la confianza de los inversionistas.

En Japón, el crecimiento económico se ha visto afectado por la disminución en la demanda externa e interna, destacando, por el lado de la demanda externa, los efectos negativos de las inundaciones registradas en Tailandia (principal socio comercial), así como el fortalecimiento del Yen respecto al dólar estadounidense. Por el lado de la demanda interna, ha impactado la ralentización en el gasto de gobierno destinado a la reconstrucción de la costa noreste del país, la cual fue severamente dañada por el terremoto y *tsunami* ocurridos en marzo de 2011. No obstante, ante los recientes indicadores de actividad económica y el apoyo adicional de la política monetaria, el FMI prevé que dicha economía retorne a la senda de crecimiento en 2012.

Por su parte, las economías emergentes han evidenciado una recuperación más sólida y los pronósticos de diversos organismos internacionales estiman que dicha tendencia continuará durante 2012 y 2013, debido principalmente al dinamismo de la inversión en Asia Emergente. En el caso particular de la República Popular China se han empezado a evidenciar signos de desgaste en el ritmo de crecimiento ante la ralentización en el sector externo, debido a la desaceleración de las economías avanzadas, particularmente en Europa, dado que aproximadamente una tercera parte del comercio total de China se realiza con esta región, así como por los efectos de las diversas medidas restrictivas aplicadas por las autoridades de dicho país en 2011 con el objetivo de moderar la inflación, el crédito bancario y los precios de algunos activos, particularmente en el mercado inmobiliario. Sin embargo, ante la moderación observada recientemente en la actividad económica china, las autoridades monetarias han aplicado políticas contracíclicas, reduciendo la tasa de encaje para los bancos grandes. Además, el Gobierno, en el marco del Plan Quinquenal XII (2012-2017), informó que el crecimiento económico para 2012 será menor al 8.0% establecido como meta de largo plazo, ante los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas en 2011. No obstante, el FMI considera que la tasa de crecimiento económico podría ubicarse por arriba de la meta de largo plazo en 2012 y en 2013, debido a que se espera que el consumo y la inversión se mantengan robustos.

En América Latina, los indicadores mensuales de actividad y de producción industrial durante los primeros meses continuaron evidenciando la tendencia a la baja, iniciada en el segundo semestre de 2011, cuando el desempeño mundial comenzó a deteriorarse y el aumento de la aversión al riesgo generó salidas de capital de estos países. No obstante, el repunte reciente en los precios de las materias primas ha fomentado un mejor desempeño en muchos de los países exportadores netos de éstas. Cabe indicar que estos países ya empezaron a evidenciar indicios de sobrecalentamiento, por lo que la moderación en el crecimiento mundial y la desaceleración de los flujos de capital ayudaron a contener las presiones de inflación vía demanda agregada. En el ámbito interno de estas economías, se observó de un endurecimiento de las políticas fiscales, monetarias y macroprudenciales para moderar el ritmo de expansión económica. El FMI estima una moderación del crecimiento en 2012 con un ligero repunte en 2013. Para las economías de Centroamérica y México la perspectiva continúa siendo a la baja, aunque los fuertes vínculos con

los Estados Unidos de América otorgarían la posibilidad de una mejora en caso ésta continúe recuperándose. En México, los índices de actividad han evidenciado una leve mejora respecto a 2011, cuando se observó un menor dinamismo en la industria manufacturera ante una caída en las ventas de la industria automotriz mexicana en los Estados Unidos de América. La mejora actual se asocia a la sólida, pero lenta, recuperación estadounidense, su principal socio comercial (alrededor del 80.0% de las exportaciones se destinan a dicho país). Sin embargo, los flujos por remesas familiares han descendido.

Por su parte, en Centroamérica, El Salvador ha evidenciado un mejor desempeño desde el tercer trimestre de 2011, respaldado por el crecimiento en las exportaciones y el ingreso por remesas familiares. El aumento en las exportaciones estuvo asociado, fundamentalmente, a los mejores precios del café a nivel internacional, así como a los productos no tradicionales que reportaron mayores ventas fuera de la región de Centroamérica. Similar situación también impulsó las exportaciones de café, banano, aceite de palma y oro en Honduras, lo cual aunado al aumento, por arriba de lo previsto, en el ingreso de divisas por remesas familiares, ha contribuido a mejorar la expectativa de crecimiento para 2012.

Cabe indicar que el Banco Mundial prevé que el crecimiento económico de la región continuará siendo positivo durante 2012; no obstante, se encuentra condicionado a que se efectúe una solución ordenada de la crisis de deuda soberana en Europa, a que la desaceleración de la República Popular China sea moderada y a que los Estados Unidos de América continúe con un desempeño económico favorable. En contraste, si Europa sufre una recesión mayor los efectos en América Latina y el Caribe serían profundos y persistentes, impactando en las posiciones fiscales y bancarias, aunque también señala que la implementación de nuevas políticas públicas le permitiría ser más resistente a los choques externos, entre ellas, la mejor supervisión financiera, las medidas contracíclicas, la mejor posición externa y el aumento en la flexibilidad cambiaria.

El FMI, de acuerdo a un modelo de simulación, prevé que los efectos de una intensificación de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro mediante los canales de comercio y financiero serían limitados en Asia, América Latina y los Estados Unidos de América.

RECUADRO 2

EL CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA EN EL LARGO PLAZO ¿HECHO EN CHINA?

Durante los últimos 10 años, América Latina y el Caribe tuvieron un desempeño exitoso. En este periodo se consolidó una estructura macro-financiera estable y resistente, tasas de crecimiento relativamente altas, así como avances en materia de equidad en la distribución del ingreso. Ello se evidenció especialmente en América del Sur, en el contexto de la crisis global reciente. Sin embargo, después de crecer a tasas de aproximadamente 6.0% en la fase de recuperación de 2010, se estima que el crecimiento del PIB para el 2012 se desacelere, dado que la demanda interna, impulsada por los flujos de capitales y los altos precios de las materias primas, empiezan a encontrarse con las restricciones de capacidad de las economías de la región.

Actualmente, la región latinoamericana enfrenta incertidumbre y la mayor parte de los riesgos provienen del exterior, debido a una combinación de tasas de crecimiento bajas y por debajo de su potencial en los países desarrollados, así como de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales y de la deuda pública, particularmente en Europa.

Dentro de este contexto, la mayoría de bancos centrales de la región ha suspendido el ciclo de incrementos de la tasa de interés como medida de precaución, ante la posibilidad de que el complejo panorama que enfrentan Europa y los Estados Unidos de América y la volatilidad de los mercados financieros, lleven a una nueva recesión mundial.

El aumento de las tasas de política monetaria en los países de la región con metas de inflación les brinda a sus autoridades monetarias la habilidad de implementar políticas monetarias anticíclicas en caso de ser necesario. En ese sentido, ante una posible materialización de un escenario desfavorable para la región, estos países podrían recurrir a una reducción de las tasas de interés, a la flexibilidad del tipo de cambio y a la utilización de las reservas internacionales como primera línea de defensa. Sin embargo, la capacidad de absorber los choques externos varía considerablemente entre los diferentes países de la región, lo cual implica que un escenario global negativo puede tener efectos perniciosos sobre algunos países, especialmente en Centroamérica y el Caribe, que carecen de capacidad para implementar políticas macroeconómicas contra-cíclicas y buenas redes de protección social. A pesar que la mayoría de los escenarios se presentan relativamente positivos para la región, las autoridades macroeconómicas están actuando con prudencia y no descartan escenarios menos favorables.

Cabe indicar que el crecimiento de China se mantendría a tasas elevadas, aunque ligeramente inferiores a las observadas en 2010, mientras que los precios de las materias primas experimentarían una leve reducción. En consecuencia, los países de la región con un marco de política macroeconómica más sólido y mayores vínculos con China, podrían mantener el desacoplamiento de su actividad económica respecto a la de los países desarrollados.

El desempeño de los países latinoamericanos antes, durante y después de la recesión ha sido heterogéneo. En particular el desempeño de México y de los países de Centroamérica y el Caribe ha estado por debajo del alcanzado por otros países de la región. Esta heterogeneidad está vinculada a la profundidad de las relaciones económicas con China.

El robusto crecimiento observado en la región en los últimos diez años es un reflejo importante de la conexión con China. El impacto de dicha economía sobre la actividad económica de América Latina, ya sea de manera directa (por medio del comercio internacional así como la inversión directa extranjera -IED-) e indirecta (mediante el efecto de China en los precios de las materias primas) no es nada trivial. Asimismo, la productividad de la región ha aumentado a medida que los vínculos económicos con China se han ido fortaleciendo. La intensificación de las relaciones comerciales y económicas con China podría tener repercusiones en el crecimiento sostenido de la región a medida que el mismo se traduzca en una mayor acumulación de factores (capital, físico y humano) y mejoras en la productividad, asociadas particularmente a efectos de derrame tecnológico y de aprendizaje. Cabe indicar que hasta ahora la conexión con China se ha basado primordialmente en la abundancia de recursos naturales de la región por medio de la producción de bienes intensivos en mano de obra no calificada que poseen un bajo contenido de tecnología avanzada; sin embargo, aún no hay evidencia concreta de que esta conexión haya traído consigo difusión tecnológica y un efecto derrame de conocimiento.

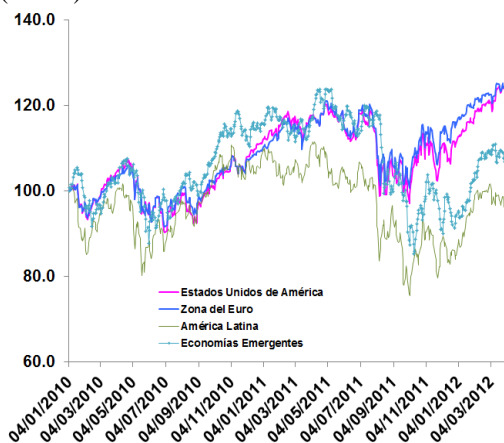
En conclusión, el principal problema en materia de crecimiento económico que enfrenta América Latina es aprovechar las oportunidades que ofrecen vínculos más profundos y amplios con la economía global en general y con China en particular.

Fuente: "Crecimiento a largo plazo de América Latina y El Caribe. ¿Hecho en China?". Banco Mundial LAC. Septiembre de 2011.

2. Mercados financieros

Gráfica 2

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



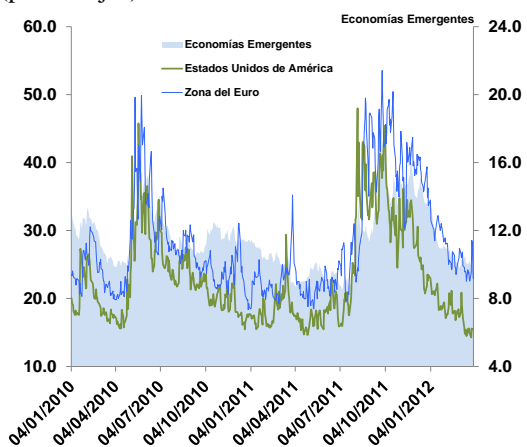
(1) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al Euro Stoxx 50; en los Estados Unidos de América, Standard & Poor's 500; Japón, Nikkei; para las economías emergentes y América Latina, MSCI.

(2) Base Enero 2010 = 100.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

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



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

(2) Índice que mide la volatilidad esperada a 30 días a partir de los precios observados de las acciones.

Fuente: Bloomberg.

La volatilidad en los mercados financieros mundiales, asociada a la evolución de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro y a la incertidumbre sobre el proceso de recuperación en las principales economías avanzadas disminuyó en el trimestre, principalmente, ante el desvanecimiento de una cesación de pagos desordenada por parte de Grecia, luego de que se logrará la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera para dicho país por parte del Fondo Monetario Internacional, por el Banco Central Europeo y de la Comisión Europea (conocida como la *Troika*) y se concretara con éxito el canje de deuda con sus acreedores privados, así como por la mejor evolución de la actividad económica en los Estados Unidos de América. Asimismo, los indicadores de los mercados de deuda soberana, de dinero, cambiarios y bursátiles reflejaron que la aversión al riesgo a nivel mundial tendió a moderarse. No obstante, la tendencia alcista que se ha registrado recientemente en el precio internacional del petróleo ha generado preocupaciones en cuanto a sus efectos adversos en el crecimiento económico y en la inflación.

En cuanto a la mejora en el desempeño de los principales indicadores de actividad económica, ésta se ha reflejado en la confianza del consumidor y del inversionista y en los resultados relativamente favorables en el mercado laboral, el sector inmobiliario y la producción industrial. La mejora en dichos indicadores se sustentó en la continuidad de una política monetaria relajada. Asimismo, el reciente cambio en la forma en que la Reserva Federal comunica sus decisiones de política monetaria, tiene el potencial de reforzar el objetivo de apoyar el crecimiento, lo cual ha sido ratificado en varias oportunidades por el presidente de dicha institución, a efecto de reducir los altos niveles de desempleo e impulsar el consumo de las familias y las empresas. Las políticas implementadas por el gobierno estadounidense incluyen el Programa de Refinanciamiento de Vivienda, el cual ha reducido la ejecución de hipotecas, mejorando de esa manera el precio de las viviendas y las perspectivas del mercado inmobiliario. También ha orientado esfuerzos en el fortalecimiento de la supervisión a las instituciones financieras, con el objetivo de mejorar su capacidad de reacción frente a una evolución adversa del entorno financiero y económico mundial. En ese sentido, las pruebas de estrés al sistema bancario estadounidense revelaron que 15 de las 19 entidades financieras más importantes del país estarían en la capacidad de cumplir con los niveles de adecuación de capital requeridos, incluso bajo un escenario económico hipotético muy adverso, el cual contempla una tasa de desempleo de 13.0%, una disminución de 50.0% en los precios de las acciones y una reducción de 21.0% en los precios de la vivienda (escenario más adverso incluso que el registrado, luego de la quiebra de *Lehman Brothers*).

Vale indicar que el mejor desempeño de los Estados Unidos de América contribuyó a reducir la magnitud de la volatilidad en los mercados financieros, ocasionada por la crisis de deuda en la Zona del Euro, generando mejores resultados en los índices bursátiles, no sólo en ese país, sino también en otros.

En los mercados de deuda soberana las condiciones financieras mejoraron, en particular para los mercados italianos y españoles, que habían sido afectados fuertemente por la expectativa de contagio ante la crisis de Grecia, dado sus altos niveles de endeudamiento y déficits fiscales, así como su exposición a dicha deuda. En esta etapa, las medidas de política monetaria implementadas por el Banco Central

Europeo (BCE) fueron determinantes en la evolución y resultados de dichos mercados, así como para contener el riesgo de una crisis financiera de mayor magnitud, la cual, de haberse materializado habría sido similar a la observada después de la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. Entre dichas medidas destacan: la extensión del monto y plazo de vigencia de las líneas de provisión de liquidez de corto plazo en dólares, la oferta de préstamos a mediano plazo a las entidades financieras (operaciones de liquidez a tres años dentro del marco de su programa de medidas monetarias no convencionales) y el establecimiento de mayores requerimientos de capital para los bancos.

Con el propósito de fortalecer la red de seguridad bancaria, las autoridades de la Unión Europea acordaron incrementar la capacidad de préstamo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y la puesta en marcha a partir de junio del fondo permanente denominado Mecanismo de Estabilidad Europea, así como el aumento en el capital del FMI con el objetivo apoyar a los países más vulnerables de la Zona del Euro. En el tema fiscal, la Unión Europea acordó la unificación de criterios fiscales más estrictos, entre ellos, un límite de déficit fiscal estructural para cada país de 0.5% como proporción del producto interno bruto, cuyo incumplimiento conllevaría una penalidad de hasta 0.1% del PIB; dichos criterios también requieren mantener un nivel de deuda con relación al PIB que no supere el 60.0%.

En Grecia la aprobación de la restructuración de deuda y las medidas adicionales de ajuste fiscal por €3,200 millones para reducir el déficit fiscal a 6.7% del PIB, no han logrado revertir los temores de insolvencia. De hecho, *Moody's* señaló que los mercados financieros aún se mostraban escépticos sobre la perspectiva de la deuda soberana griega, dado que los rendimientos de la nueva deuda emitida en el canje con acreedores privados registran valores sustancialmente más altos a los de otros países de la zona, incluyendo Portugal, Irlanda, Italia y España. Asimismo, en estos países, con excepción de Portugal, se ha observado una modesta mejora en las primas de riesgo por incumplimiento del deudor, lo cual estaría asociado a una percepción de los inversionistas que el impacto sistémico sería limitado de llevarse a cabo otras restructuraciones de la deuda griega. En el caso de Portugal, la incertidumbre acerca de posibles problemas de solvencia, en el contexto de una marcada contracción económica, se ha reflejado en una elevada prima de riesgo y temores respecto de que necesite un acuerdo de restructuración de deuda, ello a pesar de que las revisiones de los programas de ayuda financiera otorgados por la *Troika* han señalado el cumplimiento de las metas fiscales.

Con relación a España, las condiciones financieras habían registraron una mejora durante los primeros dos meses, no obstante, a partir de marzo se deterioraron ante la modificación al alza, por parte del gobierno español, de la meta de déficit fiscal para 2012, (5.8% respecto a 4.4% del PIB); posteriormente, los ministros de finanzas de la Zona del Euro, señalaron que dicho país deberá establecer un objetivo de déficit fiscal de 5.3% para 2012.

En los mercados de deuda de los países de América Latina, los diferenciales crediticios presentaron una tendencia a la baja desde enero, lo cual, según *Standard & Poor's*, podría generar a partir del segundo trimestre de 2012, fuertes emisiones de deuda soberana.

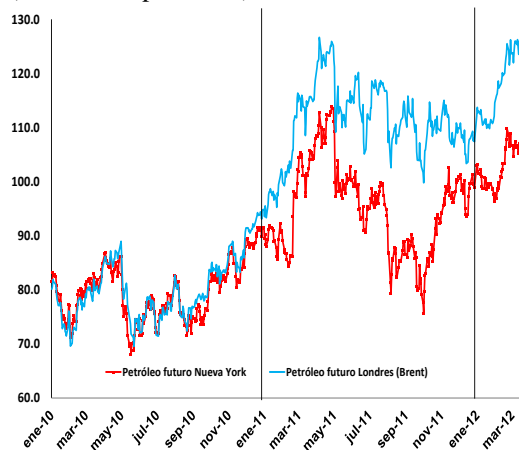
Por su parte, en los mercados de dinero las condiciones han mejorado significativamente, particularmente en los mercados europeos, ante las dos operaciones efectuadas por el Banco Central Europeo para dotar de liquidez al sistema financiero (€489,000

millones en diciembre de 2011 y €529,531 millones en febrero de 2012) así como al relajamiento de las exigencias crediticias para los colaterales usados por la banca. La mayor volatilidad de los mercados financieros europeos asociada a la subestimación del riesgo, una débil conducción de la política macroeconómica durante años y la debilidad observada en las políticas macroprudenciales, también habría incidido en menores rendimientos de los valores financieros en los Estados Unidos de América. Cabe indicar que este último país concentra el 11% del comercio mundial y su relación comercial con Europa es bastante fuerte, pues la quinta parte de sus exportaciones se destina a ese continente y cinco de los diez principales mercados externos para las inversiones estadounidenses se encuentran en dicha región.

Según el FMI, a pesar de la menor volatilidad observada recientemente en los mercados financieros y la mejora en la confianza de los inversionistas, los desafíos fundamentales que enfrentan los gobiernos de la Zona del Euro, así como muchos de otras economías avanzadas, continúan siendo significativos. El sistema financiero en Europa aún está sometido a fuertes presiones, la deuda tanto pública como privada todavía es demasiado alta, el nivel de desempleo es elevado y el incremento en los precios del petróleo podría intensificar la recesión en algunas de las economías de la región. Por su parte, las finanzas públicas permanecen bajo tensión, dado que evidencian diversas combinaciones de altos déficits primarios, de débil crecimiento económico y de altos niveles de endeudamiento. La mayoría de sus economías, han enfocado sus esfuerzos para llevar a una senda de sostenibilidad sus cuentas fiscales; sin embargo, dicho proceso tomará muchos años, por lo que continuarán expuestos a los cambios volátiles de la percepción de los inversionistas, lo cual aumentaría nuevamente la incertidumbre de una cesación de pagos. No obstante, las autoridades europeas tienen que aprovechar algunos signos positivos (los diferenciales soberanos se han reducido, los mercados de financiamiento se han abierto parcialmente y las cotizaciones bursátiles se han recuperado), para poner en práctica las reformas acordadas y completar la agenda de políticas que les permita restablecer de forma duradera la confianza y la estabilidad. Asimismo, tendrán que coordinar la interrelación de políticas financieras, macroeconómicas y estructurales para garantizar un proceso de desapalancamiento bancario suave, el cual debe ser respaldado con políticas para lograr una mayor integración financiera que privilegie la estabilidad.

Gráfica 4

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



(1) Cotización en la primera posición a futuro en las Bolsas de Mercancías de Nueva York y Londres.

Fuente: Bloomberg.

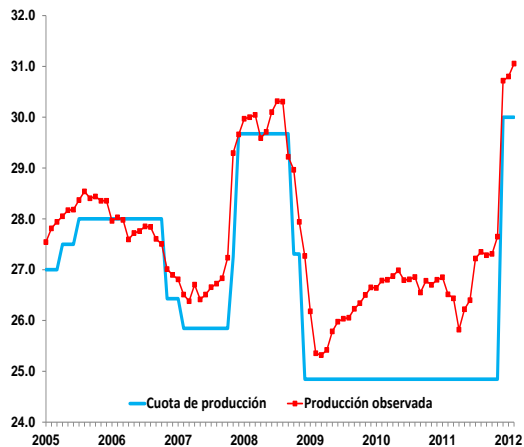
3. Precios internacionales de algunas materias primas

a) Petróleo y gasolinas

Durante el primer trimestre, el precio internacional del petróleo registró una importante alza, la cual fue más evidente a partir de la segunda semana de febrero y se asocia a la reducción de la producción en algunos países; al incremento en la demanda mundial, principalmente de las economías emergentes; a la reducción en los niveles de inventarios del crudo; y a los factores geopolíticos como el embargo petrolero a Irán por su programa nuclear, lo que ha generado tensión en el Oriente Medio. Asimismo, a partir de febrero se registra una importante brecha entre las dos principales variedades de petróleo que se cotizan en bolsa, siendo estas WTI en Nueva York y Brent en

Gráfica 5

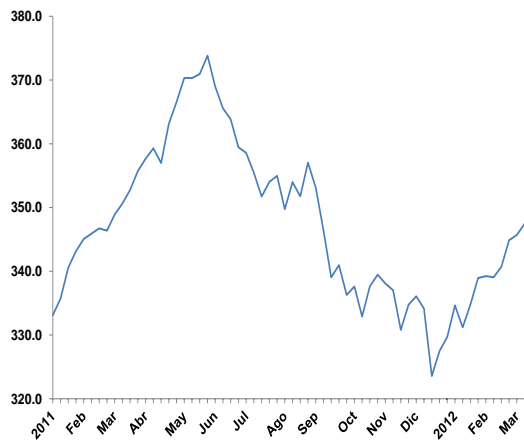
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (millones de barriles diarios)



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 6

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



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

Londres⁷.

En lo que se refiere a la oferta mundial de petróleo, destaca la suspensión en la extracción de crudo en la región del Mar del Norte, Europa, principal área productora de la variedad Brent, y en Canadá, por mantenimientos no planificados; así como en África y Oriente Medio⁸ por la violencia que se registra y que afecta a la infraestructura petrolera. Por su parte, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidió en diciembre pasado incrementar el nivel de su producción, el cual permanecía oficialmente invariable desde diciembre de 2008 y Arabia Saudita, el principal productor de la OPEP y segundo a nivel mundial después de Rusia, se encuentra en sus mayores niveles de producción de los últimos 30 años.

En lo que se refiere a la demanda mundial de petróleo, se estima que, con excepción de la región de América del Norte y Europa, que agrupa a las mayores economías del mundo, las restantes regiones registrarían un incremento en la demanda de petróleo para 2012, destacando el caso de la República Popular China que continúa siendo un importante consumidor de crudo (aproximadamente el 11% de la demanda diaria mundial) y que prevé incrementar sus reservas estratégicas de petróleo, lo que generaría una presión adicional de demanda. Asimismo, destaca el hecho de que Japón, tras el *tsunami* de 2011 incrementó su demanda de petróleo, luego de que la oferta de energía nuclear se redujera ante los daños a los reactores, como consecuencia del referido desastre.

Cuadro 1

Demanda Mundial de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)

Región	2011	2012	Variación
América del Norte	23.5	23.4	-0.1
Europa	15.1	14.8	-0.3
Países OECD Asia Pacífico	7.8	7.9	0.1
Países no miembros OECD (Asia Pacífico)	10.6	10.8	0.1
China	9.5	9.7	0.3
Latinoamérica	6.5	6.6	0.1
Medio Oriente	8.0	8.2	0.2
Euroasia	4.6	4.7	0.0
África	3.4	3.5	0.1
TOTAL	89.0	89.5	0.6

(1) Variación interanual.

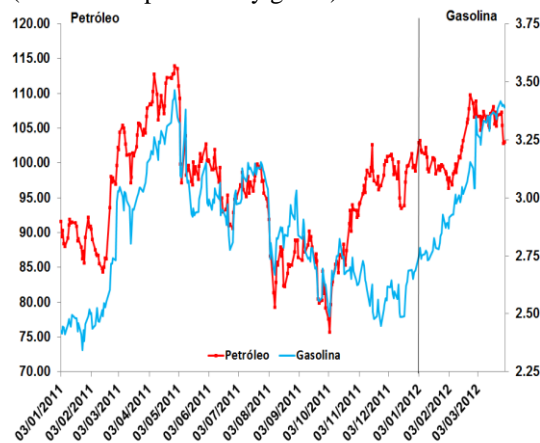
Fuente: IHS Cambridge Energy Research Associates.

⁷ La brecha en las cotizaciones de crudo se explica por los factores geopolíticos que afectaron el Oriente Medio en febrero de 2011, y que tuvieron un mayor impacto en el mercado europeo, derivado que la principal fuente de abastecimiento de crudo es dicha región.

⁸ En África se registra el conflicto entre Sudán y Sudán del Sur que se independizó en julio de 2011; sin embargo, mantienen disputas por el control de regiones con existencias de petróleo, mientras que en Oriente Medio se registra la guerra civil en Siria.

Gráfica 7

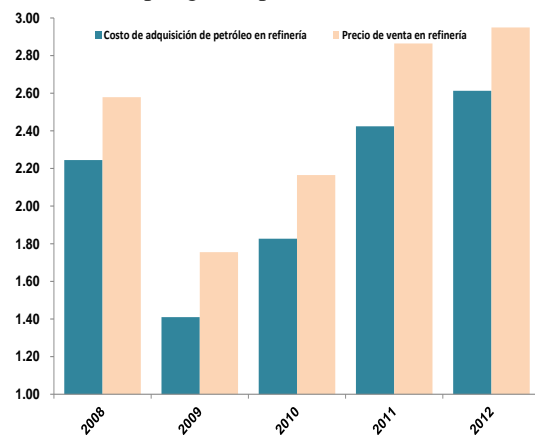
Precio Internacional del Petróleo y la Gasolina
(1)
(US dólares por barril y galón)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8

Costo de Adquisición del Petróleo y Precio de
Venta de Gasolina en Refinería
(US dólares por galón, promedio)



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

El incremento en la demanda mundial de petróleo y de sus productos refinados, ha tenido un impacto en los niveles de inventarios. Los Estados Unidos de América, principal consumidor mundial de petróleo, registra una tendencia a la baja en sus inventarios desde mayo de 2011. Cabe indicar que el gobierno de los Estados Unidos de América y algunos países europeos consideran la posibilidad de utilizar nuevamente las reservas estratégicas de petróleo con la finalidad de atender la demanda del crudo y con ello lograr estabilizar el precio.

En lo que respecta a factores geopolíticos, destaca la actual crisis que se registra, derivado de las sanciones impuestas por la Unión Europea contra Irán ante la negativa de este país de permitir inspecciones a sus instalaciones. Dichas sanciones incluyen la prohibición de compra del petróleo iraní por parte de los países miembros de la Unión Europea, efectiva a partir del 1 de julio de 2012. En respuesta a dichas sanciones Irán ha amenazado con el cierre del estrecho de Ormuz en el Golfo Pérsico, aunque hay consenso entre la mayoría de analistas de que dicha amenaza es poco viable.

El alza observada en el precio internacional del petróleo ha impactado en el precio de los productos refinados, principalmente la gasolina, que también ha sido afectado por otros factores como los problemas en la producción, el costo de refinamiento, el incremento en la demanda, la reducción en los niveles de inventarios y el incremento en los fletes marítimos. Cabe indicar que el proceso de refinamiento ha jugado un papel importante en el precio de la gasolina, dado que regularmente a finales de un año y principios del siguiente las refinerías entran en el proceso de mantenimiento anual, por lo cual el abastecimiento del mercado es cubierto por otro grupo de refinerías. Sin embargo, en este grupo de refinerías se han presentado diversos problemas que han obligado a algunas de ellas a suspender sus operaciones, con lo cual la presión de la demanda se traslada a los inventarios⁹. Se prevé que una buena parte de las refinerías que se encuentran en mantenimiento no estarán operando con normalidad ante el inicio de la demanda estacional de la primavera y el verano en los Estados Unidos de América.

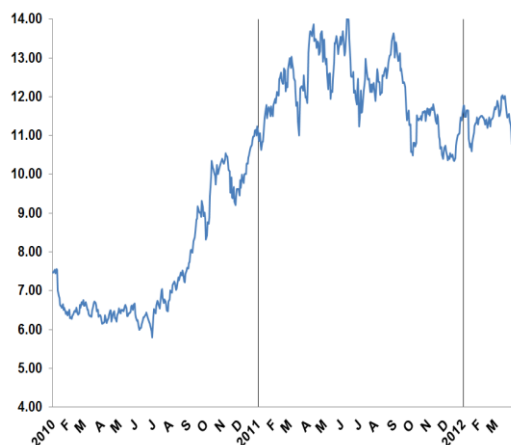
De acuerdo con la firma IHSCERA se prevé que la región de América del Norte no registre cambios en su demanda de combustibles, mientras que en Europa habría una disminución, contrario a la República Popular China y América Latina, en donde se estiman incrementos.

En resumen, la confrontación entre Irán y las potencias occidentales por el programa nuclear del primero continuó latente, y la amenaza de un conflicto militar se suma a otras limitaciones de la oferta que hicieron subir el precio del petróleo. Asimismo, las cotizaciones del precio de las gasolinas continuó al alza y el nivel de inventarios de gasolina en los Estados Unidos de América continuó reduciéndose, a la vez que los costos de refinamiento crecieron e impactaron en el precio de adquisición del petróleo refinado, situación que se explica, principalmente, porque alrededor del 20% del total de refinerías de petróleo a nivel mundial no están operando.

⁹ Según el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, el oleoducto denominado Colonial, que se inicia en la región del Golfo de México (Texas) y recorre la región sur y este de dicho país, para finalizar en Nueva York, ha registrado un incremento en su utilización desde agosto de 2011, lo que refleja los problemas de refinado en diversas regiones de dicho país.

Gráfica 9

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago.
Fuente: Bloomberg.

b) Maíz

El precio internacional del maíz amarillo en la Bolsa de Chicago registró un moderado incremento durante el primer trimestre, sin alcanzar los niveles del mismo período del año previo, asociado al aumento en la demanda mundial del grano, así como a las expectativas de posibles daños a la producción en algunos países productores por factores climáticos, particularmente, en América del Sur. Cabe indicar que los elevados precios observados en 2011 promovieron incrementos en las áreas de siembra en los principales países productores. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), se prevé que el clima será un factor clave en el adecuado desarrollo de las cosechas ya que algunos países productores podrían registrar sequías o intensas lluvias, situación que en el pasado afectó la disponibilidad del grano y presionó hacia el alza el precio.

De acuerdo con el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), la producción mundial de maíz para la cosecha 2011/2012 alcanzaría las 865.0 millones de toneladas métricas, superior en 4.3% respecto de lo producido en la cosecha anterior (829.2 millones de toneladas). Sin embargo, dicho estimado es inferior en 0.29% al presentado en diciembre de 2011, derivado de la disminución en la producción en Argentina, (sexto productor mundial), por la sequía que afecta a sus zonas productoras.

En lo que respecta a la demanda mundial, se prevé que para la presente cosecha (2011/2012) se situó en 869.5 millones de toneladas, superior en 2.9% respecto a la cosecha anterior (844.4 millones de toneladas). Dicha estimación estaría respondiendo a los incrementos previstos en el consumo de la Unión Europea, India, Sudáfrica y Ucrania y se prevé un déficit en la producción para cubrir la demanda mundial de aproximadamente 4.5 millones de toneladas, el que sería cubierto con los inventarios del grano. Vale indicar que los inventarios mundiales de maíz registrarán por tercera cosecha consecutiva una reducción en su nivel, lo que a mediano y largo plazos podría generar presiones en el comportamiento del precio internacional, debido principalmente a factores de oferta, por lo que los pronósticos en su precio podrían aumentar.

Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz (1)
(millones de toneladas)

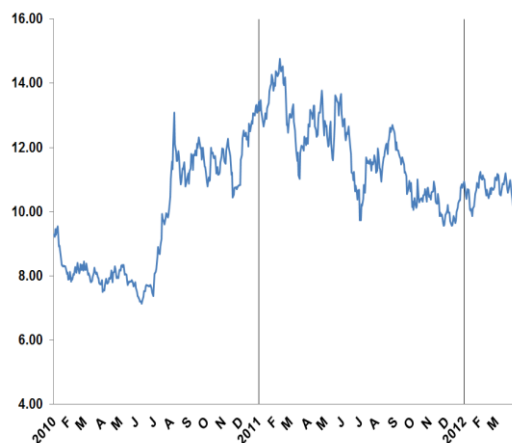
Rubro	2009/2010	2010/2011	2011/2012	Variación	
				2010/2011	2011/2012
Producción	819.2	829.2	865.0	1.2	4.3
Consumo	822.6	844.4	869.5	2.7	3.0
Déficit	-3.4	-15.2	-4.5	-----	-----

(1) Variación porcentual.

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

Gráfica 10

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago.
Fuente: Bloomberg.

c) Trigo

El precio internacional del trigo en los contratos a futuro de la Bolsa de Chicago registró un comportamiento variable durante el primer trimestre, pero continuó siendo elevado, aun cuando el nivel de la producción mundial es adecuado. De acuerdo a la FAO, el clima será un factor determinante en el desempeño de la actual cosecha, ya que en algunos países productores como los Estados Unidos de América y Argentina podrían registrarse reducciones importantes.

El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América prevé que la producción mundial de trigo para la cosecha 2011/2012 se sitúe en 694.0 millones de toneladas métricas, superior en 6.5% a la cosecha anterior. No obstante, se registraría una menor producción en los Estados Unidos de América, la cual sería compensada por los otros productores.

La demanda mundial se prevé se sitúe en 683.9 millones de toneladas, 4.5% más respecto de la demanda registrada en la cosecha 2010/2011, asociada al aumento en el consumo de la República Popular China, la Unión Europea, Kazajistán, Canadá, Ucrania e India.

Cuadro 3

Producción y Consumo Mundial de Trigo (1)
(millones de toneladas)

Rubro	2009/2010	2010/2011	2011/2012	Variación	
				2010/2011	2011/2012
Producción	685.6	651.5	694.0	-5.0	6.5
Consumo	650.3	654.4	683.9	0.6	4.5
Déficit / Superávit	35.3	-2.9	10.1

(1) Variación porcentual.

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

De mantenerse el nivel en los inventarios de trigo, éstos contribuirían a mantener estable el precio internacional. A pesar de ello, en el mediano y largo plazos, persisten los riesgos de daños a la producción, lo que limitaría la oferta disponible y presionar el nivel de precios del grano.

RECUADRO 3 PETRÓLEO Y DINERO

De acuerdo con el informe de *The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation* (HSBC) de febrero de 2012, existen dos fuentes que podrían estar influyendo en los precios del petróleo: el impacto directo de una actividad especulativa (este impacto es muy limitado) y el *Quantitative Easing* (QE, por sus siglas en inglés), el cual está impulsando el crecimiento de las economías emergentes (EM) lo que ha aumentado la demanda del combustible y, consecuentemente, ha repercutido en el incremento en el precio del petróleo.

A criterio del HSBC, en los últimos años el crecimiento económico de las EM ha sido más alto que en los países avanzados, lo cual ha incidido en que la demanda de petróleo se haya trasladado de los países avanzados hacia estas economías. En efecto, la demanda de combustible en los países de la OECD disminuyó 7.0% entre 2005 y 2010; sin embargo, el consumo global aumentó en 4.0% durante el mismo período, impulsado, principalmente, por un aumento en el consumo de los países en desarrollo (20.0%), quienes además ahora representan más del 50% de la demanda mundial de petróleo.

Se indica que este fuerte crecimiento económico de las EM continuará impulsando el precio del petróleo en el mediano plazo; no obstante que, desde la perspectiva macroeconómica, cuando se examina el comportamiento de los precios, lo que interesa es la volatilidad y no los niveles. Adicionalmente, se subraya que la volatilidad observada recientemente ha generado incertidumbre entre los agentes económicos para llevar a cabo sus planes financieros futuros.

Asimismo, el referido ente subraya que lo que más preocupa en la actualidad son las consecuencias sobre el crecimiento y sobre la inflación asociadas con el incremento de los precios del petróleo, en virtud de que el impacto es diferente para los países con economías avanzadas respecto de los países con economías emergentes. Para los países avanzados, la desaceleración económica es fuente de mayor preocupación que los riesgos inflacionarios; mientras que en las EM, la amenaza más alta continúa siendo la inflación.

Ante el cuestionamiento sobre si el aumento en los precios del petróleo es temporal o permanente, el HSBC indica que cuando los choques de precios son consecuencia de una guerra o de desastres naturales, éstos se consideran temporales (choques de oferta). En este caso, sólo es cuestión de tiempo para que la recuperación de la oferta agregada incida en que los precios se ajusten a la baja. En este sentido, se sugiere que la política monetaria se mantenga acomodaticia, tanto en los países avanzados como en las EM.

Pero ¿qué sucede cuando el precio del petróleo aumenta como consecuencia de un aumento de la demanda global? y ¿qué sucede cuando la política monetaria impulsa indirectamente esta alza de precios? De acuerdo con el informe, en la actualidad los bancos centrales están encontrando muchas dificultades para responder correctamente a estas preguntas. Por ejemplo, en los países avanzados, las acciones de política están colaborando a que se deteriore el balance entre crecimiento e inflación; además, los bancos centrales de estos países, continuarán enfocándose en el crecimiento económico, lo cual implica continuar con una política monetaria acomodaticia en el mediano plazo, particularmente, en aquellos países en los que la tasa de interés está muy cerca de cero, lo que significará seguir con el *Quantitative Easing*. Consecuentemente, esto se traduce en más dinero hacia las EM.

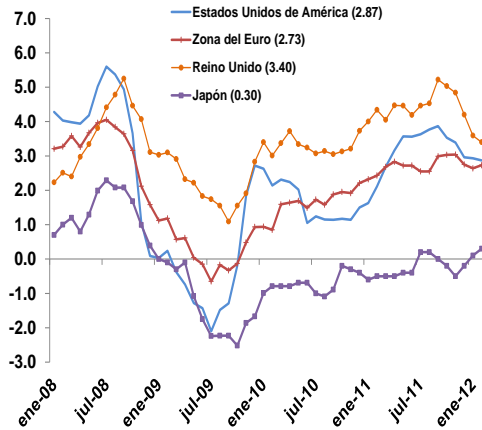
A criterio del HSBC, la respuesta de política económica debiera ser una combinación de política fiscal expansiva y de política monetaria restrictiva. Considerando el rápido efecto que tienen los combustibles en la inflación, la política monetaria debe ser restrictiva para evitar efectos de segunda vuelta; mientras que la política fiscal podría enfocarse en proporcionar asistencia a los sectores más pobres de la sociedad.

Fuente: "Oil and Money: QE, EM and Monetary Policy" HSBC, Global Research. Febrero de 2012.

4. Inflación y política monetaria

Gráfica 11

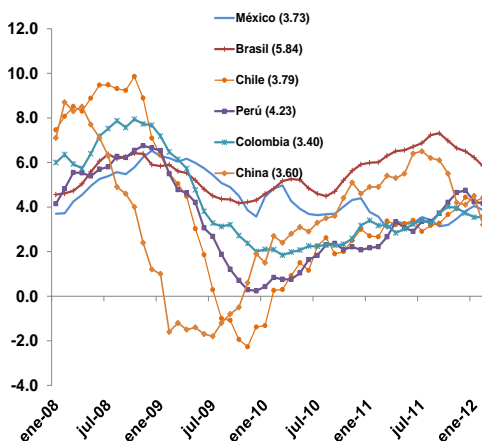
Ritmo Inflacionario Total de Economías Avanzadas (porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.

Gráfica 12

Ritmo Inflacionario Total de Economías de Mercados Emergentes (porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.

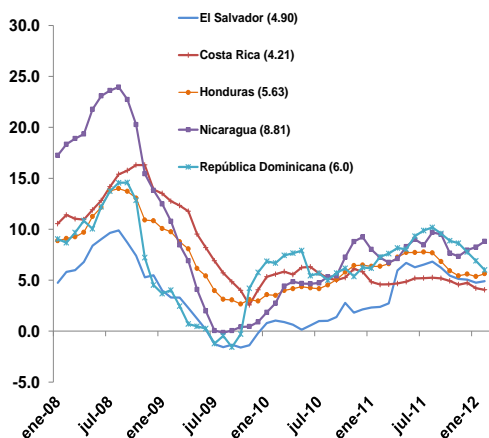
Durante el primer trimestre la inflación ha registrado un comportamiento desigual, dado que en algunas economías, principalmente emergentes, se ha empezado a revertir la tendencia a la baja observada durante el segundo semestre de 2011 y en otras, particularmente las avanzadas, ha continuado moderándose. Dicha divergencia está asociada, tanto a factores externos como internos. En cuanto a los factores externos, destaca el aumento en los precios de los alimentos y del petróleo, así como los efectos de la depreciación de las monedas en el último trimestre de 2011. Entre los factores internos destaca la moderación del crecimiento a nivel global, lo cual generó menores presiones de demanda interna. En este contexto, los distintos grados de desaceleración determinaron diferentes reacciones de política entre estas economías. En el caso particular de América Latina, en aquellos países en donde las expectativas de inflación se mantienen ancladas y las previsiones de crecimiento económico para 2012 se han corregido a la baja se han realizado reducciones en la tasa de política monetaria, tal es el caso de Brasil y Chile, que revisaron a la baja su tasa en 125 y 25 puntos básicos, respectivamente en el primer trimestre del año, mientras que Colombia la incrementó en 50 puntos básicos, ante el dinamismo observado en su actividad económica y el crecimiento en el crédito bancario. Cabe indicar que muchas de las principales economías latinoamericanas están operando cerca del límite de su capacidad, por lo que se prevé que la disminución en la inflación sea muy moderada; sin embargo, se anticipa que los precios de las materias primas, especialmente el petróleo, permanecerán elevados y con riesgos al alza, lo cual continuaría siendo una fuente importante de presiones inflacionarias de origen externo.

Al analizar el comportamiento de la inflación para los principales socios comerciales del país se infiere que en los Estados Unidos de América la inflación se mantiene relativamente moderada, aunque por arriba de la meta de 2.0% establecida recientemente por la Reserva Federal; no obstante, el aumento en los precios del petróleo podría aumentar las presiones inflacionarias en el corto plazo, aunque la mayoría de analistas internacionales coinciden en que es muy probable que el alza observada en los precios de la energía sea de carácter temporal. Por su parte, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto ha manifestado que mantendrá su tasa de interés objetivo de fondos federales en el rango de 0.0% - 0.25%, con la finalidad de apoyar la recuperación económica y asegurar que la inflación se ubique en un nivel consistente con su mandato dual (máximo empleo y estabilidad de precios).

En el caso de la Zona del Euro, la inflación en muchas economías se ha mantenido contenida y el FMI prevé que dicho comportamiento continúe, dada la moderación prevista de la actividad económica. Sin embargo, la oficina de estadística de la Comisión Europea, *Eurostat*, indicó que el comportamiento al alza en la inflación en febrero estuvo asociado, principalmente, al aumento en el precio internacional del petróleo, efecto que se amplificó por el incremento en la demanda ante la estabilización observada en la actividad económica de varias de las economías de la Zona. Con relación a la tasa de interés de política monetaria, el Banco Central Europeo continúa manteniendo dicha tasa en 1%, considerando que los indicadores económicos recientes confirman el proceso de

Gráfica 13

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



Fuente: Bancos centrales.

estabilización en las economías de la Zona del Euro; sin embargo, los riesgos a la baja para el crecimiento económico persisten, como consecuencia de un entorno económico adverso, aunado al aumento en los precios de la energía.

Por su parte, la inflación en México también se ha mantenido contenida y las expectativas de los agentes económicos se mantienen ancladas. De acuerdo con la Junta de Gobierno del Banco de México, la tasa de política monetaria se mantiene en 4.50%, decisión que se fundamenta en que las perspectivas para la actividad económica mundial, en los primeros meses del año, ha evidenciado signos de estabilización con algunas diferencias entre regiones, lo cual ha contribuido a reducir la probabilidad de que el sector financiero mundial pueda enfrentar nuevos riesgos de colapsar.

En Honduras y en El Salvador, la inflación ha registrado aumentos significativos recientes debido, principalmente, al aumento en el precio del petróleo y sus derivados, situación que conlleva una mayor preocupación sobre todo por el comportamiento en algunos precios de alimentos y combustibles, dada la proporción relevante que ocupan dentro de la canasta de consumo.

Algunos organismos y agencias de información económica prevén que la combinación de correcciones a la baja en los precios de alimentos y menores presiones de demanda interna contribuirá a que la inflación converja hacia las metas oficiales de los respectivos países, aspecto que podría abrir espacios para políticas más acomodaticias. Probablemente dicho apoyo será mayor en Asia que en América Latina, dada una previsión de menor inflación en la primera, pero incluso en esta última región los pronósticos apuntan más a disminuciones que a alzas en las tasas de política. No obstante, es necesario enfatizar que existe el riesgo de un aumento en las presiones inflacionarias globales tanto por la persistencia al alza en el precio del petróleo, debido al aumento en las tensiones geopolíticas en el Oriente Medio, como por un mejor desempeño económico, más allá del previsto en las economías avanzadas, lo cual podría generar incrementos en la confianza e impulsar la demanda global.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

El FMI prevé para 2012 un crecimiento económico global de 3.5%, menor al 4.0% que previó en octubre de 2011 y para 2013 de 4.1%. Este comportamiento se debe fundamentalmente al riesgo de que la Zona del Euro enfrente una leve recesión en 2012, resultado de la crisis de deuda soberana, la pérdida general de confianza y el impacto del ajuste fiscal en respuesta a las presiones del mercado. Debido a los problemas en Europa, la actividad económica continuaría siendo moderada en las economías avanzadas, expandiéndose alrededor de 1.4% en 2012 y 2.0% en 2013.

Para las economías emergentes y países en desarrollo proyecta 5.7% en 2012 y 6.0% en 2013, crecimiento económico impulsado por adecuadas políticas macroeconómicas y el fortalecimiento de la demanda externa. El FMI apunta que los efectos secundarios de la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro afectarán severamente al resto de Europa; mientras otras economías posiblemente sufrirán mayor volatilidad financiera sin mayores impactos en la actividad económica, a menos que la crisis se intensifique.

El crecimiento en los Estados Unidos de América para 2012 sería 2.1%, mayor a lo esperado en diciembre (1.8%), mientras que

para 2013 sería de 2.4%, aunque prevalecen riesgos a la baja debido a la escasa recuperación de los precios de las viviendas, las presiones de un mayor desapalancamiento financiero y el aún débil mercado laboral (tasa de desempleo de 8.2% en 2012 y 7.9% en 2013); los riesgos en las perspectivas de crecimiento son más equilibrados y aún se encuentran sesgados a la baja, dada la dificultad de alcanzar un acuerdo sobre las medidas de estímulo fiscal a corto y mediano plazos, la debilidad en el mercado de la vivienda y los efectos secundarios potenciales de Europa. Por otra parte, el FMI estima que la inflación en los Estados Unidos de América continuará en niveles moderados, para terminar 2012 en 2.1% y 2013 en 1.9%; a pesar que los altos precios del petróleo pueden impactar en la inflación en el corto plazo.

En la Zona del Euro se prevé una contracción de 0.3%, menor a la esperada en diciembre de 2011 (1.1%). Sin embargo, dicha recesión sería poco profunda y de corta duración en algunas economías de la Zona, debido a una posible recuperación de la confianza, a mejores condiciones financieras y a la recuperación de la demanda externa. En países como Grecia, Portugal, Italia y España, la recuperación será más lenta y se espera que empiece hasta 2013, debido a los amplios ajustes fiscales para estabilizar las presiones del mercado y de las primas de riesgo de la deuda soberana. Este escenario, combinado con menores precios de las materias primas, podría llevar a que disminuyan las tasas de inflación para 2012 y 2013, aunque existen riesgos por los incrementos en los precios de la energía e impuestos indirectos.

Por su parte en la República Popular China, debido al debilitamiento de la demanda externa, se espera un crecimiento económico en 2012 de 8.2% (9.0% esperado en diciembre) y de 8.8% para 2013, como resultado de un fuerte crecimiento previsto en el consumo interno y la inversión. Para Japón se estima una leve recuperación económica en 2012, alcanzando un crecimiento de 2.0%, menor al esperado en diciembre (2.3%). Este resultado dependerá de los trabajos de reconstrucción, luego del terremoto y posterior *tsunami* que impactó Japón en marzo de 2011, de la evolución de la crisis de deuda soberana europea y del comportamiento del yen, que afectaría las exportaciones y repercutiría en la demanda interna. Para 2013 se espera un crecimiento económico de 1.7%. A medida que el ritmo de la actividad económica en Asia se haya desacelerado y los flujos de capital hayan disminuido, las presiones inflacionarias cederán, así como el crecimiento del crédito. Ante ese escenario, para 2012 se prevén tasas de inflación de 3.3% y 0.0% para China y Japón, respectivamente.

En América Latina y el Caribe se espera para 2012 un crecimiento anual de 3.7%, menor al esperado en diciembre (5.6%) y para 2013 de 4.1%, este comportamiento está relacionado, en el caso de los países exportadores de materias primas, con la moderación del crecimiento de la demanda externa. Sin embargo, se espera una recuperación de la demanda interna, como resultado de la puesta en marcha de mejores políticas públicas; no obstante que la inflación se mantiene por encima del punto medio del rango meta en muchas economías y el crecimiento del crédito continúa siendo elevado.

De acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), América Latina enfrenta nuevos desafíos, destacando entre ellos, un cambio en las condiciones de demanda global; una mayor

incertidumbre en el desempeño económico mundial y el riesgo de otra crisis (debido a Europa); los riesgos de contracción en la tasa de crecimiento de China, podría afectar los precios de las materias primas; y la incertidumbre en la recuperación de la economía de los Estados Unidos de América, particularmente si ocurre un ajuste fiscal fuerte en el corto plazo.

En México, Centroamérica y el Caribe, el desempeño económico estará determinado en gran parte por el comportamiento de la economía estadounidense, debido a sus altos niveles de relación comercial. Para Centroamérica y el Caribe, se espera un crecimiento promedio de 4.0%, tanto para 2012 como para 2013. Asimismo, las altas tasas de crecimiento del crédito bancario y de las importaciones sugieren que los flujos de capitales aún no están controlados y que no regresarán a sus niveles previos, lo que genera presiones a la depreciación, por lo que existe un riesgo de mayores presiones vía demanda agregada, que complicarían el control de la inflación.

Estas tasas de crecimiento desiguales en las diferentes economías, de acuerdo al FMI, conllevarán a diferentes dinámicas de inflación, las cuales se verán afectadas por los siguientes aspectos:

- En las economías avanzadas, la inflación disminuirá en 2012 al ubicarse en 1.9% (2.7% en 2011), como resultado de leves alzas o inclusive disminuciones en los precios de las materias primas, así como también por menores costos salariales, como resultado de los altos índices de desempleo.
- Para las economías en desarrollo el pronóstico de inflación es más disperso, también como consecuencia de los menores precios de las materias primas y los alimentos. En Europa y Asia emergente, se espera una menor inflación, con excepción de Hungría, Turquía e India. Por su parte, en las mayores economías de América Latina el pronóstico de inflación muestra un leve descenso, debido a que su actividad económica se encuentra cerca a su potencial.

Por su parte, existen riesgos que podrían afectar el panorama económico a corto y mediano plazos, entre los cuales se destacan los siguientes:

- a) Complicaciones en la crisis de deuda soberana de la Zona del Euro, podrían ocasionar una mayor aversión al riesgo, así como también un deterioro en la calidad de los activos de los bancos europeos. Este escenario sugiere que la producción global y de la Zona del Euro podría disminuir en 2.0% y 3.5%, respectivamente, en un escenario de 2 años plazo.
- b) Asimismo, la incertidumbre geopolítica, principalmente en Irán, podría desencadenar un aumento importante en los precios internacionales del petróleo, debido a que dicho país es el tercer exportador de crudo a nivel mundial y tiene el control sobre el estrecho de Ormuz, por el cual transita el 40% de las exportaciones mundiales del crudo, equivalente al 25% de la producción total. De acuerdo a proyecciones del FMI, un aumento de 50.0% en los precios internacionales del

- petróleo reduciría la producción mundial 1.25%.
- c) Políticas monetarias extremadamente restrictivas o choques externos, podrían llevar a situaciones de deflación en Japón y algunos países de la Zona del Euro, región donde el deflactor del PIB se ha mantenido en alrededor de 1.0% en los últimos tres años y se espera que continúe en ese nivel por lo menos dos años más.
 - d) Existen riesgos de restricciones en el financiamiento mundial, sobre todo los relacionados con nuevas emisiones de bonos y los mercados de divisas, debido a los elevados déficits públicos y altos niveles de deuda en los países industrializados.
 - e) Por último, existe cierta incertidumbre acerca de la sostenibilidad de las tasas de crecimiento económico en algunos países emergentes, debido al crecimiento importante en las tasas de crédito bancario observadas, así como por la expectativa de una menor demanda de materias primas, lo que afectaría a las economías exportadoras de dichos insumos.

En síntesis, las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2012, aunque se han reducido respecto de las disponibles a finales de 2011, siguen siendo positivas.

Cuadro 4**Proyecciones de Crecimiento de los Socios Comerciales
(porcentajes)**

	PIB			INFLACIÓN			DESEMPLEO		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Principales socios									
Estados Unidos	1.7	2.1	2.4	3.1	2.1	1.9	9.0	8.2	7.9
México	4.0	3.6	3.7	3.4	3.9	3.0	5.2	4.8	4.6
El Salvador	1.4	2.0	2.5	3.6	4.5	3.4			
Zona del Euro	1.4	-0.3	0.9	2.7	2.0	1.6	10.1	10.9	10.8
China	9.2	8.2	8.8	5.4	3.3	3.0	4.0	4.0	4.0
Honduras	3.6	3.5	3.5	6.8	5.2	6.4			
Otros socios									
Colombia	5.9	4.7	4.4	3.4	3.5	3.1	10.8	11.0	10.5
Japón	-0.7	2.0	1.7	-0.3	0.0	0.0	4.5	4.5	4.4
Brasil	2.7	3.0	4.1	6.6	5.2	5.0	6.0	6.0	6.5
Chile	5.9	4.3	4.5	3.3	3.8	3.0	7.1	6.6	6.9
Perú	6.9	5.5	6.0	3.4	3.3	2.6	7.5	7.5	7.5
Reino Unido	0.7	0.8	2.0	4.5	2.4	2.0	8.0	8.3	8.2
Economías avanzadas	1.6	1.4	2.0	2.7	1.9	1.7	7.9	7.9	7.8
América Latina y el Caribe	4.5	3.7	4.1	6.6	6.4	5.9			
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	6.2	5.7	6.0						
Mundial	3.9	3.5	4.1						
Principales socios	2.5	2.5	2.9	3.5	2.8	2.5			

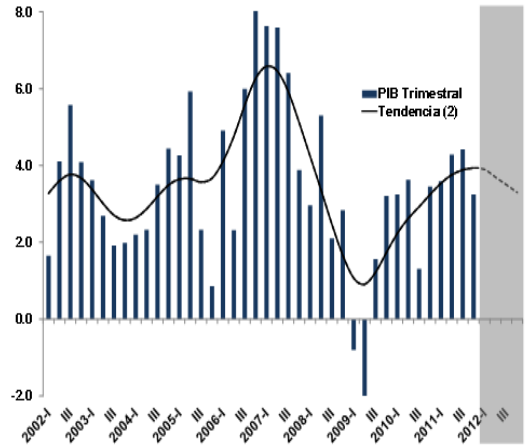
Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Abril de 2012.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Gráfica 14

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



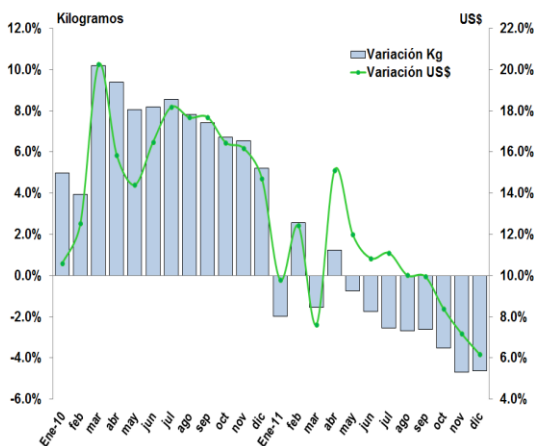
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 15

Exportación de Textiles (1) (2)
(porcentajes)



(1) Incluye prendas de vestir y artículos de cuero.

(2) Variación interanual acumulada de las exportaciones de productos textiles en kilogramos y en US dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

La actividad económica interna en el cuarto trimestre de 2011 registró un crecimiento interanual de 3.2%, levemente menor al observado en el mismo trimestre del año previo (3.4%), al registrado en los primeros tres trimestres de 2011 y al esperado por el panel de analistas privados en la encuesta de expectativas económicas de marzo (3.3%). Con dicho resultado, el crecimiento del PIB en términos anuales se ubicó en 3.9% (mayor al 3.8% estimado a finales de 2011). Este comportamiento estuvo asociado a la evolución del consumo privado y de las exportaciones de bienes y servicios y a la disminución registrada en las importaciones de bienes y servicios, esto último como resultado de un menor ritmo de crecimiento en la demanda interna de productos importados para consumo final e intermedio.

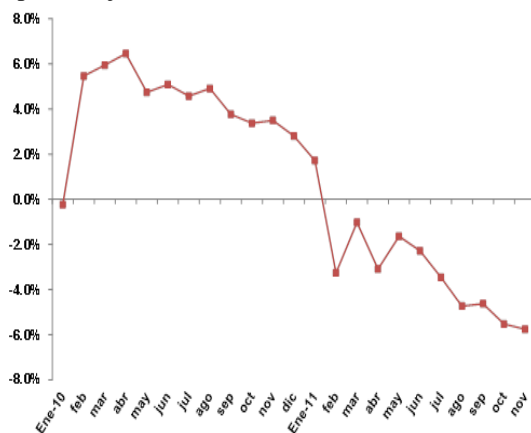
El comportamiento de la actividad económica ha mostrado una recuperación sostenida, luego de registrar tasas de variación negativas durante el primero y segundo trimestres de 2009, como consecuencia de los efectos de la crisis económica y financiera internacional.

1. Actividad sectorial

El PIB trimestral, medido por el origen de la producción, mostró que las actividades que registraron un menor dinamismo en el cuarto trimestre de 2011, respecto de trimestres previos, fueron la industria manufacturera; el comercio al por mayor y al por menor y los servicios privados; no obstante, dicho comportamiento se vio parcialmente compensado por la mejora en el ritmo de crecimiento de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca y del transporte, almacenamiento y comunicaciones. El comportamiento de las actividades anteriores explicó alrededor del 70% del crecimiento del PIB registrado en el cuarto trimestre de 2011.

Gráfica 16

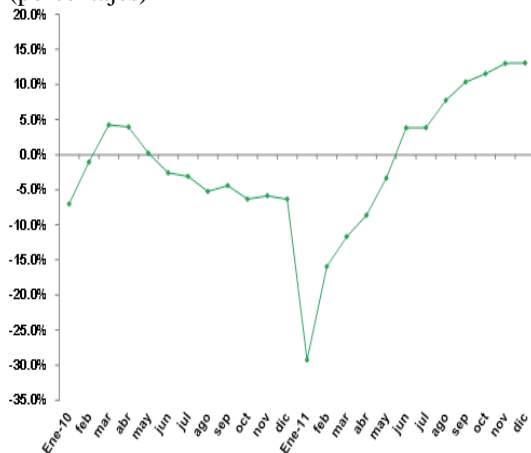
Actividad de Reparación de Vehículos (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada de la facturación de reparación de vehículos, en quetzales deflactados.
Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

Gráfica 17

Exportación de Productos Tradicionales (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada del volumen.
Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

Cuadro 5

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

Actividades Económicas	Ponderación 2011	2010	2011			
		IV	I	II	III	IV
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.2	-1.3	-0.3	3.9	4.8	5.5
Explotación de Minas y Canteras	0.8	13.2	20.4	14.3	34.3	15.7
Industria Manufacturera	17.9	3.1	2.8	4.4	3.2	2.0
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.6	2.1	3.6	6.1	5.7	4.4
Construcción	2.9	-6.5	0.6	1.5	1.8	2.1
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	4.0	2.4	4.3	4.7	1.8
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	3.4	2.0	3.8	4.8	6.8
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.4	10.0	11.9	5.5	4.6	5.1
Alquiler de Vivienda	10.1	2.9	3.1	2.9	2.8	2.7
Servicios Privados	16.0	4.9	3.5	4.0	4.5	3.6
Administración Pública y Defensa	7.7	10.2	5.4	7.6	5.6	2.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	3.6	4.3	4.4	3.2

(1) Medido por el origen de la producción.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

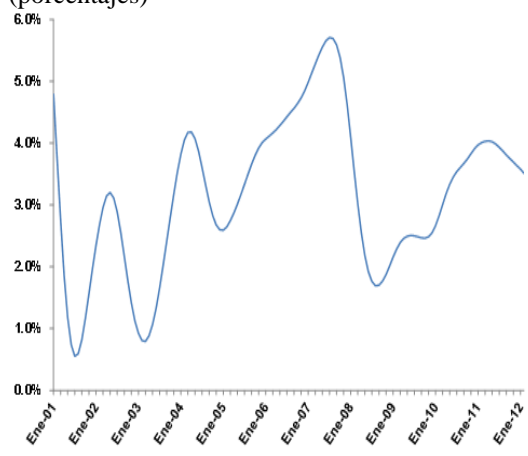
En la desaceleración de la industria manufacturera influyó el menor dinamismo registrado en la producción de alimentos, bebidas y tabaco y la desaceleración en la producción de químicos, metálicos, maquinaria y equipo; pero particularmente la reducción que se ha observado en los últimos meses es en la elaboración de productos textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, la cual se asocia a la menor demanda por parte del mercado estadounidense, principal demandante de estos productos.

Por su parte, el menor dinamismo de los servicios privados, estuvo explicado por la moderación de las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, las cuales están asociadas a la desaceleración de la demanda intermedia de dichos servicios por parte de las actividades manufactureras, comerciales, de intermediación financiera y de administración pública y defensa; asimismo, las actividades de mantenimiento y reparación de vehículos también mostraron una desaceleración en los meses recientes.

En contraste, la mejora en la actividad agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, se explica por el mayor volumen de producción en los cultivos de café, banano, cardamomo, hortalizas y frutas, como resultado de la recuperación de las áreas de cultivo que

Gráfica 18

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



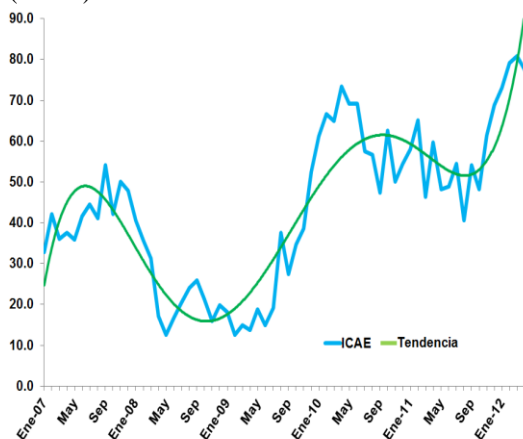
(1) Base 2001 = 100.

(2) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 19

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



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

fueron dañadas por los fenómenos climáticos ocurridos en 2010.

Otro indicador que confirma el desempeño reciente de la actividad económica es el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), cuya variación interanual de la tendencia-ciclo muestra una leve desaceleración desde la segunda mitad de 2011 y en febrero de 2012 se ubicó en 3.51%. Dicho comportamiento se asocia principalmente, al desempeño de las actividades industriales, agrícolas, comerciales y de administración pública y defensa, las cuales representan cerca del 70% del índice.

El comportamiento descrito de los principales indicadores de la actividad económica se encuentra en línea con la percepción de los analistas privados, quienes esperan una ligera desaceleración en el ritmo de crecimiento para 2012 (3.1%); no obstante, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE), mostró una perspectiva positiva al situarse en marzo en 80.77 (el valor más alto en los últimos 5 años).

2. Demanda agregada

En el cuarto trimestre del 2011, la demanda agregada mantuvo su dinámica de crecimiento (3.2%), aunque menor a la registrada en trimestres previos, resultado de una moderación en la demanda interna y externa, consistente con las expectativas de un menor crecimiento ante la evolución de la economía mundial.

Cuadro 6

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

Destino del Gasto	Ponderación 2011	2010	2011			
		IV	I	II	III	IV
Demanda Interna		3.5	2.6	6.7	4.1	1.0
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	85.4	4.6	4.0	4.3	5.0	3.5
Gasto de Gobierno Central	11.0	6.7	4.9	8.7	2.4	3.2
Formación Bruta de Capital Fijo	14.3	1.7	-1.5	3.5	9.1	2.4
Demanda Externa		27.5	0.7	12.7	12.4	-7.7
Exportaciones de bienes y servicios	26.2	1.1	4.5	6.1	10.3	1.4
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.2	7.3	3.6	7.8	11.0	-1.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	3.6	4.3	4.4	3.2

(1) Medido por el destino del gasto.

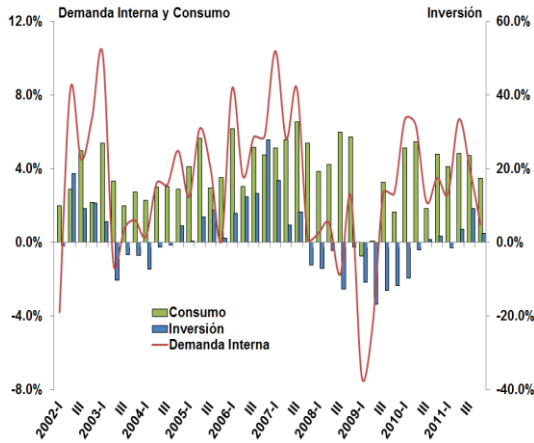
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 20

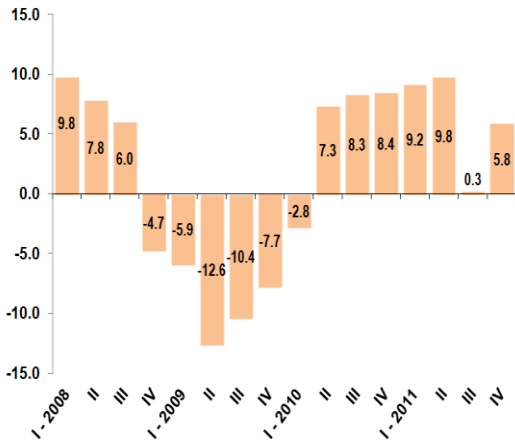
Demanda Interna, Consumo e Inversión (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 21

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



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

Por el lado de la demanda interna, el consumo privado, mostró un crecimiento inferior al de trimestres previos debido a la menor demanda por importaciones de bienes de consumo no duraderos, pero continuó siendo un factor importante en el crecimiento de la demanda agregada. Este comportamiento en el consumo privado se explica, en parte, por la desaceleración observada en el ingreso de divisas por remesas familiares en los dos últimos trimestres del año, (de acuerdo con la Encuesta sobre Remesas 2010, de la Organización Internacional para las Migraciones –OIM-, cerca del 50% del ingreso de divisas por remesas familiares se destinan al consumo de las familias beneficiarias). Otro elemento que habría incidido, es una disminución en el ingreso de las familias tomando en consideración el comportamiento en los últimos meses de dicho año en el ritmo de crecimiento de los salarios medios de los afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS). Ese menor dinamismo en el consumo se reflejó en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) doméstico el cual pasó de un crecimiento interanual de 11.6% en junio a uno de 8.9% en diciembre, en términos reales.

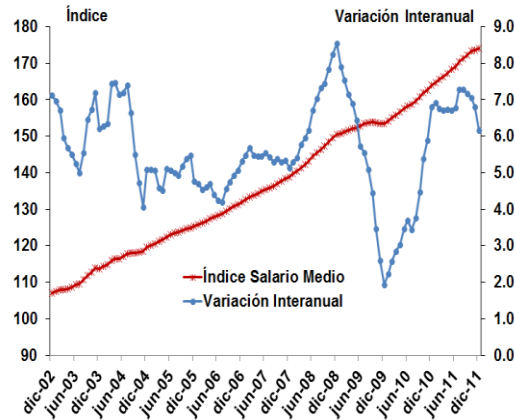
Por su parte, el gasto de consumo del gobierno central, aumentó 3.2%, porcentaje inferior al observado en el cuarto trimestre de 2010 (6.7%), como consecuencia del menor dinamismo observado en el pago de remuneraciones, rubro que representa el alrededor del 70% del gasto de gobierno; sin embargo, es ligeramente superior al registrado en el tercer trimestre de 2011.

En el caso de la inversión, ésta registró un crecimiento de 2.4% en el cuarto trimestre de 2011, levemente superior al registrado en igual periodo del año previo (1.7%), pero inferior al observado en los dos trimestres previos. Este comportamiento se asocia, por una parte, a la recuperación registrada en la inversión en construcción; y por la otra, a la pérdida de dinamismo de las importaciones, particularmente de bienes de capital durante 2011.

Con relación al comportamiento de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron en el cuarto trimestre de 2011 un crecimiento de 1.4%, levemente superior al registrado en el mismo período del año previo (1.1%). Por su parte, las importaciones de bienes y servicios, mostraron una variación de 1.1%, inferior a las variaciones registradas en los últimos cuatro trimestres, debido, como se indicó, al menor dinamismo en la demanda interna de bienes importados de consumo intermedio y de consumo final, particularmente en el último trimestre del año.

Gráfica 22

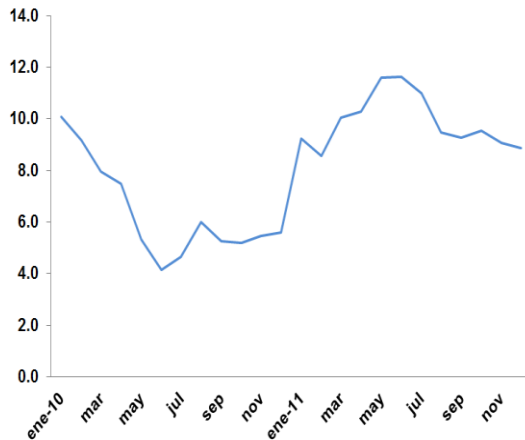
Salario Medio de los Afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (1) (2) (índice y porcentajes)



(1) Índice: Diciembre 2001 = 100.
 (2) Variación interanual.
 Fuente: Banco de Guatemala e IGSS.

Gráfica 23

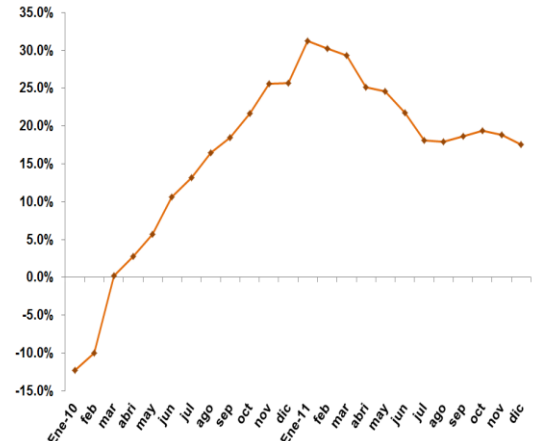
Recaudación IVA Doméstico (1) (porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada de la recaudación tributaria del IVA doméstico, en quetzales deflactados
 Fuente: Superintendencia de Administración Tributaria.

Gráfica 24

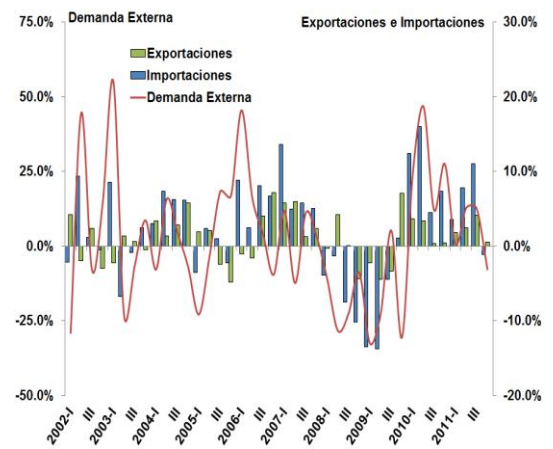
Importación de Bienes de Capital (1) (porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada de las importaciones (CIF) de bienes de capital total, en US dólares.
 Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

Gráfica 25

Demanda Externa, Exportaciones e Importaciones (1) (porcentajes)



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

RECUADRO 4 FUENTES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO EN GUATEMALA (CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO)

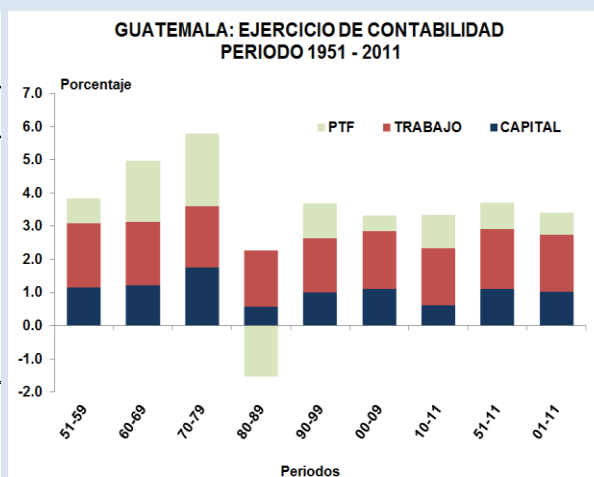
Durante la década de los cincuenta, el crecimiento económico promedio en Guatemala fue de alrededor de 3.8%. En las dos décadas siguientes, la economía creció a un ritmo más acelerado, entre 5.0% y 5.8% anual, pero con importantes fluctuaciones que reflejaron principalmente los efectos de la crisis del petróleo durante la década de los setenta. En la década de los ochenta el crecimiento del PIB se redujo drásticamente y se ubicó en promedio en 0.7% anual, resultado de la crisis de la deuda externa y del recrudecimiento del conflicto armado interno sobre la capacidad productiva del país. Posteriormente, se inició un período de crecimiento económico moderado, que se prolongó hasta el año anterior, registrando una tasa promedio de 3.5%. En resumen, la tendencia en la tasa de crecimiento del PIB en Guatemala, desde la década cincuenta hasta la actualidad, tiene como principal característica que en promedio se ha mantenido relativamente estable pero a su vez baja (3.7% en promedio).

Lo anterior es consistente con lo manifestado por Larraín (2004), quien indica que Guatemala ha mostrado históricamente tasas de crecimiento del PIB muy bajas y con episodios de volatilidad, asociada en parte a algunas crisis económicas a nivel internacional, tales como las experimentadas a mediados y a finales de los años ochenta. Como resultado del bajo crecimiento económico de Guatemala, su nivel de PIB *per cápita* se ha mantenido entre los más bajos de la región centroamericana, de hecho, la brecha con los países desarrollados y los países emergentes más dinámicos se ha ampliado.

Para entender las fuentes del crecimiento económico en Guatemala, se debe estimar la contribución de los principales factores de la producción al crecimiento de la economía. Este método contable, desarrollado por Robert Solow (1957), relaciona la tasa de crecimiento del PIB respecto al crecimiento del capital y del trabajo, asignando al componente no explicado la categoría de crecimiento en la productividad total de los factores; por lo tanto, la variación en la productividad estaría asociada a mejoras tecnológicas, inversión en capital humano y cambio en el uso y administración de los recursos económicos; elementos que no estarían contenidos dentro del crecimiento del capital y del trabajo. Con tal fin, los departamentos técnicos efectuaron el ejercicio de contabilidad del crecimiento económico de 1950 a 2011, cuyos resultados se ilustran a continuación.

La Contabilidad del Crecimiento Económico en Guatemala Variaciones Porcentuales Promedio 1950-2011				
Periodos	Δ PIB (1) = (2) + (3) + (4)	$\alpha \Delta$ Capital (2)	$(1-\alpha) \Delta$ Trabajo (3)	Δ PTF (4)
1951-1959	3.84	0.76	2.23	0.85
1960-1969	4.98	0.81	2.18	1.99
1970-1979	5.79	1.16	2.11	2.52
1980-1989	0.73	0.38	1.94	-1.59
1990-1999	3.69	0.67	1.86	1.15
2000-2009	3.32	0.74	1.99	0.60
2010-2011	3.35	0.41	1.96	0.98
1951-2011	3.71	0.74	2.04	0.92
2001-2011	3.40	0.67	1.99	0.74

Nota: Se asume que el PIB es una función Cobb-Douglas del capital y del trabajo (con las propiedades neoclásicas convencionales) y que la elasticidad del producto al capital α es 0.20.
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala e Instituto Nacional de Estadística (INE).



El cuadro anterior muestra la descomposición de Solow aplicada al crecimiento de los últimos sesenta años en Guatemala, en donde se puede apreciar que ha sido el factor trabajo el que más ha contribuido al crecimiento económico (2.04%); en tanto que la productividad total de factores y el factor capital han representado una proporción menor del crecimiento económico de las últimas seis décadas (0.92% y 0.74%, en su orden).

Por otra parte, vale destacar que la variación de la productividad total de factores explica el crecimiento económico en Guatemala durante los últimos años, puesto que la fuerza laboral se ha mantenido prácticamente constante y el capital ha registrado contribuciones relativamente bajas; de hecho, el factor capital en Guatemala no ha jugado un papel importante en el crecimiento económico, lo que cual se explica, fundamentalmente, porque históricamente los niveles de inversión en Guatemala han sido relativamente bajos (en particular cuando se compara con las principales economías de América Latina).

Fuente: "Fuentes de Crecimiento: Ejercicio de Contabilidad del Crecimiento del PIB de Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Marzo de 2012.

B. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

A finales del primer trimestre del año, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en 4.55%, ubicándose dentro de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para el presente año (4.5% +/- 1.0 punto porcentual).

El comportamiento de la inflación durante el primer trimestre, fue determinado principalmente por la evolución de las divisiones de gasto de *alimentos y bebidas no alcohólicas*; y *transporte*. Además, otras divisiones de gasto relacionadas a los alimentos y combustibles también incidieron en la inflación total, siendo estas la división de gasto de *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *restaurantes y hoteles*.

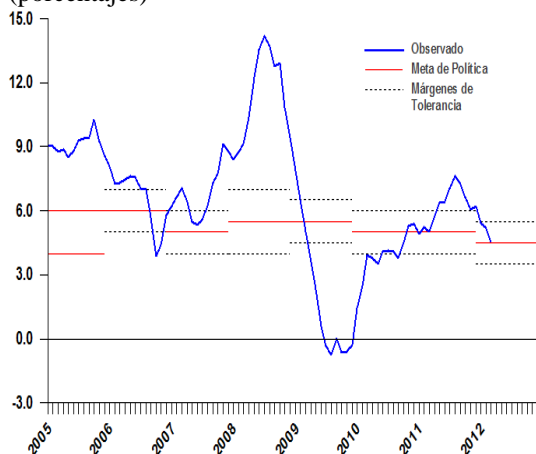
La división de gasto de *alimentos y bebidas no alcohólicas* registró en agosto de 2011 su variación interanual máxima de los últimos dos años (15.68%), a partir de septiembre comenzó a evidenciar una desaceleración que se mantiene hasta marzo del presente año. El principal rubro que explica el alza y la posterior reducción de ésta división lo constituye el grupo de gasto de pan y cereales, el cual a su vez fue afectado por la evolución en el precio medio del pan, el maíz blanco y los productos de tortillería. Asimismo, el grupo de gasto de hortalizas, legumbres y tubérculos, desde diciembre de 2011 muestra una importante participación siendo más evidente en marzo de 2012 como resultado del incremento en el precio medio del tomate.

El alza en el precio medio del pan responde principalmente al incremento observado en el mercado internacional del trigo, el cual aumentó el valor de las importaciones de trigo y de harina de trigo¹⁰ durante 2011 y cuyo efecto se trasladó al consumidor final. En lo referente al precio del maíz blanco, éste registró una importante reducción desde junio de 2011, cuando se inició la cosecha en la costa sur del país y posteriormente inició la producción en el departamento de Petén; sin embargo, durante el primer trimestre del presente año, de acuerdo con información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación, se registró un alza estacional pero no alcanzó los niveles observados durante el primer trimestre de 2011. Por su parte, el alza en el precio del maíz blanco, en combinación con el alza en el precio del gas propano y de la leña, afectaron el precio de los productos de tortillería.

En la división de gasto *transporte*, el principal rubro que explica su comportamiento es el grupo de gasto de combustibles y lubricantes, particularmente por la gasolina superior, la gasolina regular y el diésel, los cuales, entre otros factores, están asociados al comportamiento del precio internacional del petróleo. Al respecto, vale indicar que durante marzo de 2012 los precios de las gasolinas superior y regular en el área metropolitana de Guatemala registraron sus máximos históricos al situarse durante la tercera semana del mes en Q37.37 por galón para la gasolina superior y en Q36.85 por galón para la gasolina regular. El diésel también presentó alzas; sin

Gráfica 26

Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)

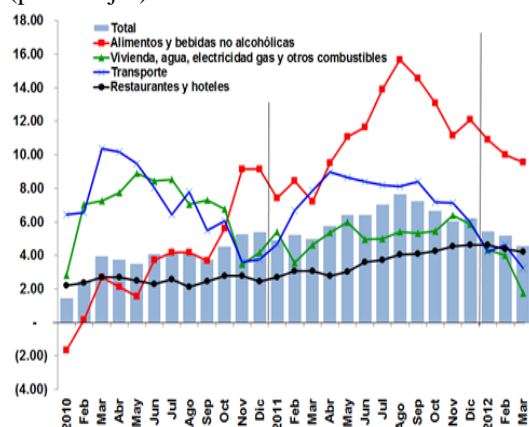


(1) Variación del índice del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Gráfica 27

Ritmo Inflacionario Total y por División de Gasto
(porcentajes)



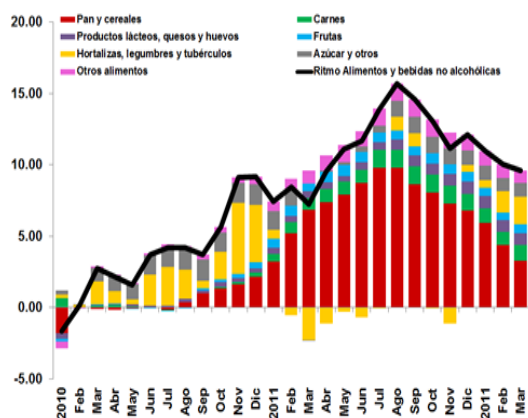
(1) Variación interanual.

Fuente: INE.

¹⁰ Para la producción de pan en Guatemala se importa trigo principalmente en grano, el cual es procesado en el país para la producción de harina de trigo. El precio medio de importación de trigo en 2011 registró un crecimiento de 25.4% respecto del precio medio del año previo, mientras que el precio internacional en las cotizaciones a futuro registró un crecimiento de 22.2%.

Gráfica 28

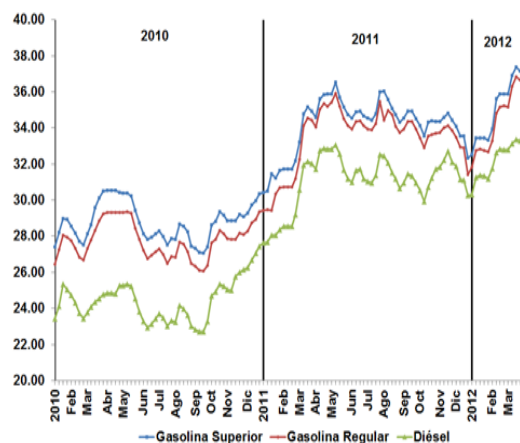
División de Gasto Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual e impactos por grupo de gasto.
Fuente: Cálculos propios con información del INE.

Gráfica 29

Precios de los combustibles en el área metropolitana de Guatemala
(quetzales por galón)



Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

embargo éstas no alcanzaron el máximo histórico de Q37.23 por galón registrado a finales de junio de 2008. Las alzas observadas en los combustibles son congruentes con los incrementos registrados en el mercado internacional, particularmente en los Estados Unidos de América, de donde proviene más del 80.0% del total de importaciones de gasolinas y diésel. Vale indicar que las alzas registradas recientemente en los precios internacionales del petróleo y sus derivados y los pronósticos de varios entes internacionales de que los precios se mantendrán altos en lo que resta de 2012 y aumenten más en 2013, constituyen riesgos inflacionarios importantes que estarían afectando no sólo la división de gasto transporte, sino también otras divisiones, principalmente alimentos y bebidas no alcohólicas. En ese sentido, se espera un efecto directo de dicha alza (efecto de primera vuelta) pero también efectos de segunda vuelta (indirectos) asociados por una parte a alzas en otras divisiones de gasto y a la contaminación de expectativas de inflación de los agentes económicos.

En la división de gasto de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, los principales rubros que explican el comportamiento de dicha división de gasto lo constituyen los grupos de gasto de la electricidad, el gas y los otros combustibles de uso doméstico, integrado por los gastos básicos carbón y leña. Durante 2011 los incrementos de precios en el servicio de electricidad fueron menores a los observados en 2010, razón por la cual éste registró un impacto negativo; en tanto que, en el caso del gas propano, el efecto que éste ha tenido en el comportamiento de la división de gasto se ha reducido en los últimos tres meses, como resultado de la baja en el precio internacional de este producto¹¹.

Por otra parte, a marzo de 2012, el comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país¹² presenta, en algunos casos, niveles superiores a la inflación a nivel república. Destacan la Región II (Norte) y la Región VI (Suroccidente) las cuales presentan niveles consistentemente superiores a lo observado en otras regiones del país, lo cual se explica, en parte, por el hecho de que a nivel de divisiones de gasto, éstas presentan ponderaciones significativamente diferentes en rubros como los alimentos y los combustibles, por lo cual las variaciones en los precios de los diferentes gastos básicos tienen un impacto distinto.

Aunado a lo anterior, en algunas regiones del país también se registran otro tipo de factores que afectan los precios tales como: la oferta o disponibilidad de bienes o servicios, por la dificultad de acceso a ciertas comunidades; los costos de transporte, derivado de que los combustibles son más caros en el interior del país; y el nivel de ingreso de la población de cada región, aspectos que influyen en el aumento en el precio de algunos bienes.

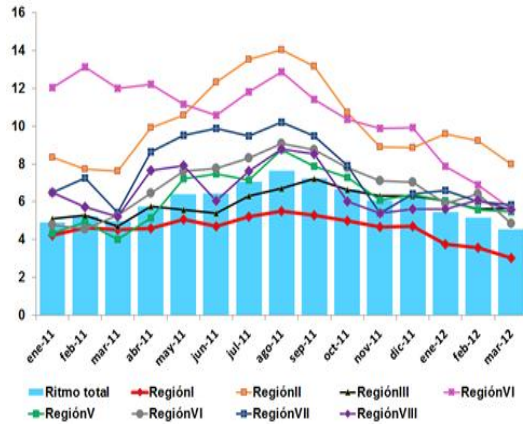
En el comportamiento de otras medidas de inflación, destaca el de la inflación subyacente la cual a marzo de 2012 presentó una variación interanual de 4.10%, mostrando por cuarto mes

¹¹ La baja en el precio internacional del gas propano obedece a que la mayor parte de su producción a nivel mundial proviene de la extracción de gas natural; por lo que, desde el segundo semestre de 2011, el precio internacional del gas natural registra una tendencia a la baja.

¹² La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Petén).

Gráfica 30

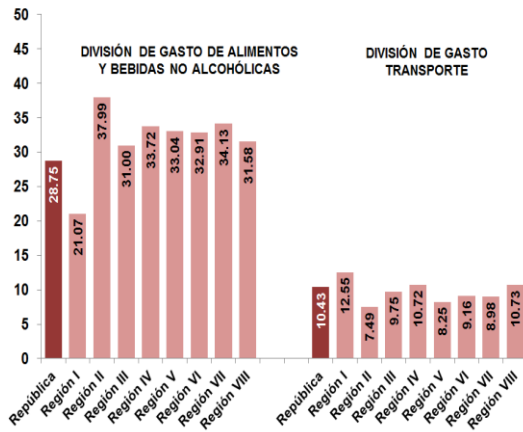
Ritmo Inflacionario Total y por Regiones (porcentajes)



Fuente: INE.

Gráfica 31

Ponderaciones por División de Gasto y Región (porcentajes)



Fuente: INE.

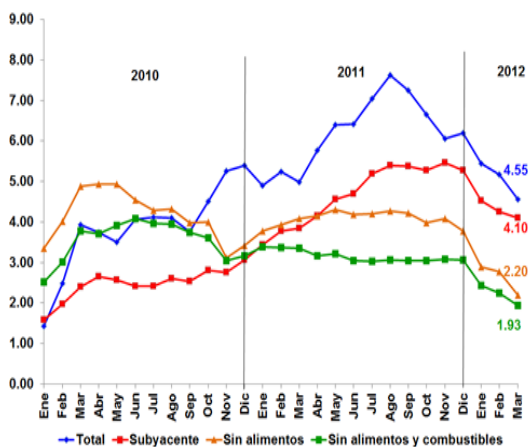
consecutivo una desaceleración en su tendencia, luego de que durante la mayor parte de 2011 presentara un crecimiento sostenido. Generalmente, gastos básicos que forman parte del rubro de alimentos se excluyen de la composición de la inflación subyacente por la alta volatilidad que presentan (por ejemplo, las legumbres y hortalizas); sin embargo, también suelen excluirse la gasolina superior y regular, el transporte aéreo y el gas propano. Adicionalmente, el comportamiento de la inflación subyacente también puede contribuir a explicar el origen de los choques que afectan la inflación total, dado que al excluir los bienes y servicios más volátiles, que generalmente están afectados por choques de oferta, se puede contar con una medida que captura los efectos de demanda agregada en la inflación; por lo que, consistente con el comportamiento de la demanda agregada, la inflación subyacente comenzó a mostrar una moderación en su ritmo de crecimiento y en lo que va del año. Asimismo, como se indicó, los rubros de alimentos y combustibles tienen una alta incidencia en el comportamiento de la inflación total, por lo que al excluir éstos de la composición de la canasta del IPC, también se observa una desaceleración en la variación interanual de los restantes gastos básicos, congruente con lo observado en la inflación subyacente.

En lo que respecta a la inflación importada¹³, ésta presentó una tendencia a la baja desde julio del año anterior, influida por la relativa estabilidad de la inflación importada directa y por la reducción en el componente de inflación importada indirecta, la cual se atribuyó a las menores presiones en los precios internacionales del maíz y del trigo; y aunque en febrero del presente año la inflación importada indirecta mostró un ligero incremento, impulsado por el alza en las gasolinas y en el diésel, en marzo continuó con un comportamiento decreciente. Por otra parte, el análisis de la inflación importada permite determinar con mayor claridad si los efectos generados por choques de oferta han tendido a contaminar otros precios en la economía, dado que la inflación importada directa captura el efecto inmediato de los choques de oferta, pero la inflación importada indirecta mide el efecto de éstos choques en otros bienes relacionados y esto tiene que ver con la percepción de cuán transitorios o permanentes serán los choques de oferta, por lo que, la facilidad para transferir los costos a otros precios dependerá de la fase del ciclo en que se encuentre la economía. En efecto, la inflación importada directa luego de experimentar el incremento acelerado en los precios internacionales del petróleo, que se registró durante el primer trimestre del año, se mantuvo la mayor parte del año relativamente estable; sin embargo, la inflación importada indirecta, absorbió el citado choque de oferta, pero luego comenzó a reducirse gradualmente.

¹³ La inflación importada directa es aquella que afecta al proceso productivo del país por la variación del precio internacional del petróleo. La inflación importada indirecta es aquella que se genera por el efecto de la inflación de los países socios; el efecto del precio internacional del petróleo en el servicio de electricidad, en el precio de la gasolina y en el precio del diésel en el mercado local; el efecto del tipo de cambio nominal y el efecto del precio internacional del maíz y del trigo.

Gráfica 32

Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



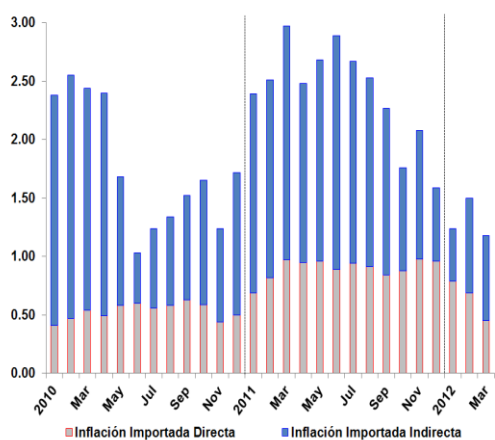
(1) Total, Subyacente, Sin alimentos y Sin alimentos y combustibles.

Fuente: INE y Banco de Guatemala.

Otra medición que es de gran utilidad para el análisis de la inflación es la que se refiere a la de los bienes y servicios transables y no transables¹⁴, dado que éstos últimos, en teoría, no se ven afectados por choques de oferta externos, por lo que su comportamiento refleja, en alguna medida, las presiones inflacionarias que se generan por el lado de la demanda interna; en tanto que, los primeros reflejan básicamente los cambios en precios relativos, derivados de los citados choques de oferta. En ese sentido, durante el año previo, la inflación de no transables mostró un comportamiento estable y en los primeros tres meses del presente año, ha evidenciado una reducción, lo cual, es consistente con la evolución de la demanda interna, por lo que la inflación a marzo del presente año es el reflejo de las reducciones tanto en el componente de inflación de transables como de no transables.

Gráfica 33

Composición de la Inflación Importada (1)
(porcentajes)



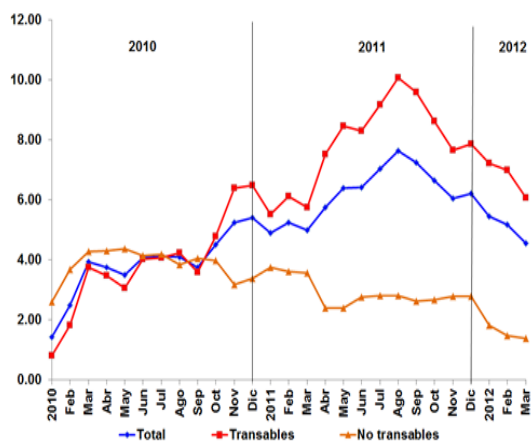
(1) Variación interanual.

Fuente: INE y Banco de Guatemala.

¹⁴ Para el cálculo de la inflación de bienes y servicios no transables el Banco de Guatemala utiliza dos consideraciones: i) bienes y servicios sin posibilidades de importaciones o exportaciones netas, la oferta y la demanda locales tienden a equilibrarse; ii) bienes y servicios sin intercambio internacional, una caída en la demanda interna no puede compensarse con un incremento en las exportaciones netas y los precios internos pueden ser distintos de los precios externos sin que esto provoque un desplazamiento de la demanda internacional. En ese sentido, de la canasta del Índice de Precios al Consumidor se excluyen 69 bienes y servicios que se consideran como no transables (32.8% del IPC), por lo que el resto de bienes y servicios de dicha canasta se consideran como transables (67.2%).

Gráfica 34

Inflación Total, de Transables y de No Transables (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual.

Fuente: INE y Banco de Guatemala.

RECUADRO 5 INERCIA INFLACIONARIA EN GUATEMALA

Cuando se analiza un cambio en el nivel de precios es posible identificar la incidencia que tienen determinados bienes y servicios en dicho cambio y encontrar su conexión con algún choque contemporáneo (por ejemplo, alzas en el precio internacional del petróleo); sin embargo, surge la incógnita de si ese cambio está siendo aminorado o exacerbado por su comportamiento histórico. El fenómeno en el que la inflación observada está altamente influenciada por sus valores pasados, es decir, no responde a las condiciones económicas actuales sino más bien a su historia, se conoce como “inercia inflacionaria”.

Una de las maneras en la que la literatura económica trata de abordar la idea anterior ha sido mediante funciones de autocorrelación, además de la tradicional prueba de raíz unitaria. Aplicando dichas técnicas de medición de inercia para el proceso inflacionario guatemalteco desde 1947 hasta 2011, se encontró evidencia de inercia en la mayoría de períodos históricos, asociado a diversos tipos de choques: gasto público excesivo (1948-1954), crisis del petróleo (1973-1975), gastos por reconstrucción del terremoto (1976-1977), liberalización del tipo de cambio (1985-1986), aumento de la emisión monetaria (1990-1991), alzas en precios internacionales de las materias primas (2007-2008); siendo la liberalización del tipo de cambio y el aumento en la emisión monetaria, los choques que han generado el efecto inercial alcance su punto máximo histórico. Adicionalmente, aunque en el esquema de política monetaria de metas de inflación la inercia inflacionaria es moderada, ésta muestra una tendencia al alza, que podría estar asociada a incrementos en los precios internacionales de materias primas en 2007-2008 y principios de 2011.

RESUMEN DE LA INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS SOBRE LA MEDICIÓN DE INERCIA PARA LA INFLACIÓN TOTAL (1)

Períodos	Raíz Unitaria	Autocorrelación de Primer Orden	Función de Autocorrelación
1947.01 - 2011.12	No es inercial	Sin medición	Inercia moderada
1947.01 - 1955.05	Sí es inercial	Inercia baja	Inercia baja
1955.06 - 1972.06	Sí es inercial	Inercia baja, con punto mínimo a mitad de los 60	Inercia alta
1972.07 - 1985.04	No es inercial	Tendencia al alza, caída desde 1975	Inercia baja
1985.05 - 1992.01	No es inercial	Tendencia al alza	Inercia alta
1992.02 - 2004.12	Sí es inercial	Tendencia a la baja, con puntos máximos a finales de los 90 y caída desde 2001	Inercia baja
2005.01 - 2011.12	Sí es inercial	Inercia moderada, con tendencia al alza desde 2007	Inercia moderada

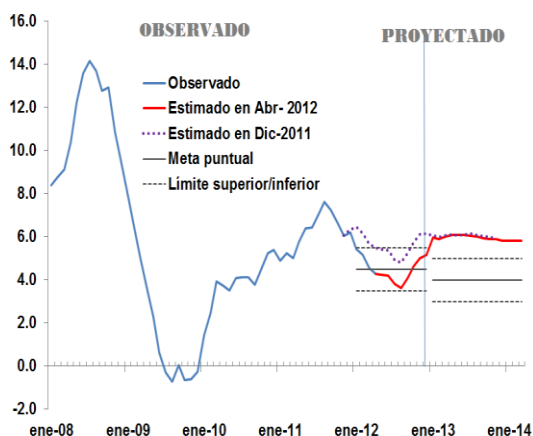
(1) La interpretación también aplica para la inflación subyacente para el periodo 2005.01 - 2011.12, pero parcialmente para el periodo 1992.02 - 2011.12, ya que no se dispone de la información para todo el periodo como en el caso de la inflación total.

Adicionalmente, al realizar el cálculo de la inercia en la inflación interna e importada, se encontró evidencia de que ambas mediciones de inflación también son inerciales. Asimismo, la evaluación de la inflación de transables y no transables sugiere que ambas mediciones de inflación son moderadamente inerciales, aunque la primera con una tendencia al alza y la segunda con una tendencia a la baja, tomando en cuenta que en la inflación de transables están incluidos productos significativamente sujetos a las variaciones de los precios de materias primas, la variación es capturada más rápidamente por esta medición de inflación y con cierto rezago por la inflación de no transables, lo cual sugiere que esta última es más inercial que la primera.

Fuente: “Inercia Inflacionaria en Guatemala” Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Marzo de 2012.

Gráfica 35

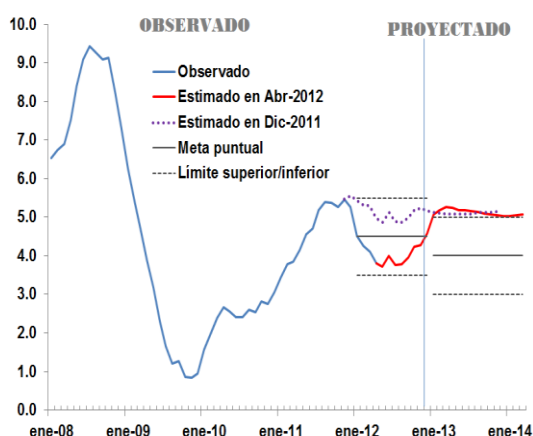
Ritmo Inflacionario Total
(porcentajes)



Fuente: INE y Banco de Guatemala.

Gráfica 36

Ritmo Inflacionario Subyacente
(porcentajes)



Fuente: INE y Banco de Guatemala.

2. Proyecciones y expectativas de inflación total para el corto y medianos plazos

a) Pronósticos de corto plazo¹⁵

Los pronósticos de la inflación total para el corto plazo indican que dicha variable se estaría ubicando dentro de los márgenes establecidos por la autoridad monetaria para la meta de inflación de 2012, con una tendencia a la baja que empezaría a revertirse a finales del tercer trimestre hasta alcanzar un ritmo inflacionario de 5.23% en diciembre de 2012.

Dicha tendencia a la baja descuenta el efecto de alzas más fuertes en el IPC ocurridas en el primer semestre del año previo (provocado por los aumentos en los precios internacionales de materias primas como petróleo, maíz y trigo y sus efectos correspondientes en las gasolineras, productos de tortillería, maíz y pan, entre otros) y que dan como resultado tasas de variación interanual más bajas para el presente año.

Entre los choques de oferta externos, se pueden mencionar los recientes aumentos en los precios internacionales del petróleo por diversos factores que afectan a ese mercado¹⁶, lo cual tiene efectos en los precios de los combustibles en el mercado interno y su propagación a los precios a nivel más general en los siguientes meses del año actual. Como choques de oferta internos se consideran aumentos en las tarifas de electricidad como consecuencia del aumento en los costos de las generadoras a base de hidrocarburos; asimismo, aumentos en el precio del maíz blanco, debido a la temporada baja de cosechas, que según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación, inicia alrededor abril y finaliza alrededor de julio; y en el precio de los productos de tortillería. Recientemente se han registrado aumentos en los precios de las carnes.

La gráfica 35 ilustra que en un escenario pasivo, es decir, sin medidas de política monetaria el comportamiento de la inflación sería hacia la baja hasta agosto de 2012 y luego iniciaría un tendencia al alza para el resto de este año y se mantendría estable en 2013, aunque en niveles más altos y por arriba del límite superior de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual).

Los pronósticos de corto plazo indican que la inflación subyacente, con un comportamiento similar al de la inflación total, también se estaría ubicando dentro de la meta de inflación establecida para 2012, registrando una tasa de 4.56% en diciembre de 2012, no obstante se ubicaría por arriba cerca del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual).

Aunque recientemente se han intensificado los riesgos al alza en el comportamiento de la inflación, por los aumentos en el precio internacional del petróleo, la corrección a la baja de los pronósticos de inflación con respecto a los pronósticos del trimestre anterior (con mayor intensidad para la inflación subyacente), obedece fundamentalmente a que las inflaciones mensuales observadas recientemente ha sido ligeramente más bajas que las proyectadas (especialmente en enero y marzo de

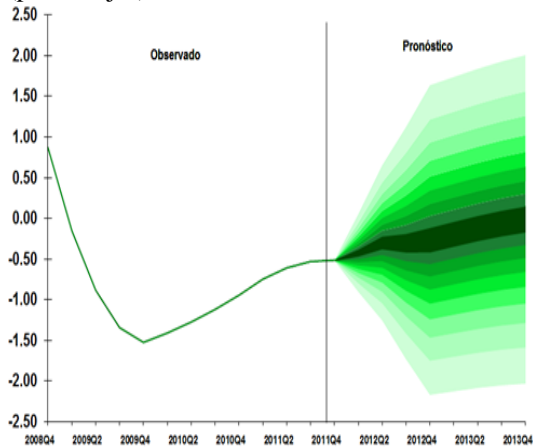
¹⁵ Constituyen un escenario pasivo que no incorporan medidas futuras de política monetaria.

¹⁶ Factores explicados en el apartado "Precios internacionales de algunas materias primas", del Panorama Económico Mundial.

2012), originado por un comportamiento menos dinámico que lo previsto en las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas y de educación.

Gráfica 37

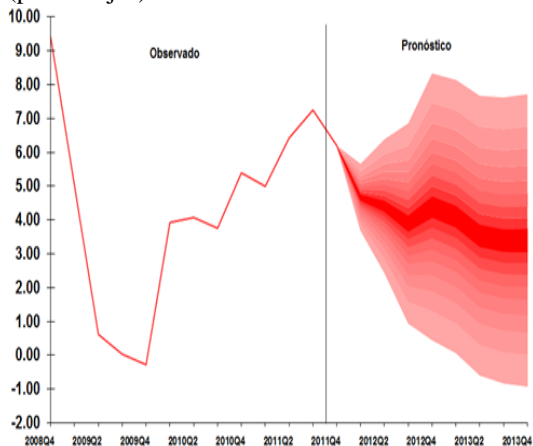
Brecha del Producto como Proporción del Producto Potencial (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 38

Pronóstico de la Tasa Interanual de Inflación (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo son generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) del Banco de Guatemala. Los resultados del MMS en marzo de 2012 señalan una ligera reducción en la trayectoria de la inflación para 2012 y para 2013, en comparación con los resultados obtenidos en el corrimiento de diciembre 2011; sin embargo, en ambos casos, se encuentran condicionados a incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria durante el primer semestre de 2012 (escenario activo); por su parte, se pronostica que la brecha del producto continuaría con valores muy cercanos a cero.

El escenario base de pronósticos considera que la incertidumbre y los riesgos a la baja continúan latentes para el desempeño de la actividad económica a nivel mundial como se indicó en secciones previas. Adicionalmente, en el escenario base de pronósticos se incorpora una moderación en expectativas de inflación, aunque éstas aún se encuentran por encima de la meta de inflación de largo plazo (4.0% +/- 1.0 punto porcentual); además, dado que recientemente se han generado alzas en el precio internacional del petróleo, el escenario base considera niveles superiores en comparación a los considerados en diciembre del año anterior; por lo que, la combinación de estos efectos; aunados a la ligera desaceleración prevista en la actividad económica darían como resultado que la inflación para 2013 registre una ligera disminución al pasar de 3.77% en el pronóstico realizado en diciembre de 2011 a 3.40% en el pronóstico realizado en marzo; siempre y cuando, como se indicó, la tasa de interés de política se incremente en el primer semestre del presente año (5.5% a 6.0%) y se mantenga en este nivel hasta diciembre de 2013, con lo cual se estaría cumpliendo el objetivo de ubicar a la inflación dentro del rango meta establecido por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1.0 punto porcentual).

De manera complementaria se analiza el comportamiento de la tasa de interés parámetro¹⁷, cuyo comportamiento continúa sugiriendo una orientación de política monetaria invariable, es decir, no modificar el nivel actual de la tasa de interés líder de la política monetaria. En ese sentido, la brecha del producto y de tipo de cambio muestran una tendencia a cerrarse, lo cual contrarresta el efecto proveniente de una brecha inflacionaria positiva, la cual se ha mantenido prácticamente en el mismo nivel desde mayo 2011.

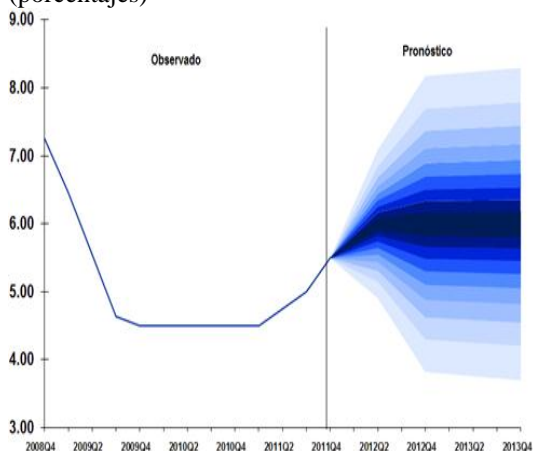
c) Expectativas de Inflación

Las encuestas de expectativas económicas al panel de analistas privados, realizadas durante el primer trimestre de 2012, reflejan que para diciembre del presente año la inflación interanual se situaría por encima del margen de tolerancia de la meta de inflación y aunque en enero y en febrero del presente año

¹⁷ Es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto, así como de un ajuste por tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés que deberían de privar para ser compatibles con la meta de inflación.

Gráfica 39

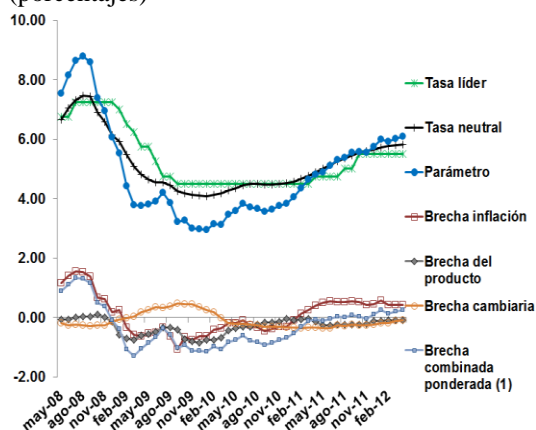
Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 40

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



(1) La brecha combinada ponderada se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.

Fuente: Banco de Guatemala.

se mantuvieron constantes, los resultados de marzo comienzan a reflejar los efectos que la evolución del precio internacional del petróleo y sus combustibles podrían tener en el comportamiento de la inflación en el corto plazo; sin embargo, la expectativa de inflación para diciembre de 2013 se ha mantenido prácticamente constante, de lo que se infiere que a criterio del panel, los recientes choques de precios son considerados transitorios y no han afectado su perspectiva inflacionaria de mediano plazo; no obstante, dicha expectativa aún continúa ubicándose por encima del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo.

3. Variables informativas de la política monetaria

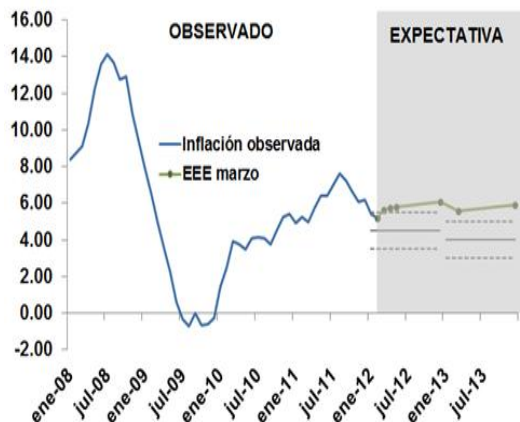
a) Agregados monetarios y de crédito

Con relación a la emisión monetaria cabe indicar que, desde el segundo semestre de 2011 hasta febrero de 2012, la misma registró un ritmo decreciente, asociado a dos factores principales: el primero corresponde a la disminución del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público durante los primeros tres trimestres de 2011; y el segundo factor está asociado al sector fiscal, ya que durante 2011 la ejecución presupuestaria fue afectada por el atraso en la aprobación de algunos préstamos que se previeron como fuentes externas de financiamiento, situación que fue compensada parcialmente por la mayor recaudación tributaria y por la colocación de letras de tesorería. Dicha situación derivó, por una parte, en rezagos en la ejecución del gasto público y, por la otra, en una sustitución de fuentes externas de financiamiento por fuentes internas, lo cual a su vez coadyuvó a mantener la emisión monetaria en niveles atípicamente bajos. No obstante, cabe indicar que de conformidad con las estimaciones econométricas, se prevé que en 2012 y en 2013 la emisión monetaria registre una moderada recuperación en el ritmo de crecimiento, estimación basada en el hecho que el comportamiento a la baja en el coeficiente de preferencia de liquidez parece haberse estabilizado desde el último trimestre de 2011. Además se toma en cuenta el flujo de desembolsos de préstamos de deuda externa, el cual se espera que ocurra con normalidad durante el presente año. Al finalizar marzo, la emisión monetaria registró seis semanas consecutivas de crecimiento interanual, lo cual es conteste con el comportamiento esperado para dicha variable.

Los medios de pago, al igual que la emisión monetaria, registran una desaceleración en su ritmo de crecimiento, aunque menos pronunciada que la observada en la emisión monetaria. Lo anterior se explica, principalmente por el incremento registrado desde principios de 2011 en el multiplicador de los medios de pago. El referido incremento ha moderado el efecto que una menor creación primaria de dinero pudiera generar en la oferta monetaria total, pues la creación secundaria de dinero es relativamente más dinámica (reflejada en el aumento de las captaciones bancarias). Cabe indicar que el incremento del multiplicador es consistente con el dinamismo del crédito bancario al sector privado, dado que el proceso de intermediación financiera permite que incrementos en el crédito refuercen el crecimiento de los depósitos y, por tanto, se dinamice la creación secundaria de dinero. En ese sentido, las mayores estimaciones de crecimiento de

Gráfica 41

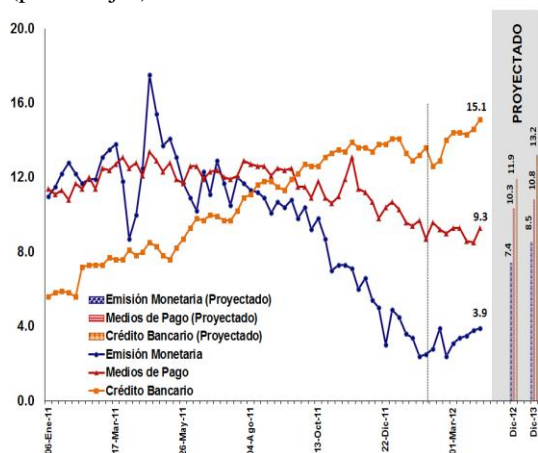
Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, marzo de 2012
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 42

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



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

la emisión monetaria, así como el dinamismo observado y estimado para el crédito bancario al sector privado, refuerzan la previsión de recuperación en el ritmo de crecimiento de los medios de pago para 2012 y para 2013.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado ha registrado una sostenida recuperación desde marzo de 2010. En efecto, al finalizar el primer trimestre de 2012 el crédito al sector privado total registró un crecimiento interanual de 15.1%, el cual es el nivel más alto observado desde 2008 y es consistente con el comportamiento observado y estimado del producto interno bruto¹⁸. Como se ha indicado con anterioridad, las estimaciones de crecimiento económico para 2012 son inferiores a las observadas en 2011; por lo que, se prevé que en el presente año el crédito al sector privado modere su ritmo de crecimiento, particularmente durante el segundo semestre del año; en tanto que, para 2013, dadas las mejores previsiones de crecimiento económico, se espera que el crédito al sector privado nuevamente recupere su ritmo de crecimiento.

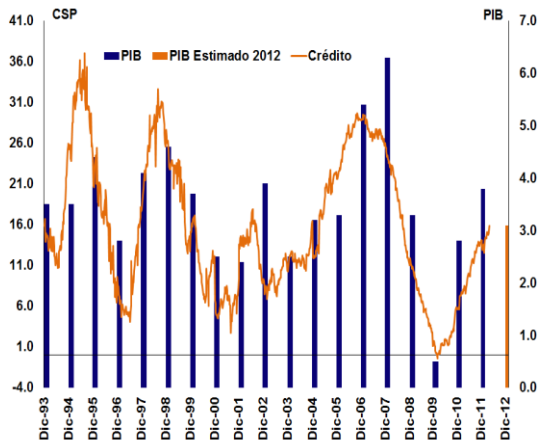
Al analizar el crédito por moneda se observa que la recuperación luego de la crisis financiera internacional fue impulsada, principalmente, por el crédito en moneda extranjera, el cual a su vez fue financiado con flujos de capital privado proveniente de líneas de crédito del exterior. El crédito en moneda nacional en cambio, durante 2010 y 2011 mantuvo un crecimiento moderado y hacia finales de año tendió a desacelerarse; sin embargo, durante el primer trimestre de 2012 el crédito al sector privado en moneda nacional comenzó a evidenciar un mayor dinamismo, particularmente el destinado hacia los sectores energético y manufacturero, lo cual dada su importancia relativa (70.9%), ha incidido de manera significativa en el crecimiento del crédito al sector privado total. Adicionalmente, al analizar el comportamiento de la cartera crediticia por tipo de deudor, se puede apreciar que tanto el crédito al consumo como el destinado a empresariales menores han mantenido un comportamiento creciente y sostenido; en tanto que, los créditos empresariales mayores (componente con el mayor peso relativo en la cartera crediticia), luego de evidenciar una desaceleración en la parte final del año anterior, en lo que va del año comienza a evidenciar signos de recuperación.

En resumen, es importante mencionar que, por el lado de los agregados monetarios no se prevén presiones inflacionarias, aunque por el lado del agregado de crédito, si se ve un comportamiento dinámico, el cual debe monitorearse ya que por una parte, el flujo de capitales para financiar el crédito en moneda extranjera puede ser una fuente importante de liquidez en la economía y, por la otra, el efecto multiplicador del crédito en los medios de pago podría generar incrementos de la oferta monetaria que, de no ser acompañados de incrementos en la demanda de dinero, podrían demandar acciones por parte del Banco Central para corregir esos desequilibrios de corto plazo.

¹⁸ Ejercicios empíricos de correlación dinámica parecen indicar que el crédito al sector privado reacciona ante cambios del PIB con un rezago de entre 2 y 5 trimestres.

Gráfica 43

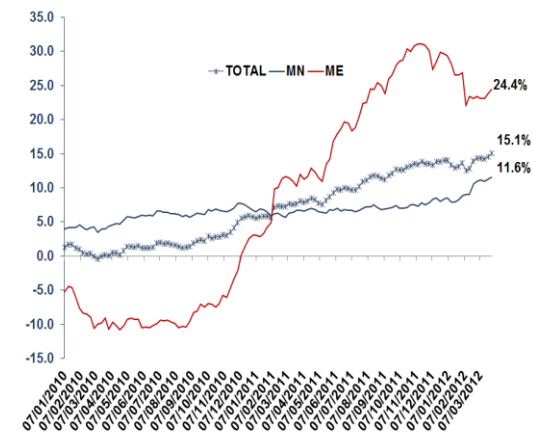
Crédito Bancario al Sector Privado (CSP) y
Producto Interno Bruto (PIB) (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 44

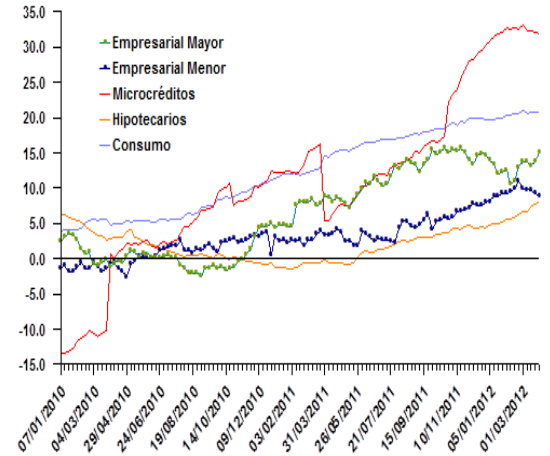
Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 45

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



(1) Variación interanual.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

RECUADRO 6

LA ACELERACIÓN DE CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO, RIESGOS Y BENEFICIOS

Una rápida expansión del crédito bancario al sector privado, sin las condiciones económicas apropiadas que la respalden en forma sólida, podría generar riesgos tanto para la estabilidad financiera como para la estabilidad macroeconómica en su conjunto. Los posteriores efectos que podría sufrir la economía se pueden clasificar en macroeconómicos y microeconómicos, por lo que a continuación se presentan los principales efectos de una expansión acelerada del crédito.

Efectos Macroeconómicos:

1. Desequilibrios en la balanza de pagos: un incremento en el crédito al sector privado que es financiado con flujos de capital extranjero puede provocar un desequilibrio de balanza de pagos mediante un deterioro de la cuenta corriente, de dos maneras: a) puede propiciar una apreciación de la moneda local, lo cual resta competitividad a las exportaciones; y b) estimula las importaciones, tanto por el efecto cambiario, como por el incremento de los créditos destinados al comercio, el cual es uno de los principales destinos de la cartera crediticia de los bancos.
2. Inflación: la creación de dinero secundario, a partir de un crecimiento acelerado del crédito al sector privado, inyectaría liquidez la economía, generando presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.
3. Reducciones en la tasa de interés: una expansión acelerada del crédito podría generar una mayor competencia entre los bancos del sistema, mediante el relajamiento de las condiciones crediticias y también mediante reducciones en las tasas de interés, con el propósito de incentivar una mayor demanda de crédito, lo cual podría generar un círculo vicioso que podría poner en peligro la estabilidad financiera, en particular cuando el crédito empieza su fase de desaceleración, dado que en esa fase los bancos suelen revertir políticas relajadas de otorgamiento de crédito y aumentar las tasas de interés, lo cual puede inducir un incumplimiento de pago y de esa forma deteriorar la calidad de la cartera crediticia, deterioro que si es muy profundo pone en riesgo la estabilidad financiera en un sentido estricto y la estabilidad macroeconómica en sentido amplio. Algunas pruebas de causalidad evidenciaron que para el caso guatemalteco, es la variación del crédito la que afecta las tasas de interés y no al contrario.

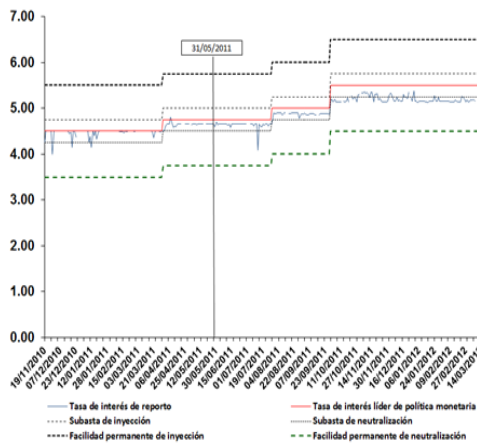
Efectos Microeconómicos:

1. Cartera en mora: la reducción en los controles a los sujetos de crédito, la flexibilización de políticas para el otorgamiento de créditos, que algunas veces acompaña las expansiones crediticias, como se indicó, aumenta las probabilidades de incumplimiento de obligaciones. Esta situación ubica automáticamente al mercado en una situación de riesgo ante posibles medidas de política monetaria, ya que alzas en la tasa de interés o cambios en el precio de los activos convertiría algunos créditos en impagables.
2. Riesgo de liquidez: una mayor demanda de crédito a una entidad bancaria podría reducir sus activos líquidos, poniendo en riesgo la capacidad de enfrentar sus pasivos de corto plazo. En el caso de Guatemala, algunas pruebas de hipótesis demostraron que cambios en el crédito al sector privado tiene una correlación muy baja respecto a la liquidez.
3. Riesgo cambiario: flujos de capital extranjero podrían generar presiones sobre el tipo de cambio nominal debido a una mayor circulación de moneda extranjera. En el caso de Guatemala, algunas pruebas empíricas muestran un sistema financiero sólido y bien regulado que no se ha visto afectado significativamente por el riesgo cambiario. Cabe mencionar que, de acuerdo a pruebas realizadas, se determinó que existe una correlación negativa entre el crédito al sector privado y el tipo de cambio nominal, principalmente por el efecto del crédito en moneda extranjera.

Fuente: “La aceleración del crédito bancario al sector privado, riesgos microeconómicos y macroeconómicos”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Marzo de 2012.

Gráfica 46

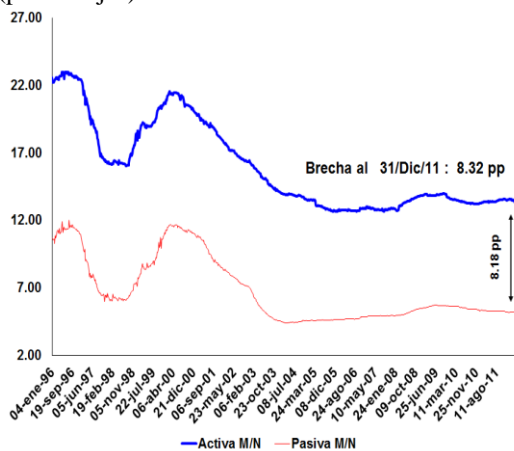
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder (Porcentajes)



Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 47

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



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

b) Tasas de interés

Es fundamental distinguir entre las tasas de interés de corto y largo plazos, dado que la evidencia reciente indica que la relación entre la tasa de interés de corto plazo sobre la cual el Banco Central ejerce cierta influencia, y la tasa de interés de largo plazo, no guardan una relación directa ni automática. En efecto, la relación de las tasas de corto y largo plazos depende de distintos factores, entre los que se puede mencionar: a) las características propias del sistema financiero, tales como el grado de competencia; b) la composición de la cartera de préstamos a corto y largo plazos; y, c) la percepción de los agentes financieros en cuanto a la temporalidad o permanencia de los ajustes en la tasa de interés. Este último elemento es fundamental ya que las expectativas de los agentes económicos en cuanto al comportamiento futuro de la política monetaria y, por tanto, de la inflación, inciden en las tasas de interés a largo plazo, ya que éstas incorporan una prima por inflación. En ese sentido, tasas de interés bajas en el corto plazo que se asocian a una política monetaria más laxa, provocarán un incremento de las expectativas de inflación y, por tanto, de las tasas de largo plazo.

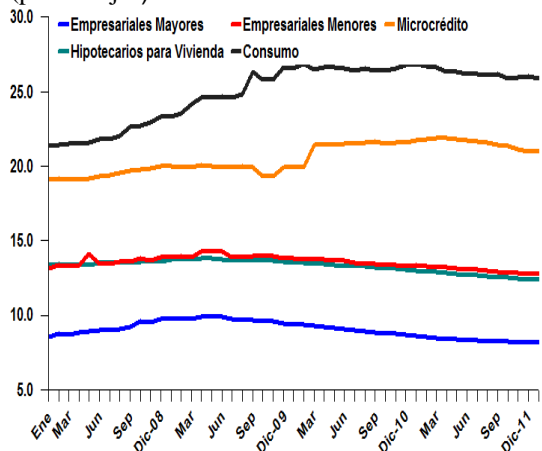
En un esquema de metas explícitas de inflación, el banco central da a conocer su postura de política monetaria mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez en el mercado de dinero. Al respecto, es conveniente mencionar que movimientos en la tasa de interés líder de política monetaria afectan, en un primer momento, las tasas de corto plazo de la economía, para posteriormente afectar las tasas de largo plazo (dependiendo de las características propias de cada mercado), lo que finalmente repercute en la demanda agregada y ésta a su vez en la inflación. En ese sentido, la tasa de operaciones de reporte a un día plazo, considerada como un indicador del comportamiento de la tasa de corto plazo, responde ante los movimientos de la tasa de interés líder de política monetaria.

En ese sentido, al observar el comportamiento de la tasa de interés activa en moneda nacional, la cual puede ser considerada como la representativa de largo plazo del sistema bancario, se pueden realizar algunas consideraciones: la primera es que durante 2011 mantenía una leve tendencia al alza en el período en que la tasa de interés líder de política monetaria se mantenía invariable, lo cual podría ser reflejo de mayores expectativas inflacionarias. La segunda consideración es que durante 2012 ha registrado una leve tendencia a la baja, lo cual podría estar reflejando, con cierto nivel de rezago, la moderación de dichas expectativas, ante el incremento de la tasa de interés líder de política monetaria, particularmente, durante el segundo semestre de 2011. Similar comportamiento se observa al desagregar las tasas de interés activas por tipo de deudor, las cuales evidencian una reducción en el último año.

A fin de disponer de elementos que contribuyan a entender el proceso de transmisión de la política monetaria, se analizó la estructura de plazos de la cartera de crédito del sistema bancario guatemalteco, en la cual se observa que está concentrada en plazos mayores a 5 años, lo cual contribuye a explicar porque el efecto de cambios en las tasas de corto plazo no se trasladen, ni inmediata, ni directamente al resto de tasas de mercado. Dichos

Gráfica 48

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

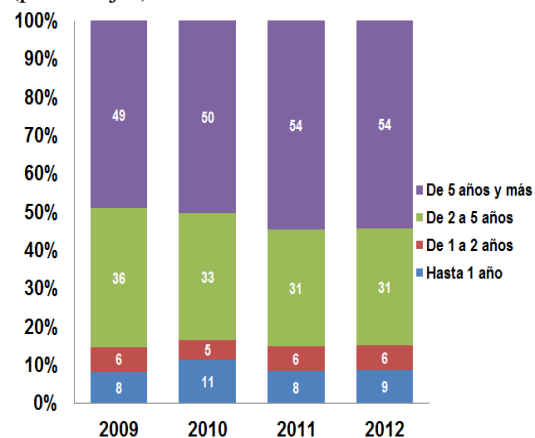


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

Gráfica 49

Composición de la Cartera de Crédito por Plazo de Colocación
(porcentajes)



Fuente: Superintendencia de Bancos.

efectos se materializan en los préstamos nuevos, en los vencimientos de créditos existentes colocados a tasas más altas y en las renegociaciones de créditos ya existentes.

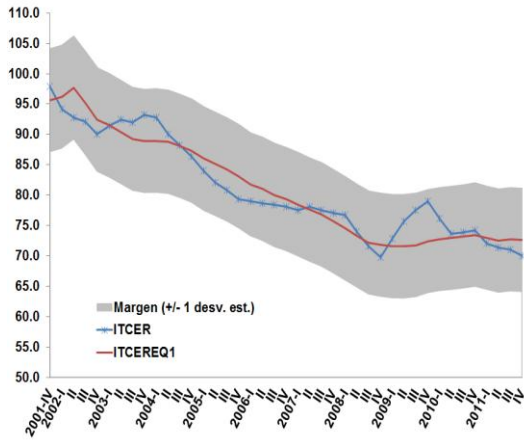
c) Tipo de cambio real

Al cuarto trimestre de 2011, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 5.83%, la cual se explica por el aumento en los diferenciales de inflación (2.85%) y en el componente cambiario (2.98%). La dinámica reciente del tipo de cambio real es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del TCER revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, que la diferencia entre los valores observados y de equilibrio, es poco relevante). En efecto, con información al cuarto trimestre de 2011 y utilizando dos alternativas metodológicas¹⁹, el ITCER registró un leve desalineamiento equivalente a una sobreapreciación de entre 3.59% y 5.20%; no obstante, en ambos casos, los valores se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido.

¹⁹ En el caso de Guatemala, el TCER se estima a través de la metodología sugerida por Sebastián Edwards y mediante un Modelo de Vector de Corrección de Errores (ver Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, diciembre 2011).

Gráfica 50

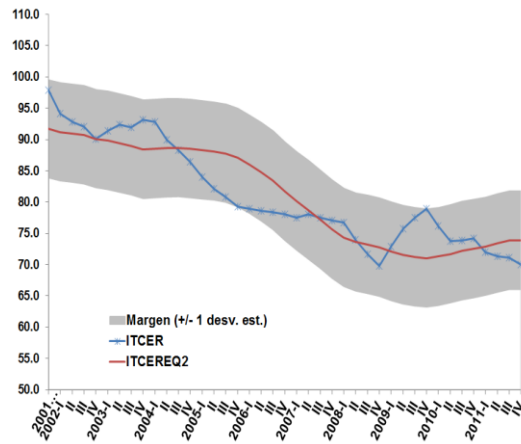
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (índice)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 51

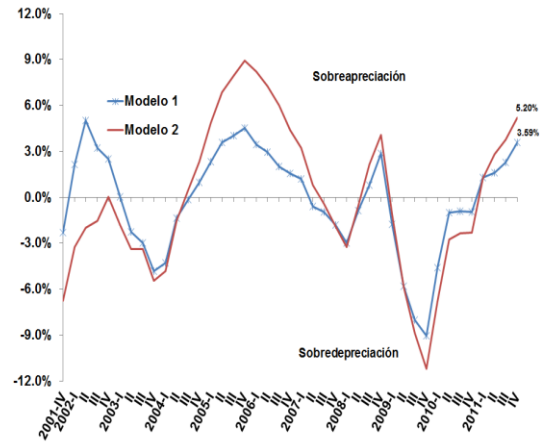
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2 (índice)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 52

Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

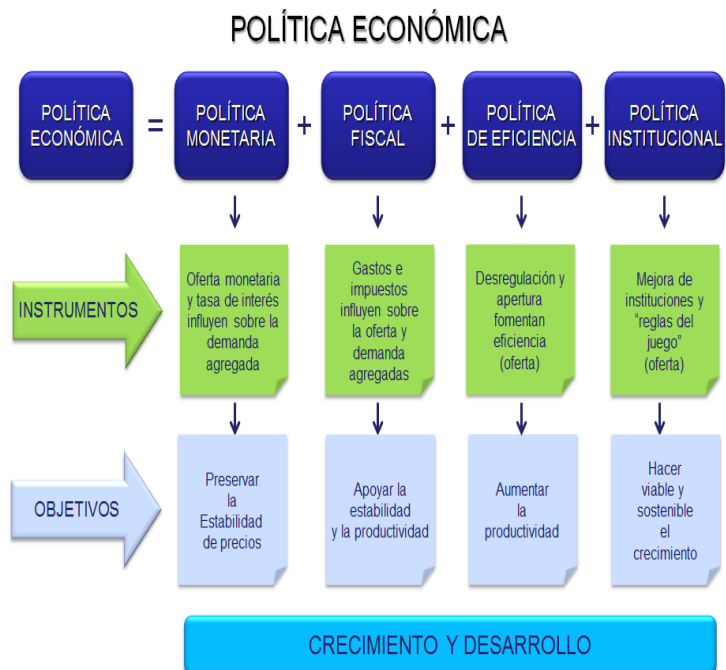
ANEXOS

ANEXO 1
POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN²⁰

I. MARCO DE POLÍTICA MONETARIA

A. ASPECTOS GENERALES

El análisis económico contemporáneo coincide en que el Banco Central debe concentrar y dirigir sus acciones para lograr la estabilidad de precios, ya que esto constituye el mejor aporte que la política monetaria, en el marco de la política económica, puede hacer para propiciar un ambiente macroeconómico en el cual los mercados de crédito, de bienes y de trabajo puedan funcionar eficientemente, generando producción y empleo.



En el caso de Guatemala, la constante preocupación del Banco Central por lograr y mantener la estabilidad en el nivel general de precios le ha motivado a adoptar el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI), el cual empezó a implementarse en 2005. Este esquema consiste en una estrategia de política monetaria que tiene como característica el compromiso por parte del Banco Central con una meta cuantitativa explícita para la tasa de inflación, tomando en cuenta uno o varios horizontes temporales para el cumplimiento de dicha meta. De acuerdo con la literatura, el EMEI es un esquema de discrecionalidad restringida, dado que establece un objetivo claro de política monetaria, define responsabilidades y establece un marco de rendición de cuentas (*accountability*) y transparencia, pero deja a discreción del Banco Central la decisión de que instrumentos usar y cómo utilizarlos para alcanzar la meta de inflación. El EMEI para el caso de Guatemala incorpora el compromiso explícito de la autoridad

²⁰ Fuente: "Política Monetaria del Banco de Guatemala en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Marzo de 2012.

monetaria de utilizar los instrumentos que la ley le otorga para alcanzar la estabilidad en el nivel general de precios (entendida ésta como una inflación baja y estable) y se hace operativa por medio de una meta de inflación, buscando que la inflación observada se ubique en torno a la meta puntual con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. El compromiso del Banco Central con la meta de inflación permite orientar las expectativas de los agentes económicos, transformándose en el ancla nominal de la política monetaria, la cual provee una referencia clara y única sobre la evolución futura de la inflación.

B. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

La Ley Orgánica del Banco de Guatemala define que el objetivo fundamental del Banco Central debe ser el contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios. En ese contexto, el diseño actual de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia es totalmente congruente con el logro de dicho objetivo.

Con propósito de avanzar en el cumplimiento del citado objetivo y de lograr un mayor grado de certeza y estabilidad, la Junta Monetaria aprobó en 2011 la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente, la cual sirve como marco referencial para los años subsiguientes y permite la efectiva materialización del proceso de convergencia hacia la meta inflacionaria de mediano plazo, adoptando la meta cuantitativa siguiente: i) 4.5% +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2012; y ii) 4.0 +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2013 y en adelante, de manera que ésta última se convierta para diciembre de cada año en la meta de inflación de mediano plazo, la que, a su vez, se constituye en un parámetro de referencia cuyo cumplimiento permitirá que las expectativas de inflación de los agentes económicos se anclen a dicha meta.

La meta de inflación se define como la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de diciembre con respecto al mismo mes del año anterior. Dicho índice es calculado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). El Banco de Guatemala al fijar la meta puntual de inflación considera cualquier desviación significativa del pronóstico de inflación respecto de dicho valor, lo cual obligaría a considerar ajustes correctivos. Sin embargo, la función del margen de tolerancia, como parte integral de la meta (+/- 1 punto porcentual) es reconocer que los métodos de pronóstico no son perfectos y, además, comunica a los agentes económicos que el Banco Central tolera desviaciones transitorias de la inflación, ya que éstas son inevitables debido a los múltiples choques (principalmente de oferta) a las cuales está expuesta la economía del país y al rezago habitual con el cual opera la política monetaria.

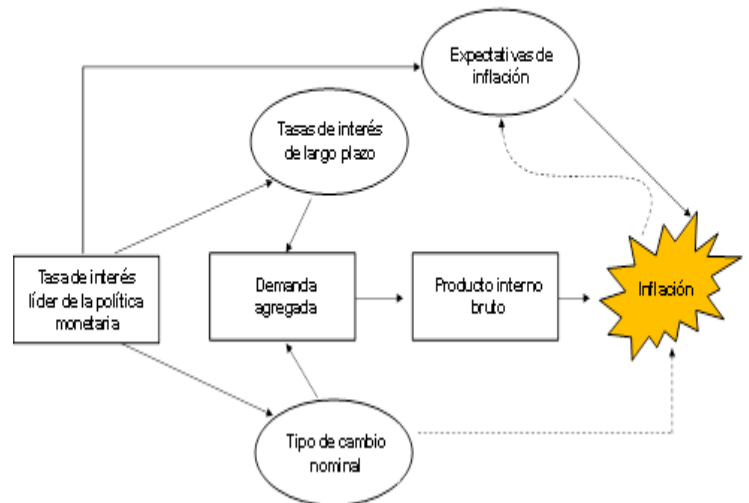
C. IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

De conformidad con el artículo 26 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, la Junta Monetaria es la responsable de determinar y evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia que propone el Banco de Guatemala. En ese contexto, a partir de

2012, cuando las circunstancias lo ameriten, el Banco Central, de acuerdo con el entorno económico nacional e internacional revisará y, de ser el caso, propondrá las modificaciones que se consideren necesarias a la referida política.

En ese contexto, en el EMEI el Banco Central da a conocer la postura de la política monetaria, en relación con la perspectiva inflacionaria de la economía, mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia sobre las condiciones de liquidez de los mercados financieros y que para el caso de Guatemala se denomina “Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria”. Cuando el Banco de Guatemala identifica presiones inflacionarias relevantes, incrementa el nivel de la tasa de interés líder para restringir la liquidez y promover el incremento de otras tasas de interés a plazos más largos que inciden en los niveles de consumo y de inversión y, por el contrario, cuando identifica presiones desinflacionarias importantes, reduce el nivel de la tasa de interés líder; y la mantiene sin cambio, cuando considera que la perspectiva inflacionaria es consistente con la consecución de la meta de inflación en el horizonte relevante. Todo ello se materializa mediante el mecanismo de transmisión de la política monetaria, que suele operar con ciertos rezagos, el cual se ilustra a continuación.

MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



En el caso de Guatemala, inicialmente se definió como tasa de interés líder de la política monetaria la tasa de interés de los depósitos constituidos en el Banco Central para el plazo de 7 días; sin embargo, en el proceso de consolidación de dicho esquema y con el propósito de contribuir a la modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores, a partir del 1 de junio de 2011 se definió como tasa líder, la tasa de interés de los depósitos a plazo para el plazo de un día (*overnight*), congruente con las mejores prácticas internacionales. El marco operativo actual fortalece la incidencia de los cambios en la tasa de interés líder sobre las decisiones financieras de los bancos y sociedades financieras, permitiendo un manejo más eficiente de la liquidez por parte de dichas entidades y haciendo posible que éstas mantengan,

en promedio, saldos menores de depósitos a corto plazo en el Banco Central y, por ende, sobre las tasas de interés activas y pasivas, dando mayor efectividad a los mecanismos de transmisión de la política monetaria sobre la demanda agregada, el tipo de cambio real y, particularmente, sobre las expectativas y la trayectoria de la inflación.

Para la toma de decisiones de política monetaria, la Junta Monetaria también considera la orientación que ofrecen las variables indicativas (ritmo inflacionario total proyectado, ritmo inflacionario subyacente proyectado, expectativas de inflación del panel de analistas privados, tasa de interés parámetro y la tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural), así como variables informativas (emisión monetaria, medios de pago, crédito bancario al sector privado, tipo de cambio real de equilibrio, tasas de interés activa y pasiva, promedio ponderado, del sistema bancario y tasas de interés de corto plazo). El uso del marco analítico citado, en adición a la elaboración de un balance de riesgos de inflación derivado del análisis integral del entorno externo e interno, permiten identificar los riesgos de inflación/deflación que podrían alejar la trayectoria de la inflación de la meta establecida y, por tanto, sirven de base para la determinación de medidas de política monetaria.

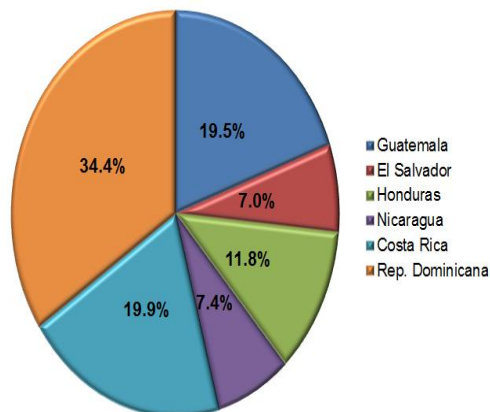
Cada decisión de política monetaria, en materia de tasa de interés líder, se adopta por los miembros de la Junta Monetaria (por unanimidad o mayoría de votos) en la sesión programada para el efecto (8 veces al año, según calendario aprobado y publicado para el efecto). En dicha sesión, el Presidente del Banco de Guatemala que a su vez lo es de la Junta Monetaria, presenta el análisis y recomendación efectuada por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con base en los pronósticos de inflación generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural y en el Balance de Riesgos de Inflación, elementos que sirven de base para que los miembros de la Junta Monetaria inicien el análisis y la discusión relativa a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria. A efecto de comunicar tal decisión a los agentes económicos, la Junta Monetaria emite un boletín de prensa que contiene los argumentos que la justifican, el cual es divulgado en el Sitio Web del Banco de Guatemala el día de la decisión y con rezago de un mes publica un informe circunstanciado sobre los argumentos que fueron tomados en cuenta.

ANEXO 2

FLUJOS DE CAPITAL Y SU INCIDENCIA EN LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA²¹

Gráfica A2.1

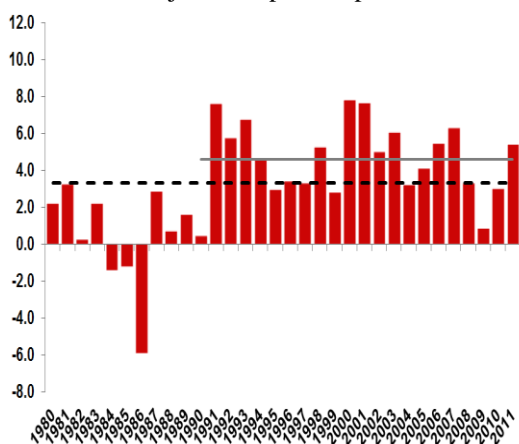
Centroamérica: Peso relativo del Total de Flujos de Capital
Años: 1980-2010



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Gráfica A2.2

Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

I. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Recientemente, el cuantioso ingreso de capitales observado en muchas economías emergentes ha reavivado los debates sobre cuáles deberían ser las respuestas macroeconómicas más adecuadas ante dichos flujos. Este ingreso de capitales está vinculado a una serie de factores, entre los que destacan, el exceso mundial de liquidez, las condiciones económicas internacionales favorables y los fundamentos macroeconómicos de los países. En la práctica, la respuesta apropiada ante las entradas voluminosas de capital depende de una variedad de circunstancias específicas del país, como la naturaleza de los flujos (sobre todo si reflejan factores internos o externos y prometen ser persistentes), la fase que está atravesando el ciclo económico y la situación de la política fiscal. Además, también influye el grado de desarrollo y profundidad de los mercados financieros internos.

Los principales países receptores de estos flujos son los países asiáticos, las economías emergentes latinoamericanas, Sudáfrica y Turquía. En cuanto a los factores que han propiciado el aumento de inlfujos a estos países, se puede destacar el mejoramiento de los fundamentos y las perspectivas de crecimiento de los países emergentes y la política monetaria acomodaticia de los países avanzados. Desde una perspectiva estructural, la crisis global y las recientes turbulencias en Europa han expuesto las vulnerabilidades de las hojas de balance en las economías avanzadas y parecen haber provocado un cambio gradual en las preferencia de los inversionistas institucionales hacia los países emergentes, muchos de los cuales observan de una deuda pública baja, además de haber demostrado un manejo relativamente apropiado ante los choques internacionales recientes y de haber mejorado sus calificaciones de riesgo soberano. El repunte de los precios en los *commodities* es otra fuerza cíclica que está empujando los capitales hacia los países exportadores de estos productos, como Brasil y Perú.

En la región centroamericana²² las entradas de capital privado como porcentaje del PIB se incrementaron desde finales de la década de los ochenta. En el período 1980-2010, los países de la región que, en promedio, recibieron más capitales fueron la República Dominicana, Costa Rica y Guatemala (34.4%, 19.9% y 19.5%, respectivamente).

II. FLUJOS DE CAPITAL EN GUATEMALA

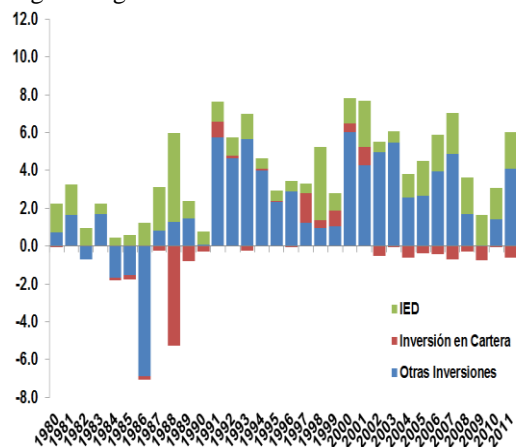
Durante el período 1980-2011, el promedio del indicador de las entradas de capital como porcentaje del PIB se ubicó en 3.3%. No obstante, en el período 1990-2011 el indicador se ubica en 4.6%, lo que indica que Guatemala ha tenido, en promedio, inlfujos

²¹ Fuente: "Flujos de Capital y su Incidencia en la Conducción de la Política Monetaria en Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Marzo de 2012.

²² Se considera a la República Dominicana como parte de la región.

Gráfica A2.3

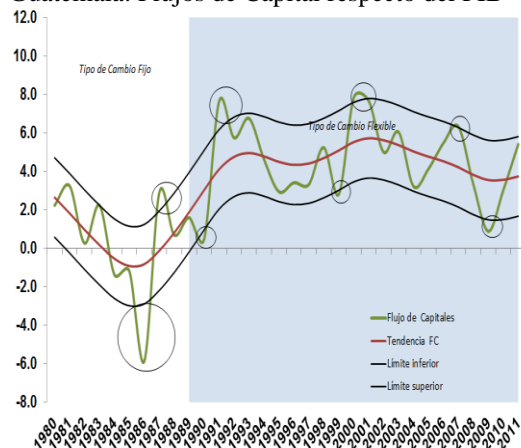
Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB según Origen



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Gráfica A2.4

Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

de capitales por arriba de la media durante los últimos años, aunque éstos siguen siendo incipientes si se comparan con otros países de Latinoamérica.

Para evaluar sistemáticamente los episodios de influjos de capital en Guatemala y caracterizar las políticas con que respondieron los gestores de política, además de determinar la eficacia de éstas, se seleccionó el siguiente criterio: la relación entradas netas de capital/PIB debe ser significativamente mayor (una desviación estándar) que la tendencia de las entradas de capital en Guatemala durante el período 1990-2011. Con base en el criterio citado se identificaron tres episodios de entradas netas significativas de capital desde 1990, el primero se registró en 1991 posterior al abandono del régimen cambiario de tipo de cambio fijo; el segundo en 2001, luego de la crisis asiática; y el último en 2007.

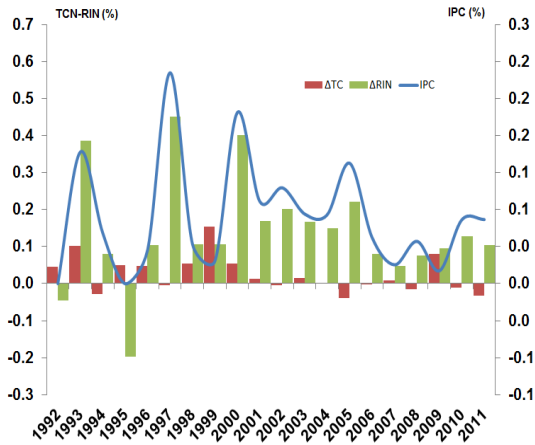
Las políticas adoptadas en los últimos años como respuesta a las entradas de capital ha sido moderar la volatilidad del tipo de cambio, pero sin evitar que éste se aprecie, es decir, sin afectar su tendencia. No siempre fue así, el aumento de las reservas internacionales durante los años noventa quizá sea prueba de una reacción asimétrica frente a las presiones cambiarias, ya que hubo una tendencia a participar en el mercado cambiario para moderar la apreciación de la moneda, pero no la depreciación. A partir de la adopción del EMEI, el índice de presiones cambiarias²³ ha disminuido considerablemente, lo que era de esperarse dado la naturaleza del régimen cambiario de tipo de cambio flexible (con una regla de participación explícita). Luego de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, el índice tuvo un leve repunte. Al examinar los episodios de entradas de capital significativas, puede observarse que el índice de presiones cambiarias tiende a ser mayor durante el año de abundancia de capitales en comparación con el año previo, aunque dicho índice ha tendido a disminuir.

Por otra parte, al hacer un análisis de los episodios fuertes de flujo de capital y su incidencia en el desempeño macroeconómico de Guatemala, se determinó que el crédito al sector privado, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, se ha incrementado levemente durante los años posteriores a los episodios de influjos de capital; sin embargo, actualmente, el crédito al sector privado en moneda extranjera muestra signos de una correlación significativa; las entradas de capital han estado vinculadas a una aceleración del crecimiento del PIB; las fluctuaciones del crecimiento del PIB han estado acompañadas de variaciones del saldo en cuenta corriente; no obstante, el aumento de las afluencias de capital no parece estar fuertemente relacionado con el comportamiento del tipo de cambio nominal, aunque los episodios de influjos de capital sí muestran cierta correlación con las variaciones del tipo de cambio real; y el mecanismo que generó la apreciación del tipo de cambio real durante los episodios de influjos de capitales fue, en promedio, el aumento de la inflación y no el efecto cambiario nominal.

²³ El índice de presiones cambiarias se define como el promedio ponderado de dos componentes: i) la variación porcentual del tipo de cambio nominal; y ii) la variación de las reservas internacionales.

Gráfica A2.5

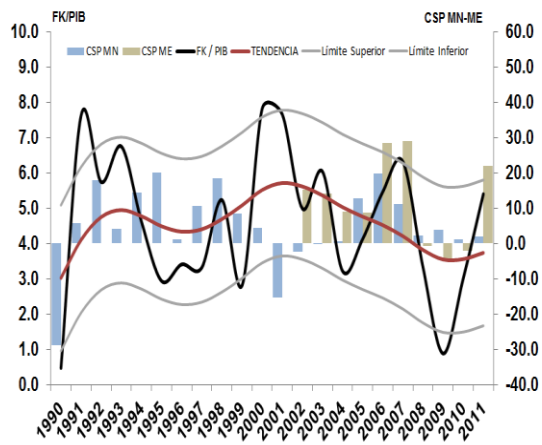
Guatemala: Índice de Presiones Cambiarias, Variación del Tipo de Cambio Nominal y Variación en las Reservas Internacionales



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.7

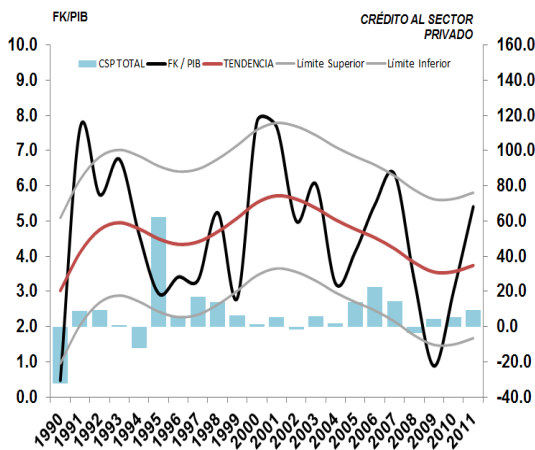
Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB y Variación del Crédito al Sector Privado en Moneda Nacional y Extranjera



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.6

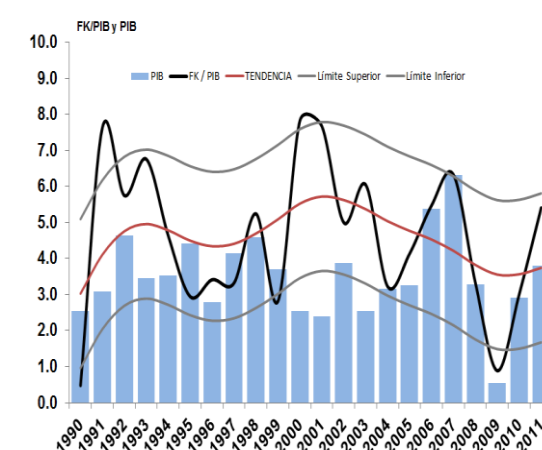
Guatemala: Flujos de Capital Respecto del PIB y Variación Crédito al Sector Privado Total



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.8

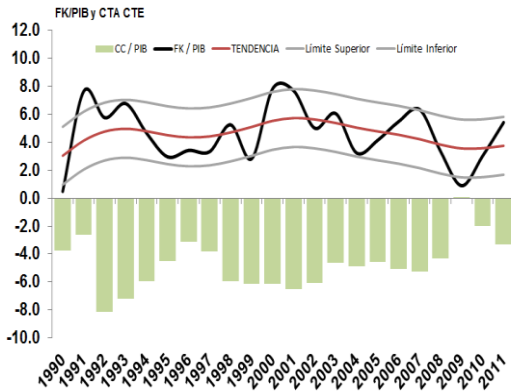
Guatemala: Flujos de Capital Respecto del PIB y Variación del Producto Interno Bruto (PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.9

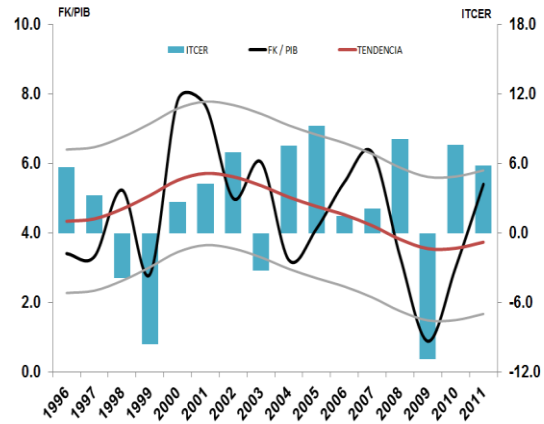
Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB y Variación de la Cuenta Corriente



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.11

Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB y Variación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) (1)

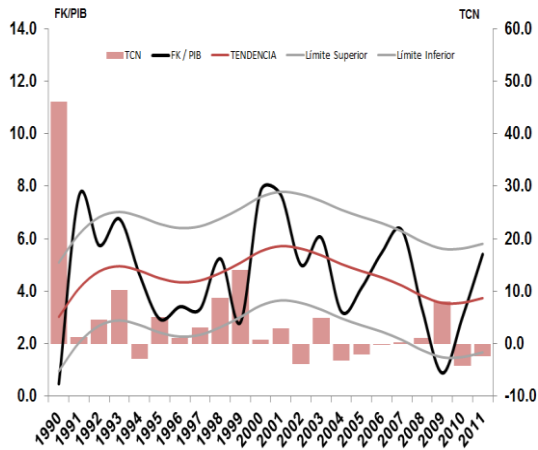


(1) (+) apreciación real, (-) depreciación real.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.10

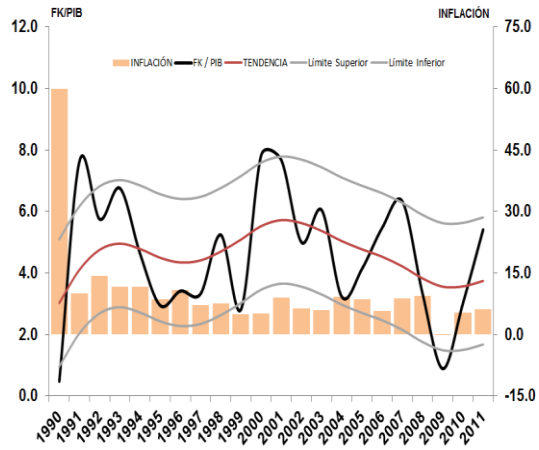
Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB y Variación del Tipo de Cambio Nominal



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.12

Guatemala: Flujos de Capital respecto del PIB e Inflación

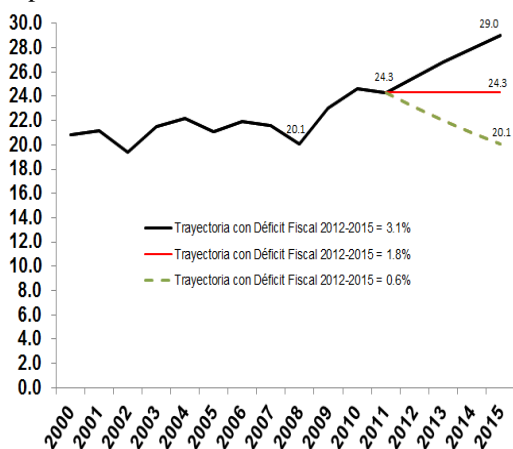


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

ANEXO 3 SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN GUATEMALA²⁴

Gráfica A3.1

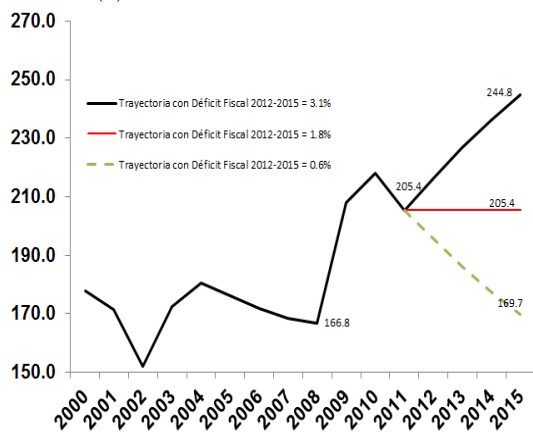
Trayectoria del Saldo de la Deuda Pública Total respecto del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Finanzas Públicas y del Banco de Guatemala.

Gráfica A3.2

Trayectoria de Saldo de la Deuda Pública Total respecto de los Ingresos Totales del Gobierno Central (1)



(1) PIB 2011-2015 proyectado, ingresos totales 11.8% del PIB.
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Finanzas Públicas.

I. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FISCAL 2000-2011

El endeudamiento público puede contribuir a los objetivos de desarrollo de un gobierno al aumentar los recursos disponibles para la inversión. Sin embargo, un déficit fiscal persistente tiene efectos negativos sobre la economía y un endeudamiento público creciente puede resultar insostenible en el largo plazo. Una política fiscal se considera sostenible si se percibe que el gobierno es capaz de cumplir con sus obligaciones presentes y futuras de servicio de la deuda pública. La sostenibilidad y el buen manejo de la deuda pública son elementos integrales de la estabilidad macroeconómica de un país, ya que presiones en las cuentas fiscales pueden amenazar dicha estabilidad, mediante las interrelaciones que existen entre variables macroeconómicas.

En Guatemala, el favorable desempeño macroeconómico durante 2000-2011 propició una mejora en la gestión de la política de endeudamiento público. En ese sentido, cabe resaltar un cambio importante en la estructura de la deuda pública, donde la deuda pública externa pasó de representar el 70.4% del total en 2000 al 49.2% del total en 2011, mientras que la deuda pública interna pasó de 29.6% a 50.8% del total, en dichos años. El cambio en la estructura del saldo de la deuda pública ha permitido al gobierno, por una parte, reducir su exposición al riesgo cambiario y, por la otra, pagar una menor tasa de interés; asimismo, ha favorecido al desarrollo del mercado de valores.

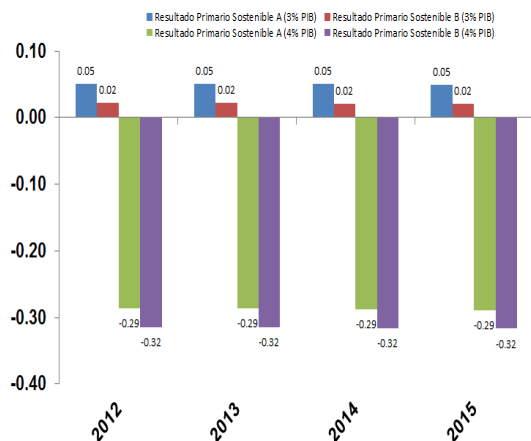
La deuda pública externa contratada está integrada por préstamos negociados con organismos financieros internacionales, la cual representa el 88.8% del total (organismos multilaterales 82.6% y organismos bilaterales 6.2%) y la deuda negociada en el mercado internacional por medio de Bonos del Tesoro 11.2% del total. El costo de la deuda pública externa medido por medio de la tasa de interés promedio ponderado en el período analizado ha mostrado leves cambios, registrándose en 2001 la tasa de interés más alta, la cual se ubicó en 6.13% anual, posteriormente la misma tuvo una tendencia decreciente, llegándose a ubicar en 2011 en 4.74% anual.

La deuda pública interna está integrada por Bonos del Tesoro negociados en el mercado interno, al 31 de diciembre de 2011, del total de la deuda el 88.5% se encuentra negociada en quetzales y el 11.5% en dólares de los Estados Unidos de América. En lo que respecta a la tasa de interés de la deuda negociada en quetzales en el período en estudio, se puede indicar que el costo de dicha deuda ha disminuido considerablemente, en 2001 la tasa de interés promedio a que se negoció la deuda en quetzales fue 14.26% anual, llegándose

²⁴ Fuente: "Sostenibilidad de la Deuda Pública en Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Marzo de 2012.

Gráfica A3.3

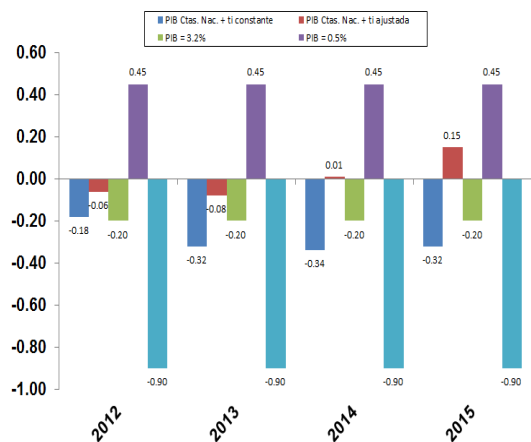
Análisis de Sostenibilidad Resultado Primario respecto del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Finanzas y del Banco de Guatemala.

Gráfica A3.4

Resultado Primario respecto del PIB Necesario para Mantener Constante el Saldo de Deuda Pública como Porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Finanzas y del Banco de Guatemala.

a negociar en 2011 a una tasa de interés promedio de 9.14% anual. Asimismo, al observar la evolución del costo de la deuda interna expresada mediante la tasa de interés promedio del saldo de la deuda, la misma se ha reducido, al pasar de una tasa promedio de 15.67% en 2003 a 9.00% en 2011. Vale indicar que no sólo ha bajado el costo, también ha mejorado en perfil de vencimientos dado que ahora existen emisiones de hasta 15 años plazo, lo cual es relevante si se toma en cuenta que pocos países en desarrollo logran hacer colocaciones a plazos largos en el mercado local, a un costo razonable. En lo que respecta a la deuda interna negociada en dólares de los Estados Unidos de América, la tasa de interés promedio a la cual se han negociado los Bonos del Tesoro ha tenido una tendencia decreciente en el período analizado, al pasar de 15.04% anual en 2000 a 5.15% anual en 2011.

El mantener déficits fiscales moderados permite al gobierno aumentar la flexibilidad y maniobrabilidad de la política fiscal como instrumento de estabilización, ante choques tanto de carácter económico como extraeconómico. La evolución reciente de las finanzas públicas, se vio fuertemente impactada como consecuencia de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, así como por los gastos realizados para atender los daños causados por desastres naturales. Consecuencia de lo anterior, las autoridades fiscales utilizaron el gasto público como instrumento anticíclico para reducir los efectos asociados a los referidos choques. El aumento de la deuda pública en los últimos años ha estado determinado por un efecto combinado de un mayor gasto ejecutado por el gobierno (medida de política) y una caída de la recaudación tributaria (asociado por, una parte, al efecto exógeno asociado a la caída del comercio exterior durante la crisis y, por la otra, a una debilidad estructural del gobierno por elevar su recaudación), por consiguiente, el gobierno se ha visto obligado a incrementar el nivel de endeudamiento para compensar la insuficiencia de los ingresos.

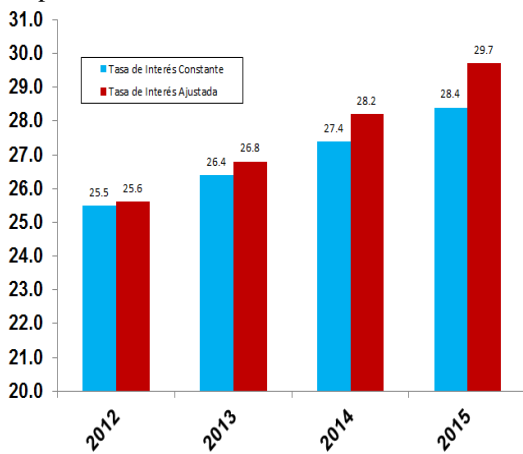
El endeudamiento público en el período 2000-2011 ha sido resultado de un déficit fiscal persistente. Sin embargo, es importante indicar que el endeudamiento público es un elemento clave en la ejecución de la política fiscal. En ese sentido, los gobiernos emiten deuda o contratan empréstitos en el exterior para financiar nuevas inversiones en capital humano y físico, para utilizar de manera más eficiente los recursos naturales de un país en el tiempo, para moderar la fase descendente del ciclo económico o para satisfacer las necesidades de financiamiento generadas por acontecimientos excepcionales como una crisis regional o global o un desastre natural.

II. PROYECCIÓN DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA 2012-2015

Al realizar un análisis para el período 2012-2015 de la evolución de los indicadores saldo deuda pública total respecto del PIB e ingresos totales del gobierno, se determinó que un déficit fiscal respecto del PIB de 1.8% estabiliza el indicador saldo deuda pública respecto del PIB al nivel registrado en

Gráfica A3.5

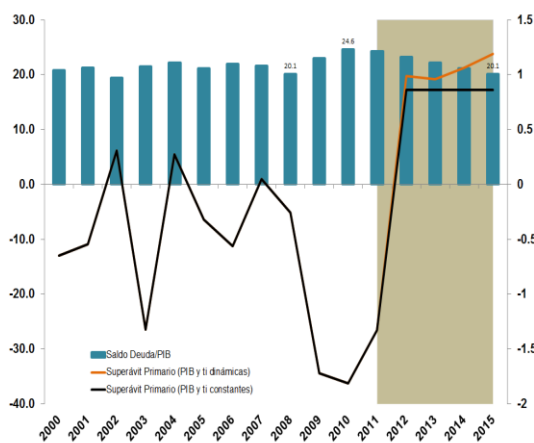
Saldo de Deuda Pública respecto del PIB
Manteniendo Constante el Déficit Primario
respecto del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Finanzas y del Banco de Guatemala.

Gráfica A3.6

Superávit Primario respecto del PIB Necesario para
Reducir el Saldo de la Deuda Pública respecto del
PIB a Niveles Pre-Crisis



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Finanzas y del Banco de Guatemala.

2011 (24.3%); mientras que un déficit fiscal respecto del PIB de 0.6% hace que la deuda empiece a contraerse para llegar a niveles pre-crisis en 2015. En lo que respecta al indicador saldo deuda pública total respecto de los ingresos totales del gobierno, para mantener constante el nivel registrado en 2011 (205.4%) con un déficit fiscal respecto del PIB de 1.8%, es necesario que los ingresos totales respecto del PIB se mantengan en 11.8% (nivel registrado en 2011).

III. ANÁLISIS DE SOTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

De acuerdo al análisis de sostenibilidad de la deuda pública de Guatemala, basado en un modelo similar al desarrollado por Edwards (2002), Keyder (2003) y Edwards y Vergara (2004), el cual tiene como objetivo determinar el balance primario que hace sostenible la deuda, se determinó que para el período 1995-2011, en nueve de los años del mismo, el déficit primario registrado fue menor al requerido; sin embargo, cabe destacar que en los últimos cuatro años el déficit primario observado fue considerablemente mayor al requerido, como consecuencia, principalmente del impacto de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, así como de los gastos extraordinarios realizados para atender los daños causados por desastres naturales. En cuanto al análisis prospectivo de sostenibilidad de la deuda para el período 2012-2015, se determinó que el déficit primario requerido para ser sostenible la deuda pública, considerando una tasa de crecimiento de la economía en promedio del 3%, se tendría que tener un superávit primario de alrededor de 0.051% del PIB; mientras que con una tasa de crecimiento de la economía de 4% se podría tener un déficit primario que no debería exceder de 0.289% del PIB.

Por otra parte, un análisis de sostenibilidad fiscal y deuda para Guatemala, basado en un modelo desarrollado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), dio como resultado que para mantener constante el indicador de deuda pública respecto del PIB al nivel de 2011 (24.3%), de acuerdo a cinco escenarios posibles (los cuales están sujetos a las dinámicas de las variables que integran el modelo), los resultados serían: i) con el PIB base proyectado por el Banco de Guatemala para el período 2012-2015 y manteniendo constante la tasa de interés real de la deuda pública estimada para 2011, el gobierno tendría que reducir su déficit primario respecto al PIB a un nivel de 0.18% para 2012 (1.33% en 2011), para los siguientes años el déficit tendría que ubicarse en alrededor de 0.32%; ii) con un incremento de la tasa de interés real de la deuda pública de cincuenta puntos básicos, el gobierno tendría que reducir su déficit primario respecto del PIB a un nivel de 0.06% hasta tener que llegar en 2015 a tener un superávit primario de 0.15%; iii) con una tasa de crecimiento del PIB constante de 3.2% (promedio 2007-2010) y manteniendo constante la tasa de interés real de la deuda pública, de conformidad a dichos supuestos el gobierno debería mantener un déficit primario de 0.20% del PIB; iv) con una tasa de crecimiento del PIB constante de 6.3% (crecimiento de la economía en 2007) y manteniendo constante la tasa de interés real de la deuda

pública, de acuerdo a los supuestos expresados el gobierno podría mantener un déficit primario de 0.90% del PIB; finalmente, el quinto escenario supone una tasa de crecimiento del PIB constante de 0.5% (crecimiento de la economía en 2009) y mantiene constante la tasa de interés real de la deuda pública, de acuerdo a los supuestos enunciados el gobierno debería tener un superávit primario de 0.45% del PIB.

Otra alternativa que brindó el modelo del FMI, fue el de realizar un análisis de cuál sería la trayectoria del saldo de la deuda pública respecto del PIB manteniendo constante el indicador déficit primario respecto del PIB a un nivel de 1.33% (nivel registrado en 2011), para ello se estimaron dos escenarios, en ambos se registraron los crecimientos del PIB base proyectados por el Banco de Guatemala para el período 2012-2015; el primer escenario, mantiene constante la tasa de interés real de la deuda pública de 2011 por lo que al final del período la deuda crecería 4.1% del PIB; el segundo escenario, asume un crecimiento de la tasa de interés real de cincuenta puntos básicos por año, por tal motivo, la deuda crecería 5.4% al final del período.

Por otra parte, el modelo del FMI permitió estimar cuál debería ser la trayectoria del déficit primario respecto del PIB en el período 2012-2015 para poder llegar a niveles del saldo de la deuda pública respecto del PIB pre-crisis económica (20.1%), para ello se estimaron dos escenarios, el primero, contempla el PIB proyectado por Banco de Guatemala para el período 2012-2015, así como un crecimiento de la tasa de interés real de cincuenta puntos básicos, de acuerdo a los resultados, el gobierno tendría que registrar un superávit primario de 0.99% del PIB para 2012 hasta llegar a tener un superávit de 1.19% en 2015; el segundo escenario, asume un crecimiento del PIB constante de 3.2% y una tasa de interés real de la deuda pública constante de 2.34%, dado lo anterior el gobierno debería registrar un superávit primario de 0.86% del PIB.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Anagnostopoulos, Alexis, Omar Licandro; Italo Bove y Karl Schlag (2006). “An Evolutionary Theory of Inflation Inertia”. European University Institute Working Papers ECO No.2006/33. September 2006.
2. Andrés, Javier; Ricardo Mestre y Javier Vallés (1997). “Un Modelo Estructural para El Análisis del Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria” En La política monetaria y la inflación en España, Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo No. 9727
3. Andrews, Donald W.K. and Houng-Yuan Chen (1994), “Approximately Median-Unbiased Estimation of Autoregressive Models”. *Journal of Business & Economic Statistics*. Vol 12, No.2, 187-204. April 1994.
4. Banco Central de Chile. “La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación”. 2007
5. Banco Interamericano de Desarrollo (2012) “Ante los riesgos Económicos globales” en “El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales”. Coordinado por Andrew Powell. Washington, D. C. Marzo 2012.
6. Bank of England, “State of the art of inflation targeting”. Centre for Central Banking Studies, Handbook No. 29. 2011
7. Blázquez-Lidoy, Jorge y Luciana Taft (2003). “La Sostenibilidad de la Deuda Externa en Economías Emergentes”. Revista de Economía Pública, Instituto de Estudios Fiscales. Madrid 2003.
8. Bruno, Michael y Stanley Fischer (1984). “The Inflationary Process in Israel. Shocks and Accommodation”. *NBER Working Paper Series* No. 1483, October.
9. Campêlo, Ana Katarina y Francisco Cribari-Neto (2003). “Inflation Inertia and Inliers: The Case of Brazil”. *Revista Brasileira de Economia* Vol.57, No. 4: 713-379.
10. Capistrán, Carlos y Manuel Ramos-Francia (2006). “Inflation Dynamics in Latin America”. Documentos de Investigación No. 2006-11, Noviembre.
11. Céspedes, Luis Felipe, Michael Kumhof y Eric Parrado (2003). “Pricing Policies and Inflation Inertia”. Documentos de trabajo del Banco Central de Chile No. 232. Octubre.
12. Croce, Enzo y Hugo Juan-Ramón (2003). “La evaluación de la sostenibilidad fiscal: Un análisis comparativo multinacional”. Fondo Monetario Internacional Documento de Trabajo del FMI 03/145. Washington. julio 2003
13. Cuddington, John T. (1996). “Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing countries”. Economic Department. George Washington University. Mach 1997(rev)
14. D’Amato Laura, Lorena Garegnani y Juan M. Sotes Paladino. (2007) “Inflation persistence and changes in the monetary regime: The argentine case”. BCRA Working Paper 2007/23. September.
15. Edwards, Sebastián (2002). “Debt Relief and the Current Account: An Analysis of the HIPC Initiative”. University of California Los Angeles (UCLA). February 2002.
16. Edwards, Sebastián (2002). “Debt Relief and Fiscal Sustainability”. NBER Working Paper No. 8939. May 2002.
17. Edwards, Sebastián y Rodrigo Vergara (2004). “Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala”. Banco de Guatemala. 2004.
18. Enders, Walter (2004). “Applied Econometric Time Series”, (2nd. Edition) Wiley Series Probability and Mathematical Statistics. Hoboken, N.J., USA: John Wiley & Sons, Inc.
19. Junta Monetaria. Evaluación, Propuesta y Resoluciones de la Junta Monetaria de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia. Años: 2005-2011. Guatemala.
20. FAO. Oficina regional para América Latina y el Caribe, Boletín de la Seguridad Alimentaria y Nutricional, primer trimestre 2012.

21. Fernández, Andrés; Rodríguez, Luis; Parejo, José Alberto; Calvo, Antonio y Galindo, Miguel (2011) “Política Monetaria: Fundamentos y Estrategias”, Paraninfo, Madrid.
22. Fondo Monetario Internacional (FMI), Panorama económico mundial, Abril 2012.
23. Fondo Monetario Internacional (FMI), Reporte de estabilidad financiera global, Abril 2012.
24. Fuhner, Jeffrey C. (2009). “Inflation Persistence”. Federal Reserve Bank of Boston Working Paper, No. 09-14, November 30.
25. Keyder, Nur (2003). “Debt Sustainability and the Exchange Rate: The case of Turkey”. METU Studies in Development, June 2003.
26. Lendvai, Júlia (2004). “Inflation Inertia and Monetary Policy Shocks”. Hungarian Academy of Sciences Institute of Economics Discussion Paper No. 2004/17. October.
27. Mankiw, N. Gregory (2000). “The Inexorable and Mysterious Tradeoff Between Inflation and Unemployment”. *NBER Working Paper* 7884. September.
28. Metin-Özcan, Kivilcim, Hakan Berument y Bilin Neyapti (2004). “Dynamics of Inflation and Inflation Inertia in Turkey”. *Journal of Economic Cooperation* 25(3): 63-86.
29. Pivetta, Frederic y Ricardo Reis (2007). “The Persistence of Inflation in the United States”. *Journal of Economic Dynamics and Control* 31, 1326-1358.
30. Roger, Scott (2010) “Inflation targeting turns 20”, Finance & Development. FMI. Marzo 2010. Vol 47, número 1
31. Vega, Marco y Diego Winkelried (2006) “¿Cambia la Inflación Cuando los Países Adoptan Metas Explícitas de Inflación?”. Banco Central de Reserva de Perú, Serie de Documentos de Trabajo DT. No. 2006-01.