



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
A SEPTIEMBRE DE 2012**

CONTENIDO¹

LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	3
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA	4
RESUMEN EJECUTIVO	6
I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL	11
A. COYUNTURA RECIENTE	11
1. Actividad económica	11
2. Mercados financieros internacionales	26
3. Precios internacionales de petróleo, gasolinas, maíz y trigo	30
4. Inflación y política monetaria	38
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	43
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	47
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	47
1. Actividad sectorial	47
2. Demanda agregada	50
B. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	54
1. Evolución reciente de la inflación	54
2. Proyecciones y expectativas de inflación total para el corto y mediano plazos	61
3. Variables informativas de la política monetaria	63
ANEXO 1	75
SINCRONIZACIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE GUATEMALA CON EL DE SUS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES	75
ANEXO 2	83
EL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO EN GUATEMALA: ENFOQUES COMPLEMENTARIOS	83
ANEXO 3	87
POLÍTICA MONETARIA BAJO TURBULENCIA FINANCIERA	87
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	91

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 11 de octubre de 2012.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A SEPTIEMBRE DE 2012

LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados, que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, 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 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, los cuales se basaron en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala aprobada por el Congreso de la República en 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 las 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 dispuesto 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 TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Durante el tercer trimestre de 2012, la Junta Monetaria, se reunió en dos ocasiones (julio y septiembre) con el propósito de analizar y determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. En ambas ocasiones decidió mantener en 5% dicha tasa.

En la reunión de julio, la Junta Monetaria consideró, en el ámbito externo, que en la coyuntura económica internacional continuaba prevaleciendo un alto nivel de incertidumbre, aunque los riesgos y las tensiones que experimentaron los mercados financieros internacionales, que se intensificaron en mayo y en junio, no cambiaron significativamente la perspectiva de crecimiento económico de mediano plazo, además consideró el incremento en los precios internacionales de las materias primas. En el ámbito interno, tomó en cuenta las proyecciones del ritmo inflacionario y que la actividad económica continuaba reflejando un ritmo de crecimiento positivo, aunque menor al del año previo, situación que era consistente con las previsiones vigentes; además que el crédito bancario al sector privado, el consumo privado y las remesas familiares estaban creciendo por arriba de lo previsto.

En septiembre, consideró que, en el ámbito externo, en la coyuntura económica internacional persistía la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo, principalmente en la Zona del Euro y, en menor medida, en los Estados Unidos de América; sin embargo, los mercados financieros internacionales registraron un comportamiento positivo debido, entre otros factores, a la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario por parte de las principales economías avanzadas, mientras que hubo un aumento de los precios internacionales de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo). A nivel interno, Junta Monetaria tomó en cuenta que si bien los riesgos de inflación, en el muy corto plazo, estaban contenidos, lo que anticipaba el cumplimiento de la meta de inflación para 2012, los retos en un horizonte más largo persistían. Asimismo, destacó que aunque la demanda externa se había desacelerado más de lo previsto, la demanda interna permanecía robusta, lo cual se reflejaba en el

comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica, de la recaudación tributaria, de las remesas familiares y del crédito bancario al sector privado.

En ambas ocasiones 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 aquellos que generan incertidumbre, a fin de que, si se materializaban algunos de los riesgos previstos, se adopten las acciones oportunas para evitar que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de inflación de mediano plazo.

RESUMEN EJECUTIVO

Al tercer trimestre en el ámbito externo, aún persiste la incertidumbre y la aversión al riesgo, lo que está afectando la confianza de los empresarios y consumidores, principalmente en la Zona del Euro, en los Estados Unidos de América y, en menor medida, en la República Popular China, por lo que la actividad económica a nivel mundial se encuentra ralentizada y con riesgos a la baja. El menor ritmo de crecimiento económico esperado en este trimestre se asocia al efecto derrame (*spillover effect*) que podría trasladarse de estas economías a otros países. Además, las medidas de política económica que han aplicado las economías avanzadas aún no logran restablecer la confianza de los inversionistas y los consumidores; pero también las mismas dificultades financieras y fiscales limitan el margen de acción de los gobiernos, de los empresarios y de los consumidores para dinamizar el crecimiento económico.

En los últimos meses, los indicadores económicos de las economías avanzadas registran comportamientos diversos. En el caso de los Estados Unidos de América, si bien se han observado mejoras en el mercado laboral e inmobiliario, así como una ligera recuperación en la confianza de los consumidores y en los índices adelantados de producción industrial y de servicios, aún se encuentran por debajo del nivel razonable para que la economía se recupere. En ese sentido, continúan las restricciones en el otorgamiento de crédito bancario y la demanda externa continúa deprimida, lo cual también puede potencialmente limitar el ritmo de crecimiento económico. La Reserva Federal (FED) en respuesta ha dicho comportamiento ha implementado una nueva ronda de estímulos monetarios, con el objetivo de propiciar una recuperación económica más sólida y una mejora sostenida del mercado laboral, en un contexto de estabilidad de precios, pero permanece el desafío fundamental de poner en marcha un proceso de consolidación fiscal ordenado que le permita llegar a un nivel sostenible de deuda en el mediano y largo plazos, aspecto que, al no cumplirse, podría tener repercusiones negativas para la economía mundial y generar mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

En la Zona del Euro, la actividad económica continuó desacelerándose ante la fuerte crisis de confianza que ha afectado los mercados financieros, debido a que persiste la preocupación por la falta de acuerdos concretos por parte de las autoridades para resolver la crisis de deuda soberana, aunado a las tensiones en los sistemas financieros de algunos países de dicha región, lo cual no ha permitido una recuperación de la confianza de los agentes económicos, en un ambiente donde aún predominan altos niveles de desempleo; mientras que el panorama en las economías de la periferia es aún más desalentador porque éstos se encuentran en una especie de círculo vicioso, en donde la desaceleración económica genera nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que, a su vez, afecta las primas de riesgo de la deuda soberana y privada de esas economías.

De conformidad con los indicadores económicos la desaceleración económica registrada es consecuencia, por un lado, de las medidas de ajuste fiscal que han afectado negativamente la demanda interna y, por el otro, de la escasez de crédito bancario, influenciada por el proceso de desapalancamiento y recapitalización de los bancos. Con el propósito de resolver la crisis de deuda, las autoridades de la Zona del Euro y de la Unión Europea han implementado varias medidas monetarias, fiscales y de apoyo financiero a los países en problemas; sin embargo, dichas medidas aún no han logrado resolver las causas principales que originaron la crisis de deuda y el estrés en los sistemas financieros.

En Japón se desaceleró el ritmo de crecimiento económico como consecuencia, principalmente, de una reducción en la demanda externa generada, fundamentalmente, por los problemas de la Zona del Euro.

En las economías con mercados emergentes, éstas han empezado a evidenciar los efectos negativos de la reducción en la demanda externa proveniente de las economías avanzadas, lo cual ha ocasionado un menor dinamismo de la demanda interna. La moderación en el ritmo de crecimiento económico de la República Popular China responde en buena medida a su relación con el ciclo económico global por medio del canal comercial, a restricciones en su sistema financiero, así como a las políticas económicas impulsadas

en las que se prioriza la inversión respecto del consumo privado. Sin embargo, las recientes medidas de estímulo monetario y fiscal podrían devolver el dinamismo a esta economía. Para el caso de América Latina, a pesar de que mantienen perspectivas positivas de crecimiento económico, aún se encuentran sujetas a las restricciones del entorno económico y financiero internacional.

En los mercados financieros internacionales, durante el tercer trimestre se volvió a observar una mayor incertidumbre debido a la falta de solución definitiva a la crisis de deuda soberana en la Zona del Euro, lo cual generó una mayor volatilidad; no obstante, se ha empezado a registrar una recuperación en los principales índices accionarios a nivel mundial. Sin embargo, la confianza en el sistema financiero global permanece excepcionalmente frágil, debido a que la resolución de la crisis en la Zona del Euro será un proceso prolongado, así como por el acuerdo político en los Estados Unidos de América sobre la necesidad de una consolidación fiscal que evite el “precipicio fiscal” en 2013².

En lo que respecta a las materias primas, durante la mayor parte del trimestre, el precio internacional del petróleo registró una tendencia alcista, asociada a diversos factores, entre ellos, las sanciones económicas impuestas por los países de la Unión Europea a Irán, debido al desarrollo de su programa nuclear, al incremento en la demanda mundial del crudo por factores estacionales, a los conflictos políticos en Siria y a posiciones especulativas ante un incierto entorno externo. Por su parte, el precio internacional del maíz amarillo registró una considerable alza asociada a daños ocasionados en las cosechas debido a la sequía que ha afectado a los Estados Unidos de América y a otros países productores del grano. De manera similar, en el caso de la evolución del precio internacional del trigo, éste registró un considerable aumento en julio, debido a los problemas en la producción, generados por factores climáticos adversos, principalmente, en los Estados Unidos de América, Europa del Este y América del Sur, lo cual afectó negativamente el nivel de inventarios mundiales del grano.

² Se refiere a un ajuste fiscal drástico que se derivaría de la expiración de varios estímulos fiscales, incluyendo recortes de impuestos otorgados durante la administración del Presidente George W. Bush, aunado a recortes significativos de gasto público. Para evitar dicho evento, la legislación fiscal vigente tiene que modificarse y, además, debe elevarse el techo de la deuda pública.

Ante el escenario descrito, los bancos centrales de los países avanzados continuaron con una política monetaria expansiva, manteniendo sus tasas de interés en niveles históricamente bajos y adoptando medidas de estímulo monetario no convencionales, con el propósito de impulsar el crecimiento económico. Por su parte, en la mayoría de países emergentes los bancos centrales consideraron prudente mantener sus tasas de interés de política en valores cercanos a los registrados a principios de año, ante la mayor incertidumbre sobre el panorama económico mundial, debido a la persistencia de la crisis en la Zona del Euro y a los planes de consolidación fiscal de mediano plazo por implementar en las economías avanzadas.

En el ámbito interno, el PIB en el segundo trimestre de 2012 registró un crecimiento de 2.5%, menor al observado en el mismo trimestre del año previo, pero consistente con el crecimiento económico esperado para este año (entre 2.9% y 3.3%), registrándose incrementos en la mayoría de actividades económicas. Durante el tercer trimestre, el comportamiento de la inflación se mantuvo en niveles bajos respecto de la meta establecida por la autoridad monetaria y fue determinado principalmente por la evolución de las divisiones de gasto alimentos y bebidas no alcohólicas; restaurantes y hoteles; bienes y servicios diversos; y transporte, las que en conjunto explicaron 76.4% del total de inflación promedio registrada en el trimestre de julio a septiembre. Destaca el hecho de que en términos interanuales, la división de gasto vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles registró en promedio un impacto negativo durante el trimestre, lo cual está asociado a las recientes bajas en el precio medio del gas propano por parte de las dos principales comercializadoras de dicho producto. En septiembre el ritmo inflacionario total, luego de haber experimentado casi un año de reducciones, cambió su tendencia al alza. Por su parte, la inflación subyacente continuó siendo mayor que la inflación total, lo cual también podría ser indicativo de una reversión de los factores transitorios que han venido impactando la inflación a la baja. La inflación importada en el tercer trimestre de 2012, presentó una tendencia alcista, afectada fundamentalmente por la inflación importada indirecta, debido al alza en el precio internacional del petróleo y sus derivados, del maíz, del trigo y de la depreciación del

tipo de cambio nominal³.

No obstante lo anterior, los pronósticos de inflación para el corto plazo, denominados pasivos, es decir, que no incluyen medidas de política monetaria, si bien anticipan una tendencia al alza durante el cuarto trimestre, la ubican en alrededor de 4.3% para finales del presente año, dentro de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria. Los pronósticos de inflación de mediano plazo anticipan incrementos en la trayectoria de la inflación para 2012 y para 2013, en comparación con los pronósticos del trimestre anterior por lo que para revertir dicha tendencia sugieren incrementos graduales en la tasa de interés líder de política monetaria en los siguientes trimestres para que la inflación converja a la meta de mediano plazo.

Las encuestas de expectativas económicas efectuadas al panel de analistas privados durante el tercer trimestre revelan que las mismas se ajustaron hacia la baja entre junio y septiembre. Entre los factores que explican la expectativa de inflación para diciembre de 2012 y de 2013 se encuentran, principalmente, el precio internacional del petróleo, de los combustibles y de las materias primas, teniendo también un peso importante el factor de condiciones climáticas para la expectativa inflacionaria de 2012.

³ Según estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, una depreciación del 1% en el tipo de cambio nominal, con un rezago de 12 meses, ocasiona un incremento de 0.3% en la inflación.

I. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

A. COYUNTURA RECIENTE

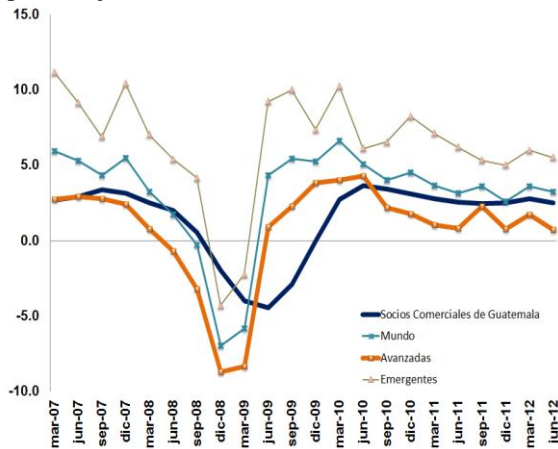
1. Actividad económica

El desempeño de la actividad económica mundial si bien continuó siendo incierto, mostró comportamientos mixtos entre regiones y países aunque continuaron prevaleciendo los riesgos a la baja. En parte, debido a que las políticas de las economías avanzadas todavía no logran restablecer la confianza del empresario y del consumidor, centrándose las preocupaciones básicamente en la Zona del Euro, en los Estados Unidos de América y, en menor medida, en la República Popular China, lo cual ha incrementado los riesgos a la baja en las economías emergentes y en desarrollo. De hecho, en éstas economías, consideradas como el motor del crecimiento mundial reciente, se ha observado una moderación en su ritmo de expansión como consecuencia de la disminución en la demanda externa proveniente de las economías avanzadas, así como por la reducción en la mayoría de los precios de los principales productos de exportación de estas economías, esto último ante la expectativa de un mayor deterioro en la economía mundial. El Fondo Monetario Internacional (FMI) considera que los efectos de corto plazo sobre la producción mundial, provenientes de los ajustes fiscales implementados en las economías avanzadas han contribuido al debilitamiento de su proceso de recuperación, lo cual también ha afectado la actividad económica en las economías emergentes y países en desarrollo.

Durante los últimos tres meses, los indicadores económicos de alta frecuencia en las economías avanzadas han mostrado comportamientos mixtos. En el caso de los Estados Unidos de América, la mayoría de éstos han mejorado, pero continúan en niveles bajos. Al respecto, en el mercado laboral, las peticiones iniciales de subsidios por desempleo y las nóminas privadas registraron resultados positivos, en parte, por la expectativa más optimista del sector empresarial con relación al nivel de ventas para el cuarto trimestre del año, lo cual contribuyó a que la tasa de desempleo disminuyera. Actualmente,

Gráfica 1

Crecimiento Económico Trimestral (1) (2)
2007-2012
(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, República Popular China, Zona del Euro, El Salvador y Honduras.

(2) Variación interanual.

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

dicha tasa mantiene una tendencia a la baja y se ubica en 7.8%, aunque permanece en un nivel elevado y sujeta a la incertidumbre de los efectos de la política fiscal vigente⁴. Asimismo, el índice que mide la confianza del consumidor ha registrado mejores resultados ante una perspectiva de corto plazo más optimista en cuanto a la situación financiera del consumidor, debido, especialmente, a la revalorización de las viviendas y al incremento en las ganancias bursátiles, dos factores que han mejorado la riqueza neta de las familias, generando una mayor disposición a gastar, así como a reducir su tasa de ahorro. Por su parte, los índices anticipados de producción industrial y de servicios, permanecen cerca de la zona de expansión (arriba de 50 puntos), aunque el ritmo de crecimiento se ha moderado ante la reducción en la demanda externa, principalmente de los países europeos y asiáticos como consecuencia de los riesgos que aún persisten sobre la evolución de la economía mundial.

A criterio de algunos analistas y organismos internacionales, esta mejora en la actividad económica de los Estados Unidos de América anticipa un mejor desempeño de la economía mundial en el tercer trimestre del año, con relación al trimestre previo. Vale indicar que la revisión final por parte del Departamento de Comercio de ese país, evidenció que la economía registró un crecimiento anualizado de 1.3% en el segundo trimestre de 2012, menor al previsto con anterioridad (1.7%) y al registrado en el primer trimestre del año (2.0%), debido, fundamentalmente, a un menor ritmo de crecimiento de la inversión privada y a una reducción de los inventarios agrícolas, como consecuencia de una menor producción en dicho sector, a causa de la sequía registrada a partir de abril de este año. Este resultado fue uno de los elementos que consideró la Reserva Federal para implementar, a partir de mediados de septiembre, una nueva ronda de estímulos monetarios, con el objetivo de propiciar una recuperación económica más sólida y una mejora

⁴ De acuerdo con varios analistas internacionales, la economía estadounidense necesita crear alrededor de 250,000 empleos al mes, al menos durante dos años, para que la tasa de desempleo regrese al nivel previo a la crisis financiera y económica global de 2008-2009 (alrededor de 6%). Asimismo, según la Reserva Federal, la tasa de desempleo actual se encuentra más de 2% por encima de lo que la mayoría de integrantes del Comité de Operaciones de Mercado de la Reserva Federal estiman como su valor normal de largo plazo.

sostenida del mercado laboral, en un contexto de estabilidad de precios⁵. Sin embargo, la economía estadounidense continúa enfrentando desafíos externos e internos que representan riesgos a la baja. Entre los primeros destaca la amenaza de una mayor intensificación de la crisis de deuda en la Zona del Euro que pueda afectar las exportaciones estadounidenses vía una apreciación del dólar y/o que se genere una crisis de confianza ante la posible reducción en el crecimiento potencial del citado país. Mientras que, a nivel interno y bajo una perspectiva de corto plazo, la materialización del “precipicio fiscal”, que aunque se considera un evento muy remoto, generaría una desaceleración más allá de la prevista en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, con los consiguientes efectos negativos a nivel mundial, dada la importancia sistémica de dicho país. Asimismo, desde una perspectiva de largo plazo, otro riesgo importante es el potencial aumento de la prima de riesgo de la deuda soberana ante la incertidumbre sobre su sostenibilidad de mediano y largo plazo, lo cual podría inducir en una fuerte volatilidad en los mercados financieros internacionales, reduciendo el valor de los activos.

⁵ Iniciar nuevamente las compras de títulos de agencias respaldados por hipotecas (principalmente nuevas emisiones y por un monto de US\$40,000 millones mensuales). Sin embargo, no se especificó un monto máximo de compra y de duración como en ocasiones anteriores, dado que quedó sujeta a la evolución del mercado laboral. Asimismo, decidió extender la vigencia de la “Operación Twist” hasta finales de 2012.

RECUADRO 1

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: CONSULTA DEL ARTÍCULO IV CORRESPONDIENTE A 2012

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV con los Estados Unidos de América. Al respecto, cabe indicar que el FMI señala que la economía estadounidense continúa creciendo a un ritmo de alrededor de 2%, el empleo se mantiene por debajo del nivel previo a la crisis y el mercado de la vivienda se está estabilizando, aunque continúa deprimido. Adicionalmente, el consumo privado continúa el proceso de desapalancamiento de los hogares en un contexto de precios débiles, aunque cada vez más estables, en el sector de la vivienda. En el caso de la inversión fija de las empresas, ésta parece haber perdido cierto ímpetu en los últimos meses, pese a que los costos de endeudamiento son extraordinariamente bajos y las condiciones financieras son relativamente favorables para el sector empresarial. La construcción residencial ha estado mejorando, aunque a partir de niveles muy bajos. Las exportaciones se desaceleraron a lo largo del último año, en línea con un crecimiento generalmente más lento de la demanda externa, y el déficit en cuenta corriente se mantiene estable. En general, el lento ritmo de la recuperación económica es congruente con la experiencia internacional, después de crisis financieras e inmobiliarias.

En el caso de la política monetaria, el FMI señaló que ésta continúa siendo sumamente acomodaticia y, ante un crecimiento menor del esperado, la Reserva Federal respondió con una serie de medidas de relajamiento monetario. La política fiscal ha comenzado a tener un efecto procíclico al irse reduciendo gradualmente el déficit presupuestario. La implementación del programa de reforma financiera continúa en marcha, siguiendo los lineamientos de la Ley *Dodd-Frank* y los planes internacionales de reforma regulatoria.

El crecimiento probablemente seguirá siendo moderado en 2012 y 2013, limitado por el desapalancamiento de los hogares, la austeridad fiscal y una demanda mundial insuficiente. Por otra parte, se prevé que el fortalecimiento del dólar y el debilitamiento de la demanda externa obstaculicen las exportaciones. De acuerdo con los pronósticos, la inflación seguirá siendo moderada y alcanzará la meta de 2% fijada por la Reserva Federal a mediano plazo. En cuanto a las medidas de política, la Reserva Federal ha indicado que las condiciones económicas probablemente justificarán mantener la tasa de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014 y anunció planes para prorrogar más el plazo medio de vencimiento de sus tenencias de valores. Las autoridades aprobaron recientemente medidas encaminadas a facilitar la refinanciación y la modificación de las hipotecas.

El FMI argumentó que la política monetaria tendrá que seguir siendo acomodaticia durante un horizonte de tiempo más amplio. Además, indicó que hay margen para aplicar una política aún más laxa en caso de que las perspectivas se deterioren, aunque enfatizó que la eficacia podría estar condicionada por el nivel excepcionalmente bajo en que se encuentran las tasas de interés.

Las perspectivas fiscales para el año próximo están rodeadas de un extraordinario grado de incertidumbre en vista de la gran cantidad de disposiciones tributarias que caducarán y de los recortes automáticos del gasto que están programados. En este contexto, los directores ejecutivos del FMI, instaron a las autoridades estadounidenses a aprovechar de manera eficaz el limitado espacio del que dispone la política económica para respaldar la recuperación a corto plazo y restablecer la sostenibilidad fiscal a mediano plazo abordando la consolidación con un enfoque equilibrado. Esto será importante también para contribuir a la recuperación mundial, dada la importancia sistémica de los Estados Unidos de América. También reiteraron la necesidad de adoptar un ritmo mesurado de reducción del déficit que no socave la recuperación. En particular, sostienen que es crítico tanto despejar la incertidumbre creada por el “precipicio fiscal” en 2013 como elevar sin demora el tope de la deuda pública. Resaltaron la importancia de llegar a un acuerdo lo antes posible sobre un plan integral de consolidación fiscal a mediano plazo, basado en un aumento de la recaudación y en un recorte del gasto en prestaciones, que establezca el coeficiente de endeudamiento para mediados de la década y posteriormente lo reduzca gradualmente. Finalmente, agregaron que los Estados Unidos de América puede realizar contribuciones importantes al crecimiento y la estabilidad a nivel mundial adoptando un plan creíble a mediano plazo para que la consolidación fiscal avance a un ritmo que no detenga la recuperación; asimismo, contribuiría también un mayor fortalecimiento de su sector financiero.

Fuente: *Public Information Notice: IMF Executive Board Concludes 2012 Article IV Consultation with the United States*. Agosto de 2012.

RECUADRO 2 ¿CUÁL ES LA PERSPECTIVA DE CORTO PLAZO PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL?^{1/}

La economía mundial ha mostrado signos de ralentización desde el segundo trimestre de 2012, especialmente, en los países que integran la Zona del Euro, lo cual se estima ha afectado a los países fuera de la región, mediante la reducción en los flujos comerciales y la disminución en la confianza de los consumidores y empresarios. Dicha situación, aunada a la desaceleración de la demanda interna, hacen prever que los riesgos a la baja respecto de la recuperación del crecimiento económico continúen siendo significativos.

De acuerdo con los indicadores anticipados, la pérdida de dinamismo en los países que integran el Grupo de los Siete (G-7)^{1/} podría persistir durante el segundo semestre de 2012, principalmente, si se concreta una nueva recesión en la Zona del Euro, lo cual intensificaría los desafíos para el comercio internacional y la confianza de los agentes económicos. Es por ello que, en el corto plazo, la evolución de la crisis en dicha zona continúa siendo el riesgo más importante para el crecimiento económico mundial, dado que una intensificación adicional en la inestabilidad generaría más efectos secundarios negativos sobre la demanda global. Ante dicho escenario, los organismos financieros internacionales y las autoridades de la Zona del Euro convergen en la necesidad de llegar a consensos políticos que impulsen una mayor confianza en la unión monetaria. En adición, la posibilidad de falta de consenso político en los Estados Unidos de América para evitar el "precipicio fiscal" podría debilitar aún más el crecimiento económico global.

Como resultado de la desaceleración económica mundial, la creación de empleo continúa deprimida en la mayoría de las economías, magnificando el riesgo de que la tasa de desempleo aumente a ritmos mayores que los observados previamente, lo cual podría propiciar efectos adversos en el crecimiento del ingreso per cápita y en la confianza del consumidor y del empresario, siendo la confianza de este último, especialmente débil en la Zona del Euro y recientemente a la baja en los Estados Unidos de América y Japón, situación que ha sido particularmente evidente en el sector manufacturero; por tanto, se hace necesario implementar reformas que fomenten, en el corto plazo, la generación de empleo y la facilidad de ajuste en los salarios.

Por otra parte, los precios internacionales del petróleo, a pesar de la disminución en la demanda, continúan siendo sensibles a las posibles interrupciones en el suministro del crudo y a los riesgos geopolíticos en Oriente Medio.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), considera que ante el moderado desempeño de la actividad económica y la ausencia de presiones inflacionarias, la postura de la política monetaria en las economías avanzadas debe ser más expansiva, con reducciones en las tasas de interés de política monetaria, si éstas aún no se encuentran cercanas a cero, o continuar con los programas de estímulo cuantitativo. Asimismo, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la política monetaria acomodaticia actual debe continuar, procurando generar estímulos adicionales en función de las perspectivas y espacios de política de cada país.

Desde una perspectiva de mediano plazo, se hace necesaria una consolidación fiscal, por tanto, la OCDE recomienda un elevado nivel de prudencia en la aplicación de políticas orientadas en esa dirección, dado que podría convertirse en un obstáculo para el incipiente crecimiento económico. Por ello sugiere la implementación de planes creíbles de consolidación fiscal de medio plazo, principalmente en las economías avanzadas, lo cual contribuirá a reducir la incertidumbre sobre las perspectivas fiscales que existen actualmente.

Fuente: Padoan, Pier Carlo. *"What is the near-term global economic outlook?"*, Subsecretaría General de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Septiembre de 2012.

^{1/} Conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos de América, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

RECUADRO 3 RESISTENCIA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO: ¿DURARÁ?

Muchas economías emergentes y en desarrollo han tenido un buen desempeño económico a lo largo de la última década, pero el cuestionamiento que se hacen en este momento las autoridades es si esa fortaleza perdurará. Existen razones para ser optimista; entre ellas, la aplicación de mejores políticas y la mayor libertad de acción de la política económica; es decir, un margen de maniobra para responder a los choques que no ponga en peligro la sostenibilidad. Sin embargo, este buen desempeño también se ha visto respaldado por factores que varían constantemente, como las fuertes afluencias de capital, la rápida expansión del crédito y el elevado nivel de precios de las materias primas.

Ciertamente, la resistencia de las economías emergentes y en desarrollo aumentó considerablemente durante las dos últimas décadas. De hecho, sus expansiones son más prolongadas y sus desaceleraciones menos profundas y más breves. En efecto, en la última década, por primera vez, las economías emergentes y en desarrollo registraron una expansión más prolongada que las economías avanzadas y sufrieron desaceleraciones mínimas.

La evolución más favorable se debe a mejoras en dos aspectos: una mejor formulación y mayor margen de la política económica; y una menor frecuencia de los choques. Evidentemente, las políticas económicas de estos países han mejorado: un mayor número de economías emergentes y en desarrollo han adoptado regímenes de metas de inflación y regímenes cambiarios flexibles y las políticas fiscales y monetarias actualmente son más anticíclicas; es decir, estimulan o frenan la economía, según sea necesario. Asimismo, el margen de maniobra también es más amplio, gracias a la disminución de los niveles de inflación y al fortalecimiento de la posición fiscal y externa. El resto se debe a la menor incidencia de los choques: si bien algunos, como el incremento en la incertidumbre mundial, ocurren más a menudo, otros, como las crisis bancarias y los auges del crédito, ya no suceden con tanta frecuencia en estas economías.

Pero estas economías no son inmunes a los choques. Hay una diversidad de choques, tanto externos como internos, que están asociados al cese de la expansión económica de estos países. Entre los externos, las interrupciones repentinas de los flujos de capital, las recesiones de las economías avanzadas, la mayor incertidumbre a escala mundial y los colapsos de los términos de intercambio incrementan la probabilidad de que una expansión concluya. Entre los choques internos, los auges del crédito bancario duplican la probabilidad de que una expansión se transforme en una desaceleración en el transcurso de un año y las crisis bancarias triplican esa probabilidad.

Pero la calma relativa de los dos últimos años en estas economías, podría resultar pasajera. Existe un riesgo significativo de que las economías avanzadas vuelvan a sufrir una desaceleración y en ese caso es probable que las economías emergentes y en desarrollo terminen sincronizándose a las avanzadas, como sucedió durante la crisis financiera internacional 2008-2009. Asimismo, podrían reaparecer vulnerabilidades internas: la fuerte expansión del crédito bancario en algunas economías emergentes y en desarrollo, que probablemente haya apuntalado la demanda interna, despierta inquietud en torno a la estabilidad financiera.

En síntesis, para protegerse de esos riesgos, estas economías tendrán que restituir a la política económica el margen de acción necesaria para responder a los choques. El margen de maniobra de la política económica se aprovechó debidamente para estimular la actividad económica frente a la desaceleración mundial. Estas economías podrán soportar mejor nuevos choques si logran mantener la coherencia de sus marcos de política; entre otras cosas, flexibilizando el tipo de cambio nominal y adoptando políticas macroeconómicas más anticíclicas, mientras reconstituyen sus defensas de política económica.

Fuente: *Resilience in Emerging Market and Developing Economies: Will it Last?* Capítulo 4 de las Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional (FMI). Octubre de 2012.

La actividad económica en la Zona del Euro continuó desacelerándose ante la fuerte crisis de confianza que ha afectado a sus mercados financieros, debido a que todavía persiste la preocupación ante la falta de acuerdos concretos por parte de las autoridades para resolver la crisis de deuda soberana, aunado a las tensiones en los sistemas financieros de algunos países de dicha región, lo cual no ha permitido una recuperación de la confianza de los agentes económicos y donde aún privan altos niveles de desempleo. Además, continúa la preocupación sobre la capacidad de las economías de la periferia de implementar ajustes fiscales y estructurales, lo cual ha provocado incertidumbre acerca de la viabilidad del mantenimiento de la unión monetaria y económica. En el segundo trimestre del año la tasa de crecimiento económico disminuyó al situarse en -0.5%, lo cual, según la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea (*Eurostat*) se asocia, principalmente, a los efectos ocasionados por la implementación de las medidas de ajuste fiscal en la mayoría de países de la zona, la reducción en la confianza y en el gasto de los consumidores, resultado del débil panorama del mercado laboral y la creciente expectativa de que la situación económica en general seguirá deteriorándose en los próximos meses. La escasez de crédito, influenciada por el proceso de desapalancamiento y recapitalización de los bancos, ha impactado negativamente el consumo privado; mientras que la reducción en el gasto del gobierno ha influido negativamente en el comportamiento de la demanda interna, debido a la disminución de las nóminas estatales y demanda de bienes y servicios.

En ese ambiente, la pérdida de confianza de los inversionistas, debido a los fuertes niveles de endeudamiento soberano y al aumento en los costos de financiamiento de dicha deuda, en especial en las economías de la periferia, afecta la inversión empresarial incidiendo en una mayor desaceleración económica respecto al primer trimestre en Portugal, Finlandia, Chipre, Italia, Bélgica, Dinamarca y España. Enfrentando algunos de estos países altos niveles de desempleo⁶ y marcados déficits

⁶ El comportamiento de la tasa de desempleo evidencia la intensificación de los problemas económicos y financieros de la Zona del Euro, lo cual ha afectado a más de 18 millones de personas.

comerciales y fiscales, aunado a la incertidumbre sobre una eventual cesación de pagos por parte de España e Italia, ante el fuerte aumento en los costos de financiamiento.

RECUADRO 4

MONITOR FISCAL: UN REPORTE SOBRE EL PROGRESO DE LOS AJUSTES FISCALES

El crecimiento económico en muchas partes del mundo continúa siendo débil y los riesgos a la baja aumentan, en un entorno en el que la consolidación fiscal permanece como reto importante para los encargados de la política económica. Sin embargo, durante los últimos dos años los países han avanzado considerablemente en el fortalecimiento de sus cuentas fiscales tras su fuerte deterioro en 2008 y 2009.

Según el FMI, la mayoría de los países han avanzado significativamente en revertir los aumentos en sus déficits fiscales. De hecho, en aproximadamente la mitad de ellos se espera que el déficit fiscal en 2012 y en 2013 sea igual o inferior en 1% del PIB. La mejora en los balances fiscales es más evidente en las economías avanzadas, donde el impacto fiscal fue más fuerte, seguido por las economías emergentes y, en menor medida, por los países de bajos ingresos; no obstante, los esfuerzos para controlar los saldos de la deuda están tomando más tiempo de lo previsto.

En las economías de mercados emergentes, los coeficientes de deuda alcanzaron su punto máximo a principios de este año y, en el caso de las economías avanzadas, se anticipa que estos coeficientes no se estabilizarán antes de 2014-2015. En estas últimas economías, el progreso más lento se debe a la magnitud de la crisis y a la moderación en la recuperación económica. En muchas de las economías avanzadas, los esfuerzos de consolidación tardarán muchos años si se desea restablecer los coeficientes de deuda a los niveles observados previos a la crisis.

En este sentido, los países con considerables necesidades de consolidación fiscal, típicamente han basado su estrategia en una combinación de políticas de ingresos y de gastos; sin embargo, las economías avanzadas han recurrido a racionalizar el gasto en mayor proporción que lo han hecho las economías de mercados emergentes y los países de bajos ingresos. Por otra parte, la mayoría de los países han tratado de enfocarse en aquellas medidas que tengan el menor impacto negativo sobre el crecimiento económico, como reformas a la seguridad social y el aumento de impuestos menos distorsionantes, por ejemplo, los impuestos a la propiedad. Por ello, la composición del ajuste fiscal debería dar lugar a finanzas públicas que sean más eficientes y más favorables al crecimiento económico, aunque algunos países (especialmente aquéllos con importantes planes de ajuste fiscal) han tenido que incluir medidas relacionadas con los recortes a la inversión y fuertes aumentos a ciertos impuestos, lo que podría incidir en el crecimiento de la actividad económica a largo plazo.

Un nivel adecuado de progresividad en la tributación y el acceso a las prestaciones sociales son imprescindibles para limitar los efectos sociales negativos de las medidas de ajuste. Adicionalmente, mejores diseños de políticas de impuestos y de beneficio social, acompañados de programas enfocados a ayudar a la recuperación del mercado laboral, pueden contribuir a aumentar la oferta y demanda de trabajo.

A pesar del progreso sustancial en la restauración de la sostenibilidad de las finanzas públicas, las vulnerabilidades fiscales continúan incrementándose; mientras que los requisitos para el *roll-over* de la deuda pública siguen muy elevados y exponen a los países en riesgo a los vaivenes de los mercados financieros globales, lo cual se debe, en parte, a la abundante liquidez de los bancos centrales como consecuencia de políticas monetarias acomodaticias. Aunque el FMI espera que los coeficientes de endeudamiento comiencen a estabilizarse en 2015, en la gran mayoría de los países el riesgo de un retroceso es alto, lo cual limita las opciones de política económica.

Según el FMI, en el caso de los Estados Unidos de América, el déficit fiscal se reduciría en más del 4% del PIB (el cual se ubicó en 2009 en 8.9% del PIB) si los recortes fiscales efectuados por la administración *Bush* expiran, requiriéndose de un ajuste mayor si el techo de la deuda federal no se incrementa oportunamente. El pronóstico del FMI supone un compromiso político para evitar el denominado "precipicio fiscal" y propiciar que el déficit global se contraiga a un ritmo anual de 1.5% del PIB en 2012 y en 2013.

En términos generales, las medidas de consolidación fiscal aplicadas en el pasado están empezando a dar su fruto, sobre todo en los casos en que están apuntaladas por compromisos institucionales creíbles. No obstante, en muchas economías avanzadas los coeficientes de endeudamiento se sitúan en niveles históricos y están creciendo, las necesidades de financiamiento continúan muy elevadas, los mercados financieros se mantienen en estado de alerta y siguen predominando los riesgos a la baja sobre la economía mundial. En este contexto, el desafío para la política fiscal es encontrar el equilibrio entre aprovechar a corto plazo el margen disponible para apoyar la frágil recuperación y reconstituir a más largo plazo el espacio utilizado que permita seguir consolidando las finanzas públicas.

Fuente: Monitor Fiscal. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2012.

En adición, los indicadores anticipados de actividad manufacturera y de servicios, así como los índices de confianza empresarial y de los consumidores durante el tercer trimestre de 2012, anticipan una mayor debilidad de la actividad económica en lo que resta del presente año, reflejando el fuerte deterioro de las condiciones financieras que enfrentan la mayor parte de los países de la zona. Al respecto, la actividad comercial continúa siendo afectada por la significativa desaceleración en los nuevos pedidos, debido a la ralentización en la demanda externa de sus principales socios comerciales (especialmente algunas economías emergentes y avanzadas) y a la reducción del comercio intrarregional.

En septiembre de 2012, el Banco de España publicó los resultados de la evaluación independiente que la agencia de consultoría *Oliver Wyman* realizó al sistema bancario español, la cual, a partir de las pruebas de resistencia efectuadas a 14 de los principales grupos bancarios de ese país, que representan aproximadamente el 90% de los activos del sistema, determinó lo siguiente:

- a. El sector bancario español es mayoritariamente solvente y viable, incluso en un contexto macroeconómico adverso.
- b. Siete grupos financieros, que representan más del 62% de la cartera crediticia, no tienen necesidades adicionales de capital.
- c. En cuanto al resto de grupos financieros, se identificaron necesidades adicionales de capital que ascienden a €59.3 miles de millones (al 31 de diciembre de 2011), monto que se reduce a €53.8 miles de millones, cuando se consideran los efectos de las fusiones en marcha.

Por su parte, las economías de Alemania y Francia que habían mantenido un mejor desempeño respecto del previsto, han empezado a desacelerarse ante los efectos de las medidas de austeridad implementadas en la mayoría de las economías de la zona, lo cual ha incidido en el sector industrial en ambos países y en el desempleo. Los efectos por la reducción en la demanda externa no han sido tan intensos como los observados en otros

países miembros dado que se han beneficiado de los vínculos comerciales más fuertes con otras economías de rápido crecimiento fuera de la región, entre ellas, Rusia. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional, en su última revisión a las perspectivas económicas mundiales, mantuvo la tasa de crecimiento para la economía alemana para 2012; aunque para 2013 prevé un ritmo de crecimiento menor.

Con el propósito de avanzar en la solución de la crisis de deuda, las autoridades de la Zona y de la Unión Europea han implementado varias medidas monetarias, financieras y fiscales. El 28 y 29 de junio en la cumbre de líderes europeos para discutir posibles opciones de política para contener la crisis, se acordaron las medidas siguientes:

- Nombrar al Banco Central Europeo (BCE) como regulador único del sistema bancario de la Zona del Euro, lo que implicaría el establecimiento de un esquema de regulación.
- Permitir que los fondos de rescate intervengan en los mercados secundarios de deuda soberana para estabilizar los mercados en el corto plazo.
- Permitir que los fondos de rescate, una vez en marcha el esquema de regulación bancaria, participen directamente en la recapitalización bancaria, sin requerir un programa total con el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea.

Adicionalmente, en septiembre de 2012, el BCE anunció el programa de operaciones monetarias de compra-venta de deuda soberana de países con problemas financieros, el cual tiene las características siguientes: i) la deuda soberana elegible es aquella con vencimientos entre 1 y 3 años; ii) su volumen es ilimitado y estará vigente hasta que se logre el objetivo de reducir las primas de riesgo, garantizando la transmisión de la política monetaria; iii) las operaciones de compra-venta serán totalmente esterilizadas, para evitar un incremento de la inflación; y iv) la intervención del BCE en el mercado secundario será de carácter discrecional.

Recientemente, en la reunión de Ministros de Finanzas

Públicas realizada a principios de octubre en Luxemburgo, se acordó habilitar el fondo de rescate permanente denominado “Mecanismo de Estabilidad Europea (MEDE)”, con el objetivo de apoyar a los gobiernos que encuentran dificultad para financiar su deuda soberana. El MEDE está constituido con una base de capital de €700.0 millardos (€80.0 millardos de capital pagado y €620 millardos de capital exigible) de los cuales €33.0 millardos fueron puestos a disposición de las entidades bancarias de la zona que lo necesiten a partir del 12 de octubre de 2012; sobre dicho capital, el MEDE se podrá endeudar en el mercado para prestar a los gobiernos. Dicho mecanismo alcanzará gradualmente su plena capacidad en 2014, cuando se termine de aportar el capital pagado, lo cual algunos expertos internacionales consideran podría ser un paso efectivo para garantizar la estabilidad financiera de la Zona del Euro. Asimismo, por tener carácter permanente, a partir de julio de 2013, el MEDE absorberá las funciones que actualmente desempeña el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF); por lo que, por regla general, todos los nuevos programas serán financiados por el MEDE, previa discusión y acuerdo de la Junta de Gobernadores que estará integrada por los ministros de finanzas de la zona.

El FMI señala que la posibilidad de una mayor intensificación de la crisis en la Zona del Euro, así como de mayores riesgos a la baja para el crecimiento y la estabilidad del sector financiero se mantendrán hasta que los problemas centrales que los originaron puedan resolverse totalmente. De acuerdo con diversos entes internacionales, se prevé que la actividad económica en la Zona del Euro se contraiga en 2012 y registre un leve repunte en 2013; sin embargo, continuará siendo divergente entre las economías centrales y las de la periferia. 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 que han implementado.

En Japón, el crecimiento económico se desaceleró en el segundo trimestre del año, al registrar una variación de 0.7%,

luego de crecer 5.3% en el primer trimestre del año. Este resultado estuvo asociado, principalmente, a mayores recortes en el gasto de capital por parte de las empresas, ante la reducción de la demanda global, así como a la incertidumbre provocada por la crisis de deuda soberana de la Zona del Euro y la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía china. Algunos analistas esperan que en el corto plazo las autoridades del gobierno japonés adopten nuevas políticas fiscales y monetarias a efecto de impulsar el crecimiento económico, dado que prevén que para el tercer trimestre del año, la actividad económica estará limitada por el acelerado deterioro de las condiciones económicas mundiales. El consenso de pronósticos apunta a un moderado crecimiento tanto para 2012 como para 2013.

Por su parte, las economías emergentes han empezado a evidenciar los efectos adversos de la reducción en la demanda externa proveniente de las economías avanzadas, debido a un mayor nivel de incertidumbre entre los consumidores e inversionistas, lo cual ha ocasionado un menor dinamismo de la demanda interna. Este comportamiento se ha evidenciado en el desempeño de los sectores manufactureros en estas economías, cuyos índices anticipados prevén que esta tendencia continuará durante los próximos seis meses.

En el caso particular de la República Popular China, su menor ritmo de crecimiento económico está asociado a la moderación en la demanda proveniente de sus principales socios comerciales, evidenciándose en el desempeño del sector manufacturero y de la inversión y del crédito al sector privado; sin embargo, el consenso de pronósticos prevé un repunte de la actividad económica durante el tercero y cuarto trimestres del año. La relevancia que la República Popular de China ha alcanzado en el comercio y la actividad económica mundial durante la última década denota que, ante una ralentización, se anticipen efectos adversos de manera generalizada, aunque diversa, al resto del mundo. Actualmente, es la segunda mayor economía a nivel mundial, con un 10.0% de las importaciones globales, el segundo comprador mundial de petróleo (11.0%) y de alimentos (entre 15.0% y 30.0%). Asimismo, es el mayor tenedor

de Bonos del Tesoro estadounidense y el principal socio comercial de varias economías emergentes y exportadoras de materias primas. Su relación con el ciclo económico internacional por medio del canal comercial (las exportaciones representan cerca del 25% de su PIB), así como la incertidumbre sobre la situación financiera del sector inmobiliario (por ajustes cíclicos)⁷ y la actual composición de su demanda interna en donde se ha privilegiado la inversión sobre el consumo privado, son factores que contribuyen a su evolución. Para estimular el consumo y la inversión el gobierno ha implementado varias medidas de carácter fiscal, con énfasis en el ahorro de energía y la conservación del medio ambiente, así como grandes proyectos de inversión en infraestructura, salud, tecnología, medio ambiente y energía.

En América Latina, el crecimiento económico continuó siendo positivo en la mayoría de países; sin embargo, en varios de ellos el ritmo de expansión se desaceleró. De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), factores como el dinamismo del consumo privado y una evolución favorable del mercado laboral han favorecido el crecimiento; mientras que el comercio internacional ha afectado negativamente a la región, debido tanto a la disminución en los precios internacionales de la mayoría de los principales productos de exportación como de la demanda externa, particularmente de Europa y Asia. Este resultado ha deteriorado los términos de intercambio y ha ampliado, aunque moderadamente, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Destaca la desaceleración de las economías brasileña y argentina que, por su importancia, explican la reducción en la tasa de crecimiento prevista para 2012 (3.2%) con relación a la tasa de 4.3% registrada en 2011. Aún en ese contexto, los países de la región no han perdido el acceso a los mercados financieros, lo cual evidencia la capacidad de las autoridades para enfrentar el

⁷ El FMI, evalúa las consecuencias de una reducción de la inversión inmobiliaria en China ante un posible deterioro de la calidad de los activos. Los efectos directos se darían por las interconexiones de este sector con la producción de bienes de consumo duradero, construcción, industria ligera y el sector energético. A su vez, ello generaría consecuencias negativas en las importaciones, deprimiendo el empleo y la demanda interna de algunos de sus principales socios comerciales. La simulación muestra que una caída de 1% de la inversión inmobiliaria, que representa 25% de la inversión en activos fijos ó 12% del PIB en China, reduciría el crecimiento económico de ese país en 0.2% y 0.06% el crecimiento mundial, dado el efecto directo de China y el efecto indirecto vía sus socios comerciales.

deterioro del entorno internacional, dado que el nivel de reservas monetarias es adecuado, los resultados fiscales han mejorado y se han creado los espacios para efectuar reducciones a las tasas de interés, aprovechando una inflación relativamente baja.

En México, los países de Centroamérica y los del Caribe se han visto beneficiados por el dinamismo de la economía estadounidense que, aunque moderado, ha mantenido el ritmo de importaciones de bienes y servicios. Aunado a ello, las remesas familiares y el turismo registraron en el primer semestre del año tasas superiores a las observadas en igual fecha de 2011. Sin embargo, el menor espacio fiscal de los países de Centroamérica y del Caribe para compensar, aunque sea parcialmente, eventuales ajustes extremos en los Estados Unidos de América evidencia la vulnerabilidad de éstos frente a la política económica estadounidense.

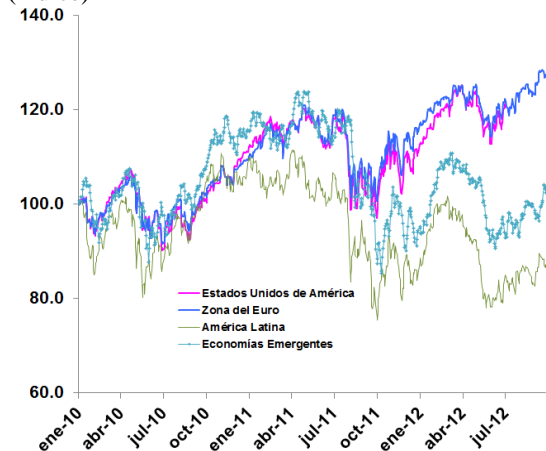
La economía mexicana creció durante el primer semestre; sin embargo, se anticipa que los efectos de la reducción en su demanda externa, como lo evidencia su sector manufacturero, afectará el crecimiento en el segundo semestre.

De acuerdo con la CEPAL, la actividad económica en El Salvador crecería más en 2012 respecto a 2011, en parte por la mejora en el ritmo de crecimiento del sector industrial, así como por la recuperación de las remesas familiares, del turismo y del crédito al sector privado. En el caso de Honduras será levemente menor al registrado en 2011; aunque se espera un mejor desempeño en los sectores de la construcción y comercio, un aumento en remesas familiares y en el crédito al sector privado.

Diversos organismos financieros internacionales prevén que el crecimiento económico de América Latina continuará siendo positivo durante 2012 y 2013. No obstante, estará sujeto, en parte, a la capacidad de respuesta de las autoridades regionales, quienes deberán tener en cuenta que, si los procesos políticos dirigidos a resolver los problemas bancarios, financieros y fiscales en los países avanzados no resultan efectivos y se intensifica la desaceleración de la economía china, la región podría enfrentar un escenario adverso y de consecuencias similares a las observadas en 2008-2009.

Gráfica 2

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



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

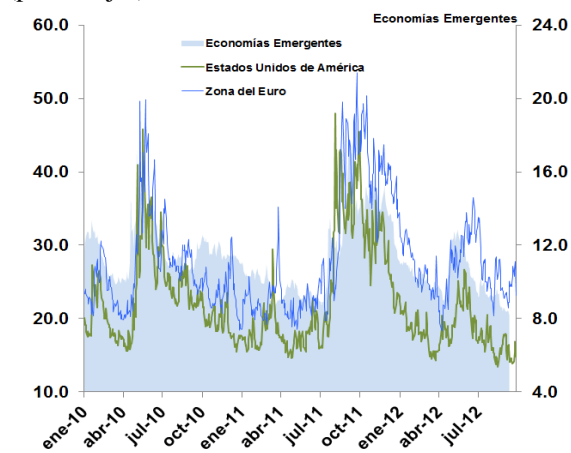
(2) Base Enero 2010 = 100, con información al 28 de septiembre de 2012.

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, con información al 28 de septiembre de 2012.

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

Fuente: Bloomberg.

2. Mercados financieros internacionales

La evolución de los mercados financieros en el tercer trimestre estuvo caracterizada por incertidumbre y volatilidad ante la intensificación en las tensiones financieras de algunos países de la Zona del Euro, particularmente en España e Italia, que aumentó las preocupaciones sobre la ampliación de la crisis y la posibilidad de que necesitaran un programa de ayuda financiera como el otorgado a Grecia, Irlanda y Portugal. No obstante, se observa una recuperación en los principales índices accionarios, la cual ha tenido un efecto favorable en los índices de volatilidad implícita en los Estados Unidos de América, en la Zona del Euro y en un conjunto de economías emergentes, debido a la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario por parte de las principales economías avanzadas.

La situación continúa siendo frágil dado que las primas por riesgo continúan por arriba de la media histórica. Aunado a ello, se prevén algunos eventos de carácter crítico que pueden generar nuevos episodios de volatilidad, entre los que destacan el vencimiento de deuda española en octubre y el inicio del debate político en los Estados Unidos de América para modificar la política fiscal vigente.

Como se indicó, la volatilidad estuvo asociada a la incertidumbre sobre la situación económica de España e Italia, lo cual aumentó significativamente el costo de la deuda soberana de dichas economías y dificultó el acceso al financiamiento externo privado, generando incrementos en las primas de incumplimiento del deudor (CDS, por sus siglas en inglés). Dicha situación incidió en la adopción del programa de operaciones monetarias de compra-venta por parte del Banco Central Europeo, dirigido a países con altos costos de refinanciamiento. El monto del programa es ilimitado y estará vigente hasta que se logre reducir las primas de riesgo.

Los mercados de deuda en países con economías emergentes, registraron una mayor aversión al riesgo; aunque, derivado de las nuevas medidas de estímulos monetarios implementadas en casi todas las economías avanzadas, han registrado un comportamiento más positivo. Asimismo, los índices bursátiles han reportado ganancias, los tipos de cambio nominales se han vuelto a apreciar respecto al dólar y las primas por riesgo soberano y corporativo muestran algunas reducciones. Por su parte, la región de América Latina ha mantenido

acceso a los mercados internacionales, sin ser afectada por alzas significativas en el costo del financiamiento externo, lo que ha permitido el acceso al financiamiento del déficit en cuenta corriente y el continuo aumento de sus reservas monetarias internacionales. El mejor desempeño de la región, en comparación con otras regiones como Europa, ha generado un proceso significativo de fortalecimiento nominal de las monedas de algunos países de América Latina, en especial en aquéllos con mayor grado de integración a los mercados financieros internacionales (Chile, Colombia y México); lo cual ha incidido en que varios bancos centrales participaran activamente en los mercados cambiarios. En los primeros seis meses de 2012, las compras de divisas en Brasil, Colombia y Perú superaron los niveles observados en el último semestre de 2011. En contraste, en Haití, Honduras y Paraguay, las participaciones fueron de ventas netas por montos que representaron proporciones significativas del total de sus reservas monetarias, 3.5%, 3.4% y 11.2%, respectivamente.

El FMI indica que las vulnerabilidades financieras han aumentado y la confianza en el sistema financiero global permanece excepcionalmente frágil; asimismo, el crédito bancario continúa en niveles bajos en la mayoría de las economías avanzadas. En los Estados Unidos de América, las condiciones crediticias se han flexibilizado para poder dinamizar el mercado inmobiliario. En la Zona del Euro, por el contrario, las encuestas recientes evidencian condiciones crediticias más estrictas, así como una menor demanda de crédito. Asimismo, señala que el aumento en la aversión al riesgo ha reducido los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes y en desarrollo; no obstante, el crédito bancario en estas economías se ha mantenido dinámico.

Para el corto plazo, el FMI considera que las condiciones financieras permanecerán frágiles, debido a que la resolución de la crisis en la Zona del Euro será un proceso prolongado. Adicionalmente, en los Estados Unidos de América hay una elevada incertidumbre sobre su desempeño económico, derivado que el nivel de su deuda se encuentra alrededor del techo límite aprobado, así como por la posibilidad de un “*precipicio fiscal*”, aunque como se ha indicado, este sería un evento poco probable.

De acuerdo con el FMI, un desafío fundamental para las

autoridades es resolver los riesgos a la baja que enfrenta la actividad económica mundial con fuertes programas fiscales y estructurales en el mediano plazo con el propósito de reconstruir la confianza y la demanda de forma duradera. En la Zona del Euro, también es necesario completar la Unión Económica y Monetaria (UEM), lo que contribuiría a que los inversionistas continúen confiando en que la deuda pública es una inversión segura y que los bancos centrales cuentan con el margen de política suficiente para mantener la inflación en niveles bajos y prevenir episodios reiterados de inestabilidad financiera.

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo tendrán que equilibrar dos prioridades: recuperar los espacios fiscales y monetarios que les permitan mantener la capacidad de reacción ante los choques externos y apoyar a la actividad interna afectada por los crecientes riesgos a la baja para la demanda externa, con el claro entendido que las condiciones para cada país son diferentes y los espacios monetarios, pero principalmente fiscales, son muy limitados en la mayoría de economías emergentes.

RECUADRO 5

CAMBIANDO LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS A NIVEL MUNDIAL: ¿PUEDEN MEJORAR LOS RESULTADOS ECONÓMICOS?

La reciente crisis económica y financiera global ha obligado a las autoridades encargadas de la política económica a reconsiderar el papel que tienen las estructuras de sus sistemas financieros sobre la consecución de mejores resultados económicos. Como respuesta a esta situación, las autoridades de diversos países han adoptado diferentes tipos de medidas y han comenzado a modificar la estructura de sus sistemas financieros.

Al respecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) analiza el grado en que una mayor seguridad de las estructuras financieras sirve para generar buenos resultados económicos, examinando si esos cambios están vinculados con la estabilidad financiera y el crecimiento económico de los países. Según el análisis, ninguna estructura financiera es la alternativa óptima para responder a todas las circunstancias posibles; es decir, lo que es bueno para China quizá no lo sea para Alemania y lo que es de utilidad en Japón puede no serlo para los Estados Unidos de América. Ello refuerza la lección que dejó la crisis en cuanto a que una regulación y supervisión de alta calidad debe de estar a la vanguardia de las iniciativas de reforma. Las observaciones preliminares se basaron en información de 58 países entre 1998 y 2010. El análisis se enfocó en las características estructurales del sistema financiero, entre ellas, el nivel de reservas financieras para fines de protección, la dependencia de la intermediación no tradicional por parte de los bancos y el uso de otras instituciones financieras en la intermediación, así como las conexiones entre los bancos tanto a nivel nacional como a escala mundial.

Se evidenció que el mantenimiento de coeficientes más altos de la proporción capital/activos dentro de los bancos, está asociado con la obtención de mejores resultados para la economía. Por ello, muchas economías de mercados emergentes establecieron el requisito de mantener grandes reservas financieras antes de la crisis y, como resultado, sus sistemas bancarios soportaron las turbulencias financieras mucho mejor que los de otras economías avanzadas. Sin embargo, mantener una gran reserva de capital puede comenzar a frenar el crecimiento; es decir, un sistema que sea demasiado seguro puede limitar la cantidad de fondos disponibles para la concesión de préstamos. En adición, las conexiones transfronterizas por medio de los bancos extranjeros son beneficiosas en la mayoría de los casos, pero durante una crisis pueden generar inestabilidad. El hecho de que existan conexiones financieras entre bancos de distintos países puede significar que lo que inicia como un problema en los Estados Unidos de América se transmita rápidamente al resto del mundo. En lugar de ser una vía para compartir el riesgo, tales conexiones se convierten en un canal de contagio.

En ese contexto, el análisis aporta nueva información en momentos en que se ponen en práctica nuevas políticas y regulaciones para hacer más seguros los sistemas financieros e impedir que se repita la crisis que se propagó a nivel mundial, luego de la caída del banco de inversión estadounidense *Lehman Brothers*, en 2008.

Según el FMI, se requiere de una mejor regulación y de una supervisión más directa y exhaustiva para adaptarse a las circunstancias cambiantes. Las alternativas sugeridas para la reforma regulatoria y otras políticas financieras que generen mejores resultados económicos incluyen las siguientes:

- Niveles de capital y de activos líquidos de una cantidad y calidad suficiente, pero no tan elevados como para inhibir el papel de los bancos como proveedores de crédito y su contribución al crecimiento económico.
- Un proceso eficaz de gestión y supervisión de los bancos extranjeros para respaldar una actividad financiera favorable entre diferentes países.
- Marcos sólidos para atender a los bancos en situación de quiebra que otorguen préstamos transfronterizos y así garantizar que los flujos financieros entre los países sean menos volátiles.

Finalmente, se indica que si bien se han logrado importantes avances, aún quedan pendientes algunos elementos importantes de la agenda de reforma para garantizar un sistema financiero mundial más seguro.

Fuente: *Global Financial Structures: Can They Improve Economic Outcomes?* Capítulo 4 del Reporte de Estabilidad Financiera Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre de 2012.

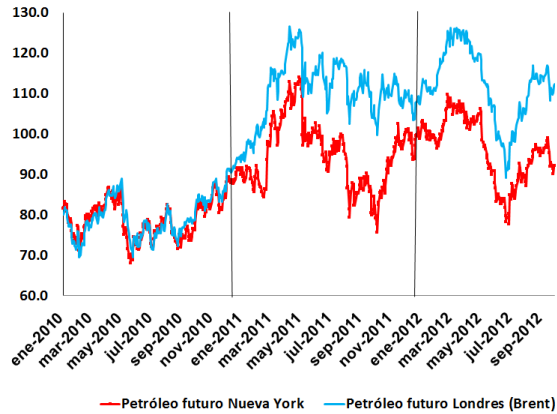
3. Precios internacionales de petróleo, gasolinas, maíz y trigo

a) Petróleo y gasolinas

El precio internacional del petróleo durante el tercer trimestre se caracterizó por presentar una tendencia alcista, luego de la reducción observada durante el segundo trimestre; explicada por los factores siguientes: 1) inicio del embargo petrolero contra Irán, segundo productor de la OPEP, a partir del 1 de julio por parte de la Unión Europea, región que representa el principal destino de sus exportaciones de crudo, como resultado de las sanciones impuestas por el programa nuclear que está desarrollando. Sanciones de tipo financiero, habían sido ya impuestas por los Estados Unidos de América prohibiendo a sus empresas tener algún tipo de relación comercial con otras empresas que tuvieran algún vínculo con empresas iraníes, principalmente relacionadas con la banca. Ello provocó que durante junio y julio las cotizaciones diarias de petróleo registraran una alta volatilidad. La OPEP con el propósito de garantizar el abastecimiento incrementó sus niveles de producción; 2) anuncio del Banco Central Europeo de brindar recursos a los países con problemas fiscales en la Zona del Euro y de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América por la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario, lo cual generó la expectativa de una mejora en la actividad económica mundial; 3) incremento en la demanda mundial de crudo, explicada por factores estacionales en las economías industrializadas (el inicio del invierno), así como por el desarrollo de la actividad económica en las economías emergentes, destacando el caso de China, que aun cuando ha moderado su tasa de crecimiento, la misma continúa siendo significativa; 4) reducción en los niveles de inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América desde junio de 2012; no obstante que los niveles sean superiores al promedio de los últimos cinco años; 5) suspensión en el proceso de extracción de petróleo por mantenimientos no planificados, principalmente en los Estados Unidos de América y Europa, así como por efectos climáticos que afectaron al Golfo de México, destacando el paso del Huracán *Isaac* a finales de agosto, lo que obligó al cierre temporal de más del 90.0% de las plataformas en dicha región; 6) factores geopolíticos como la guerra civil que afecta a Siria, país con una importancia estratégica para canalizar el petróleo proveniente de

Gráfica 4

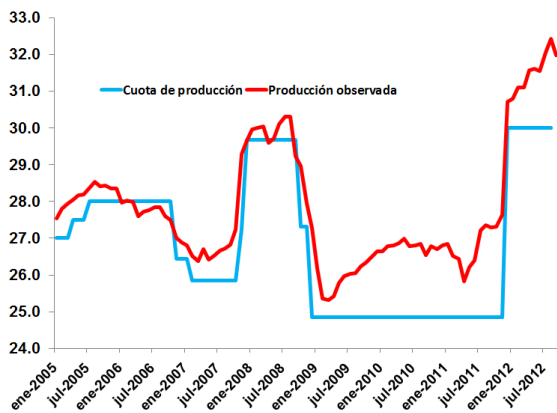
Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



(1) Cotización en la primera posición a futuro en las Bolsas de Mercancías de Nueva York y de Londres, con información a septiembre de 2012.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

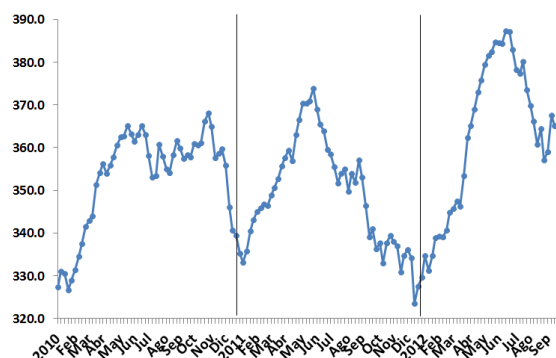
Producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (1)
(millones de barriles diarios)



(1) Con información a septiembre de 2012.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 6

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



(1) Con información a septiembre de 2012.

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

Iraq y Arabia Saudita con destino a Europa y que podría extenderse a la región, a las tensiones registradas entre Israel e Irán, siempre por el programa nuclear que éste desarrolla y por el cual públicamente Israel ha anunciado su intención de efectuar una intervención militar preventiva y, al conflicto en Sudán (África) por la independencia de una región estratégica en reservas de petróleo (denominada Sudán del Sur) y que redujo las exportaciones de este país. Vale indicar que a finales de septiembre se alcanzó un acuerdo entre estos países con el propósito de reactivar sus economías que dependen de la extracción y exportación de petróleo, con lo cual se espera que en un mediano plazo se normalicen las exportaciones; y 7) al incremento en la actividad especulativa en los mercados financieros y de materias primas por parte de las firmas de inversión (*Hedge Funds*), lo que ha contribuido a una mayor volatilidad en el precio internacional del crudo, aun cuando diversas firmas dedicadas al análisis de los mercados de materias primas difieren sobre el verdadero impacto en el mercado de estas firmas.

Por otra parte, el precio internacional del petróleo de referencia en las principales bolsas del mundo (variedad *WTI* para el mercado estadounidense y variedad *Brent* para el mercado europeo), registran un diferencial significativo, dado que en promedio, durante el tercer trimestre, la cotización del petróleo *Brent* fue superior a la cotización del petróleo *WTI* en alrededor de US\$17.00 dólares por barril.⁸ Al respecto, el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (DOE, por sus siglas en inglés) indicó que dicho diferencial se registra desde el primer trimestre de 2011 y obedece al mayor impacto que tuvo en el mercado europeo el inicio de algunos conflictos en varios países árabes y de África, denominados la *Primavera Árabe*, lo cual incidió en que la volatilidad en sus mercados de energéticos fuera significativa. Actualmente, los precios del petróleo en el mercado europeo continúan reaccionando al embargo petrolero contra Irán. Por otra parte, el DOE indica que en el caso de los Estados Unidos de América, el incremento en la producción de crudo local y el que proviene de Canadá le ha permitido tener una mayor oferta disponible, reduciendo su nivel de

⁸ El precio promedio del petróleo para el tercer trimestre de 2012 para la variedad *Brent* fue US\$109.31 por barril y para la variedad *WTI* fue US\$92.21 por barril.

importaciones de crudo proveniente de Oriente Medio, lo cual ha contribuido a la reducción en el precio del petróleo en dicho país.

Cuadro 1

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

Región	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Variación respecto del trimestre anterior			
					Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre
América del Norte	23.1	23.2	23.7	23.8	-1.1	0.4	2.2	0.4
Europa	14.4	14.4	15.2	14.8	-2.6	0.0	5.6	-2.6
Países OECD Asia Pacífico	8.8	7.7	7.7	8.3	6.2	-12.5	0.0	7.8
Países no miembros OECD Asia Pacífico	11.1	11.0	10.7	11.2	1.9	-0.9	-2.7	4.7
China	9.8	9.4	9.6	9.9	1.2	-4.1	2.1	3.1
Latinoamérica	6.6	6.6	6.8	6.8	0.2	0.0	3.0	0.0
Medio Oriente	7.7	8.1	8.6	8.1	-3.3	5.2	6.2	-5.8
Euroasia	4.6	4.5	4.8	4.7	-4.7	-2.2	6.7	-2.1
África	3.5	3.5	3.3	3.5	2.4	0.0	-5.7	6.1
TOTAL	89.6	88.4	90.4	91.1	-0.2	-1.3	2.3	0.8

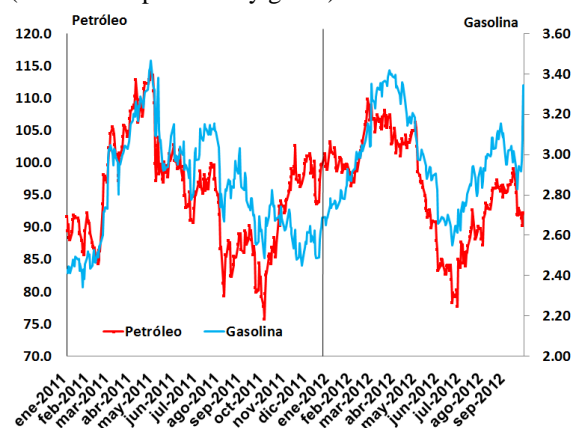
(1) Variación respecto del trimestre anterior.

Fuente: IHS Cambridge Energy Research Associates, septiembre de 2012.

Los sucesos registrados en el mercado de petróleo, también afectaron los precios de sus productos derivados, entre ellos, la gasolina. Este combustible también registró una tendencia alcista desde julio del presente año; sin embargo, otros factores también habrían incidido: 1) el incremento en los costos de refinamiento como consecuencia del alza en el precio del petróleo, principalmente en el mercado europeo, ante el diferencial de precios respecto de la cotización de la variedad *WTI*, así como por el incremento en la producción en los Estados Unidos de América y Canadá, ya que de acuerdo al DOE, buena parte de las refinerías ubicadas en el Golfo de México están diseñadas para procesar petróleo de baja calidad (alto contenido de azufre) que mezclan con la variedad *WTI* para su proceso de refinamiento; sin embargo, el disponer de una mayor oferta de petróleo ligero (variedad *WTI*) provocó modificaciones en parte de sus procesos productivos, incurriendo en costos adicionales; 2) al incremento en la demanda durante el tercer trimestre, principalmente en los Estados Unidos de América, por la temporada de vacaciones conocida como “*driving season*”, así como el incremento en la demanda externa, habría provocado una disminución en el nivel de los inventarios de petróleo, con excepción de una ligera recuperación

Gráfica 7

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

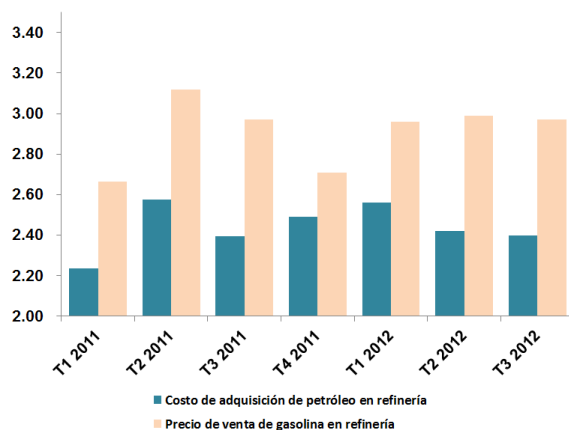


(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información a septiembre de 2012.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8

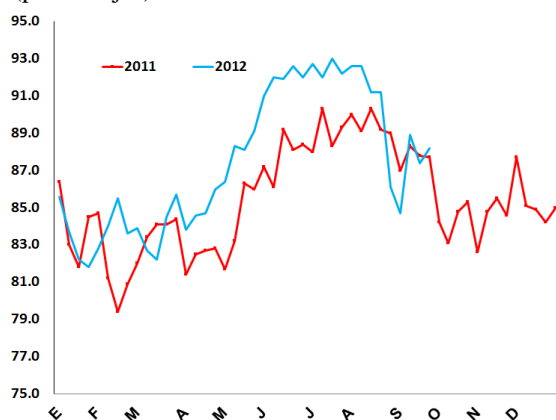
Costo de Adquisición del Petróleo y Precio de Venta de Gasolina en Refinería (US dólares por galón, promedio)



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

Gráfica 9

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



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

observada entre mayo y julio, pero con una tendencia a la baja. Dicha situación, incidió en que la capacidad utilizada de las refinerías se incrementara y que durante la mayor parte del presente año haya sido superior a la registrada en 2011. Otros factores estructurales asociados al cierre de dos importantes refinerías en la región del centro, provocaron una mayor presión en el resto de refinerías en operaciones. En adición, algunos analistas del mercado de energéticos coinciden que el balance entre oferta y demanda de refinados es muy frágil y que las refinerías tienen poco margen de maniobra para enfrentar la creciente demanda que se prevé para los siguientes años, dado que los niveles de inversión son limitados; 3) el mantenimiento no planificado por daños en la infraestructura ocasionados por accidentes, destacando la suspensión de las actividades de la refinería *Amuay*, ubicada en Venezuela (la cuarta más importante del mundo), por un incidente que se registró en sus instalaciones en agosto pasado y que redujo su capacidad de producción y distribución en más de 50.0%, así como a la reducción de las operaciones en las refinerías del Golfo de México por daños ocasionados por el paso de Huracán *Isaac* y, en menor medida, por otras tormentas, lo que limitó temporalmente la oferta de combustibles, provocando una alza en las cotizaciones de mercado.

b) Maíz

El tercer trimestre se caracterizó por la alta volatilidad observada en los precios internacionales de los granos, particularmente del maíz, asociada a los daños a la producción registrados en varias regiones del mundo, debido a factores climáticos (sequías en su mayor parte), principalmente, en Estados Unidos de América, mayor productor y exportador mundial, que registró las peores temperaturas desde 1956. Derivado de lo anterior, en la Bolsa de Chicago se reflejaron significativos incrementos en los precios, observándose un nuevo máximo histórico, de US\$14.84 por quintal al cierre de la sesión del 21 de agosto de 2012. Sin embargo, ante el anuncio en septiembre por el USDA, de que los daños a la producción del grano fueron menores a lo previsto inicialmente, se moderó el precio, aunque continúa en niveles elevados. Por otra parte, el Banco Mundial prevé que fuertes incrementos en los precios de la energía podrían impulsar al alza los precios del grano para la producción de

etanol.

De acuerdo con las proyecciones del USDA, el volumen de la producción mundial del grano para la cosecha 2012-2013 se situaría en 841.1 millones de toneladas, inferior en 4.1% respecto a la cosecha anterior (876.7 millones de toneladas). Por su parte, el consumo se ubicaría en 856.7 millones de toneladas, inferior en 0.9% respecto de la cosecha 2011-2012 (864.7 millones de toneladas).

Gráfica 10

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a septiembre de 2012.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variación Porcentual	
	2010-2011 (1)	2011-2012 (1)	2012-2013 (2)	2011-2012	2012-2013
Producción	830.8	876.7	841.1	5.5	-4.1
Consumo	849.0	864.7	856.7	1.8	-0.9
Déficit / Superávit	-18.2	12.0	-15.6	-----	-----

(1) Preliminar.

(2) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, septiembre de 2012.

Algunos analistas consultados por *Bloomberg*, prevén que el efecto de los incrementos en el precio del maíz podría ser de corto plazo, razón por lo cual estiman que se normalice en el mediano plazo, situación que no afectaría significativamente a aquellos países que dependen de las importaciones de este grano. Sin embargo, el Banco Mundial prevé que los precios de los alimentos a nivel mundial mantendrán un comportamiento volátil y al alza, como consecuencia de la creciente incertidumbre sobre los niveles de inventario y el incremento en la demanda en las economías emergentes.

De acuerdo con la *Unidad de Inteligencia de The Economist (EIU)*, por sus siglas en inglés, otro factor que podría contribuir en el alza del precio del grano es el incremento sostenido en el precio del petróleo, ya que éste afecta los costos de producción de fertilizantes, así como los de transporte.

c) Trigo

En el caso del precio internacional del trigo, éste registró durante el tercer trimestre un incremento significativo, asociado a la reducción prevista en la producción mundial para (2012-2013), debido a las condiciones climáticas adversas, principalmente, en Estados Unidos de América, Europa del Este (países de la antigua Unión Soviética, entre los que destacan Rusia, Ucrania y Kazajistán) y América del Sur (particularmente en Argentina y Brasil). Las previsiones originales contemplaban una reducción respecto de la cosecha anterior, la cual se explicaba por la sustitución de cultivos, ya que áreas de siembra destinadas al cultivo del trigo se utilizaron para la siembra de maíz amarillo. Sin embargo, el deterioro de las condiciones climáticas (sequías) contribuyó a que las previsiones se corrigieran a la baja, provocando un significativo incremento en el precio, superando los de los últimos tres años en las cotizaciones de bolsa.

De acuerdo con el USDA, el volumen de la producción para la cosecha 2012-2013, se estima en 658.7 millones de toneladas, inferior en 5.2% respecto a la cosecha previa (695.0 millones de toneladas). El consumo se prevé en 680.7 millones de toneladas, menor en 2.0% respecto a la última cosecha.

Cuadro 3

Producción y Consumo Mundial de Trigo
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variación Porcentual	
	2010-2011 (1)	2011-2012 (1)	2012-2013 (2)	2011-2012	2012-2013
Producción	651.9	695.0	658.7	6.6	-5.2
Consumo	654.5	694.3	680.7	6.1	-2.0
Déficit / Superávit	-2.6	0.7	-22.0	-----	-----

(1) Preliminar.

(2) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, septiembre de 2012.

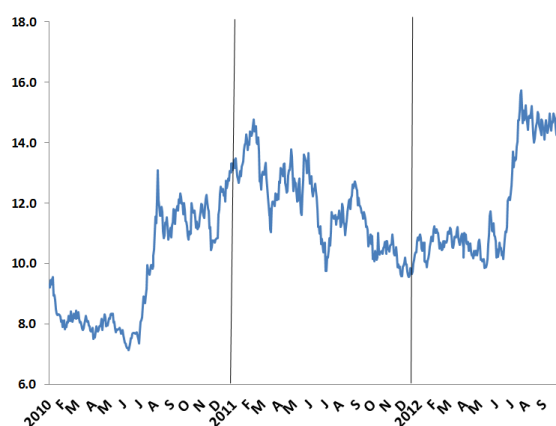
Cabe mencionar que el deterioro en el nivel de la producción de trigo estaría generando una fuerte reducción en los inventarios mundiales, lo que incidiría en mantener el precio en

niveles elevados. No obstante la *EIU*, considera que las condiciones climáticas adversas son de carácter temporal, el precio del trigo permanecerá cerca de sus máximos actuales durante principios de 2013, lo cual generaría presiones inflacionarias en aquellos países que dependen de las importaciones de este grano. Considerando que el trigo es el principal cereal de consumo humano a nivel mundial, los efectos de importantes alzas de precios han provocado que algunos países retrasen sus procesos de importaciones. La Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (*FAO*, por sus siglas en inglés) hizo un llamado a los principales productores mundiales con el propósito de evitar que tomen medidas proteccionistas como la reducción o suspensión de las exportaciones de trigo, para evitar presiones adicionales hacia el alza en el precio internacional y que esto pueda afectar a la seguridad alimentaria mundial, como sucedió en 2007 y 2008. El Banco Mundial considera que el cambio climático tendrá un efecto importante en la producción de alimentos a nivel mundial y que el fenómeno de *El Niño* jugará un papel importante en la disponibilidad de cereales. Sin embargo, al igual que en el caso del maíz, algunos analistas de materias primas indican que las presiones en el precio del grano serían de corto plazo, previéndose una normalización en el mediano plazo.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y la FAO indicaron, en su reporte sobre las perspectivas agrícolas 2012-2021, que la producción agrícola mundial debe de incrementarse en 60.0% en los próximos cuarenta años para satisfacer la creciente demanda de alimentos; asimismo, se requerirá de producción adicional a fin de proveer materia prima para la creciente demanda de biocombustibles. No obstante, el potencial de expansión de tierras agrícolas es limitado, por lo que la producción adicional debe provenir de un incremento en la productividad, ya que se prevé que el incremento de tierra cultivable será del 5% para 2050, respecto de las actuales áreas de siembra disponibles.

Gráfica 11

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

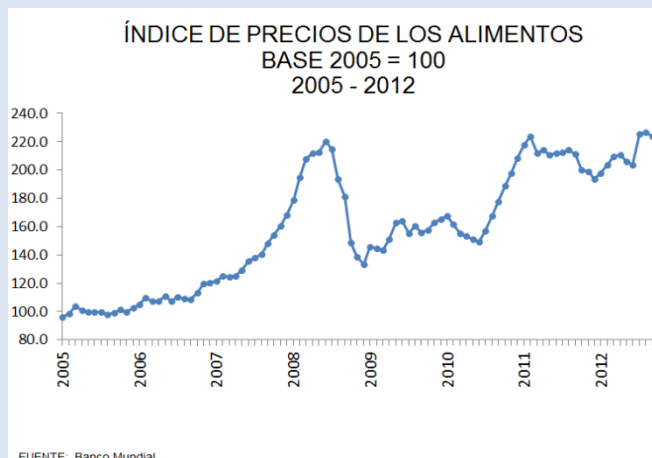


(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a septiembre de 2012.

Fuente: Bloomberg.

RECUADRO 6 AMÉRICA LATINA: ¿CÓMO AFECTA LA CRISIS EL PRECIO DE LOS ALIMENTOS?

Recientemente, a nivel mundial se han registrado importantes alzas de precios en los cereales y otros alimentos, destacando el trigo, la soya y el maíz amarillo; ello como consecuencia de los significativos daños a la producción ocasionados por factores climáticos, principalmente sequías en las principales regiones productoras en el mundo. De acuerdo al Banco Mundial, éste sería el tercer episodio de alzas en los precios de los granos observados durante los últimos cinco años.



¿POR QUÉ AUMENTAN LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS?

De acuerdo al Banco Mundial, el incremento en el precio de los alimentos obedece a diversos factores y no únicamente a los recientes daños a la producción de cereales. Existen factores estructurales que afectan a los fundamentos del mercado; por una parte, la considerable mejora en los ingresos de los países desarrollados, así como de las economías emergentes, ha provocado un cambio en el nivel de vida de sus habitantes, generando una mayor demanda de bienes de consumo, entre ellos los alimentos. Además, el crecimiento demográfico mundial también es un factor que afecta a la demanda. Por otra parte, la oferta disponible de granos cada vez es más reducida para cubrir la creciente demanda de alimentos, provocando un frágil equilibrio entre la oferta y la demanda. Una de las principales amenazas para la producción de alimentos lo constituye la disponibilidad de tierra y agua, ya que cada vez es más frecuente que se destinen áreas de siembra para la producción agrícola que cubrirá la creciente demanda de biocombustibles, ante las regulaciones ambientales que se implementan en países desarrollados. Los costos de producción también tienen un efecto importante, por ejemplo, el incremento en el precio de los fertilizantes también afecta al precio de los alimentos, ya que la demanda de estos presenta un importante crecimiento y parte de sus costos de producción están relacionados con materias primas como el petróleo. Asimismo, los costos de transporte marítimo están afectando a los alimentos, ya que éstos se han duplicado desde 2000 debido al incremento observado en el precio internacional del petróleo. Los costos de transporte interno en los países importadores también afectan al precio de los cereales, dado que se ha determinado que la logística de traslado es ineficiente, lo cual incrementa el precio final de los alimentos. Se estima que entre el 18% y el 32% del costo de los productos obedece a dicha logística. Por su parte, el cambio climático también ha cobrado relevancia, ya que recurrentemente las principales regiones de producción se ven afectadas por intensas sequías o lluvias, mermando la oferta disponible de alimentos. A criterio del Banco Mundial, el incremento en el precio de los alimentos ha provocado una inflación estructural y no cíclica.

¿COMO RESPONDE AMÉRICA LATINA?

América Latina es una de las regiones del mundo que ha tenido un mejor desempeño en el manejo de la crisis, debido, entre otros factores, al fortalecimiento de sus políticas públicas, a los mecanismos de respuesta ante la crisis y al fuerte crecimiento de la región durante la última década, situación que le ha permitido evitar que los grupos más vulnerables se ubiquen en el umbral de la pobreza. En conjunto, América Latina está muy bien posicionada para beneficiarse de los altos precios de los alimentos, ya que es un exportador neto, por lo que los incrementos de precios observados en el mercado internacional han representado una "ventaja" al aumentar sus niveles de ingresos. Sin embargo, dicha ventaja en el incremento de precios es de corto plazo, dado que aún en los países con sistemas agrícolas fuertes, la mayoría de las personas debe comprar sus alimentos, resultando afectadas negativamente por el incremento sostenido de los precios. Las personas más afectadas son las de escasos recursos, debido a que gastan una alta proporción de sus ingresos en la adquisición de alimentos, lo cual reduce su ingreso real.

Fuente: "América Latina, como afecta la crisis el precio de los alimentos". Banco Mundial, septiembre de 2012.

4. Inflación y política monetaria

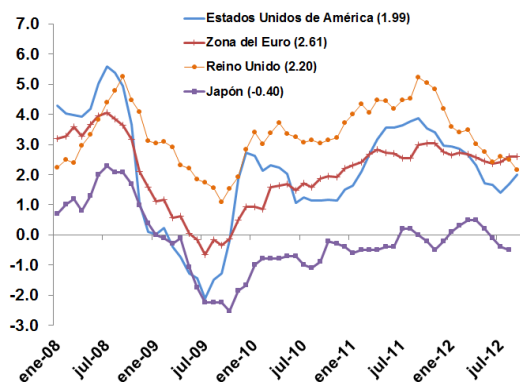
En el transcurso del presente año las presiones inflacionarias han sido menores que las registradas en 2011, manteniendo desde el cuarto trimestre de dicho año una tendencia a la baja, como consecuencia de la desaceleración en la actividad económica mundial ante la intensificación de la crisis en la Zona del Euro y el moderado desempeño de la economía estadounidense, aunado a los nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que incrementaron la aversión al riesgo, disminuyendo los niveles de gasto de consumidores y afectando la confianza empresarial. Sin embargo, durante el tercer trimestre el incremento en los precios internacionales del petróleo y de los alimentos influyeron en el aumento de la inflación en la mayoría de países, particularmente en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, dado que los incrementos en los precios de los productos básicos tienden a tener efectos más profundos y duraderos sobre la inflación dado el peso que el gasto en alimentos representa para los ingresos de los hogares y que las expectativas de inflación no están firmemente ancladas.

La inflación en las economías avanzadas registró leves aumentos, pero las expectativas continúan ancladas a la meta de largo plazo, permitiendo mantener posturas expansivas de política monetaria, reflejadas en tasas de interés históricamente bajas y en renovados programas de estímulo monetario.

En efecto, las autoridades monetarias de Japón, los Estados Unidos de América, el Reino Unido y la Zona del Euro, mantienen en niveles cercanos a cero sus tasas de interés de política monetaria. Recientemente, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, ampliaron sus programas de compras de activos, con el propósito de mantener en niveles bajos los costos de financiamiento y promover el dinamismo del crédito bancario. En ese contexto, la mayoría de bancos centrales a nivel mundial han mantenido invariables sus tasas de interés de política monetaria y sólo en aquellos países en donde las expectativas de inflación se mantienen ancladas se adoptaron medidas de relajamiento monetario, asociadas a la

Gráfica 12

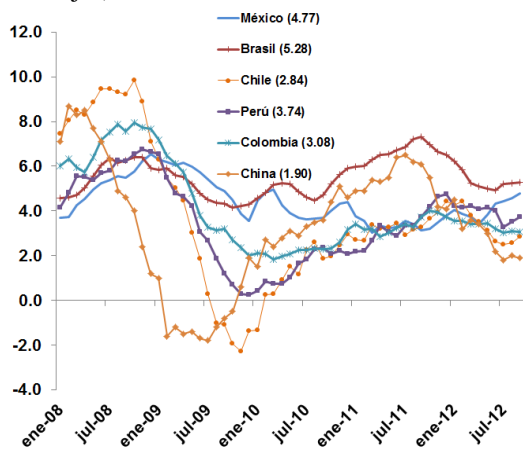
Ritmo Inflacionario Total de Economías Avanzadas (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2012.
Japón, a agosto.
Fuente: Bancos centrales.

Gráfica 13

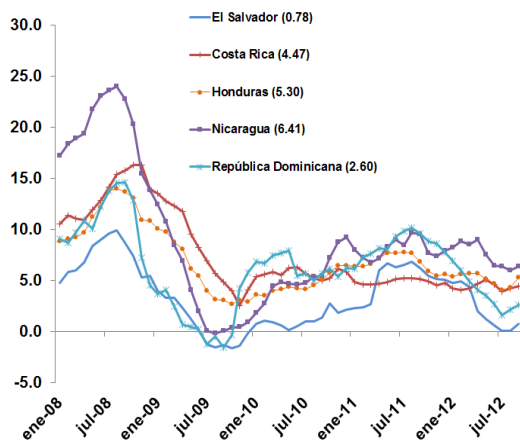
Ritmo Inflacionario Total de Economías de Mercados Emergentes (1)
(porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2012.
Fuente: Bancos centrales.

Gráfica 14

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



(1) Con información a septiembre de 2012.
Fuente Bancos centrales.

preocupación por la desaceleración en su actividad económica.

Ante la preocupación sobre el ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos de América, la Reserva Federal consideró que sin una política monetaria acomodaticia, el crecimiento económico podría no ser suficientemente robusto para generar una mejora sostenida en las condiciones del mercado laboral, por lo que decidió iniciar, nuevamente, la compra de títulos de agencias respaldados por hipotecas (principalmente nuevas emisiones) hasta por monto mensual de U\$40 mil millones. Dicha medida no especificó un plazo máximo de compra y de duración como en ocasiones anteriores, quedando sujeto al desempeño del mercado laboral, el cual, si no mejora sustancialmente, propiciará la continuidad del programa de compras, anunciando que podrá utilizar otros instrumentos monetarios hasta lograr la mejora esperada, siempre bajo un contexto donde no se comprometa la estabilidad de precios.

El Banco Central Europeo (BCE) implementó un programa orientado a la compra de deuda de aquellos países con altos costos de refinanciamiento. El monto de dicho programa es ilimitado y su vigencia estará a sujeta al cumplimiento del objetivo de reducir las primas de riesgo de los países afectados por la volatilidad de los mercados financieros y resolver la crisis de deuda. Al respecto, el BCE, señala que los mercados de deuda desempeñan una función esencial en varias fases del mecanismo de transmisión de la política monetaria, debido a que determinan las condiciones de financiamiento de las entidades de crédito; por tanto, un aumento en la aversión al riesgo de algún emisor soberano, repercute negativamente en otros mercados de crédito, dado que al generar un aumento en el rendimiento de la deuda soberana, activo de garantía utilizado usualmente en las operaciones interbancarias, reduce la base de los activos de garantía de las entidades de crédito y, por consiguiente, su acceso a la liquidez. Asimismo, la reducción del valor de la cartera de deuda pública en poder de las entidades de crédito conduce al deterioro de sus balances.

Por su parte, en la mayoría de países emergentes de América Latina los bancos centrales consideraron prudente mantener sus tasas de interés de política en valores cercanos a los registrados a principios de año, ante la incertidumbre del panorama mundial; con excepción del Banco Central de Brasil que ha reducido su tasa de interés de política monetaria en 375 puntos básicos en lo que ha transcurrido del año, ante riesgos limitados de inflación y fragilidad persistente en la economía mundial y el Banco de la República de Colombia que la redujo en 50 puntos básicos durante el tercer trimestre del año.

Entre las economías emergentes de Asia, el Banco Central de China redujo su tasa de interés de referencia en 56 puntos básicos, ubicándola en 6.0%, luego de haberla mantenido invariable durante casi cuatro años. La reducción en dicha tasa estuvo orientada a impulsar la demanda interna mediante la flexibilización de las condiciones crediticias a efecto de reducir los efectos de la disminución de la demanda externa, ante la moderación en el crecimiento económico de las principales economías avanzadas y a la volatilidad de los mercados financieros. Asimismo, redujo los requerimientos de reserva de las instituciones financieras.

En Centroamérica, particularmente en El Salvador y Honduras, la inflación en la mayor parte del año se ha moderado, como consecuencia de una reducción en los precios de los alimentos y de los combustibles, lo que redujo las presiones en los precios del rubro de transporte; no obstante, la inflación de septiembre en ambos países evidencia un cambio de tendencia, asociado al repunte en el precio del petróleo y de los alimentos.

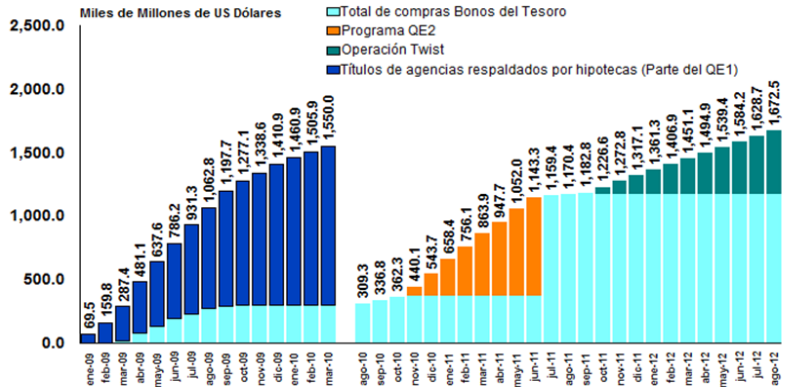
Las últimas revisiones de algunos organismos y agencias especializadas de información económica permiten anticipar que la inflación convergerá hacia las metas oficiales de los respectivos países; sin embargo, se prevé que choques externos, como fenómenos climatológicos extremos o una alta volatilidad en la cotización de las monedas y de los precios internacionales de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), puedan generar riesgos al alza en la inflación mundial.

RECUADRO 7 ESTÍMULOS MONETARIOS IMPLEMENTADOS EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

En respuesta a la crisis económica y financiera global que inició a finales de 2008, los bancos centrales en la mayoría de las economías a nivel mundial adoptaron medidas monetarias no convencionales, también llamadas medidas de flexibilización cuantitativa (*Quantitative Easing -QE-*), con el propósito de estimular el crecimiento económico, mediante la estabilización y reducción de las tasas de interés de largo plazo, logrando con ello condiciones crediticias más adecuadas. A continuación se destacan las medidas más relevantes adoptadas por algunos bancos centrales de las principales economías avanzadas:

Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos de América. En enero de 2009, inició el programa de estímulo monetario, denominado *QE1*, el cual incluía la compra de bonos respaldados por obligaciones de deuda hipotecaria y Bonos del Tesoro, por un monto inicial de US\$500,000 millones y con vencimiento en marzo de 2010; no obstante, al completarse el programa éste ascendió a US\$1,250,000 millones en compras de bonos respaldados por hipotecas y US\$300,000 millones en Bonos del Tesoro. En noviembre de 2010, implementó una segunda ronda de compra de Bonos del Tesoro por US\$600,000 millones, con vencimiento en junio de 2011 (*QE2*). Sin embargo, ante la persistencia en la falta de dinamismo de la economía decidió implementar en octubre de 2011 el programa para ampliar el vencimiento promedio de sus tenencias de valores, comprando Bonos del Tesoro con vencimiento de entre 6 a 30 años hasta por un monto de US\$400,000 mil millones y vendiendo, la cantidad en bonos con vencimiento hasta 3 años; ampliándose a diciembre de 2012, por un monto de US\$267.0 mil millones, con el objetivo de reducir las tasas de interés de largo plazo de la deuda soberana de ese país y flexibilizar las condiciones crediticias (*Operación Twist*).

RESERVA FEDERAL: MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES Enero 2009 - Agosto 2012



Fuente: Reserva Federal de Nueva York y Bloomberg
 Nota: El programa *QE1* (incluye Títulos de agencias respaldados por hipotecas y Bonos del Tesoro) inició enero de 2009 y finalizó el 31 de marzo de 2010. No obstante, la FED continuó comprando activos, pero en cantidades menores.
 El Programa *QE2* (Bonos del Tesoro) finalizó el 30 de junio de 2011, fue por US\$600,000 millones.
 La operación *Twist* (Bonos del Tesoro) inició en octubre de 2011 (por US\$400,000 millones) y se preveía finalizara en junio 2012. No obstante, fue ampliada hasta diciembre de 2012.

Ante un mercado laboral débil, un menor ritmo de crecimiento económico y creciente volatilidad en los mercados financieros, la FED acordó en septiembre de 2012 iniciar nuevamente con la compra de bonos respaldados por hipotecas (principalmente nuevas emisiones) con compras mensuales de US\$40,000 millones; sin embargo, a diferencia de las medidas anteriores no se especificó un plazo máximo de compra y de duración, dado que estará sujeto al desempeño favorable del mercado laboral. Cabe mencionar que la FED mantendrá una postura de política monetaria altamente acomodaticia, con el objetivo de asegurar una considerable recuperación económica y ratificó que continuara hasta finales de 2012 con su programa para ampliar el vencimiento promedio de sus tenencias de valores (*Operación Twist*).

Banco de Inglaterra. El programa de compra de activos del banco central inició en marzo de 2009 por un monto de £200,000 millones, monto que se amplió en octubre de 2011 en £75,000 millones, en tanto que en 2012 ha sido ampliado dos veces, £50,000 millones en febrero y £50,000 millones en julio, totalizando £375,000.0 millones.

Banco Central Europeo (BCE). En junio de 2009 el Banco Central Europeo inició el programa de operaciones de refinanciamiento con vencimiento a un año por un monto de €442,000 millones, adicionándole el programa de cobertura por €60,000 millones. Luego, entre octubre de 2009 y octubre de 2011 se incrementó en tres ocasiones, ascendiendo el monto total de la expansión a €229,000 millones. Asimismo, en noviembre de ese mismo año se adicionaron €40,000 millones al programa de cobertura, y en diciembre de 2011, el BCE decidió implementar un nuevo programa de estímulo monetario con el objetivo de incrementar la liquidez, principalmente en la Zona del Euro. El programa de operaciones de refinanciamiento fue de €489,000 millones con un plazo de vencimiento de tres años. Adicionalmente, se redujo la tasa de requerimientos de reserva de 2.0% a 1.0% y se flexibilizaron los requerimientos para los colaterales. En febrero de 2012, el BCE retomó la compra de deuda bajo el programa de refinanciamiento de tres años por un monto de €530,000 millones. En septiembre, el BCE implementó un programa de compra de bonos ilimitado con el objeto de reducir los costos financieros de los países miembros de la Zona del Euro con problemas de refinanciamiento. El monto del programa es ilimitado y estará vigente hasta que se logre reducir las primas de riesgo, esterilizándose la liquidez generada por las operaciones monetarias de compra-venta para evitar un incremento en la inflación.

Banco de Japón. En 2010, estableció el programa para la compra de activos, con el fin de incrementar la liquidez en el mercado y reforzar la confianza de los inversionistas. En febrero de 2012, se amplió el tamaño del referido programa en ¥10.0 billones, al pasar de ¥55.0 billones a ¥65.0 billones, destinados a la adquisición de bonos del Gobierno; mientras que en marzo, con el propósito de contener la deflación y de fortalecer el crecimiento económico decidió, con el apoyo del sector financiero, mejorar las medidas de concesión de fondos para el fortalecimiento de las bases del crecimiento económico, incrementando la facilidad de financiamiento en ¥2.0 billones, con lo que dichos fondos pasarían de ¥3.5 billones a ¥5.5 billones.

Fuente: Bancos Centrales.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

Varios organismos financieros internacionales y agencias de información económica coinciden en que la recuperación de la economía mundial ha enfrentado nuevas dificultades, lo cual se ha reflejado en un menor desempeño económico durante el tercer trimestre de 2012. A pesar de las políticas adoptadas por las autoridades de gobierno de las economías avanzadas con el fin de incentivar la actividad económica, éstas no han sido suficientes para recuperar los niveles de confianza sobre el desempeño económico futuro tanto en el corto como en el mediano plazo. Sin embargo, aunque prevalecen los riesgos a la baja para el desempeño económico mundial, los cuales están concentrados principalmente en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y, en menor medida, en la República Popular China, no se anticipa una desaceleración importante. De hecho, el consenso denota a que si bien en 2012 habría desaceleración respecto del año anterior, solamente la Zona del Euro entraría en recesión. Para 2013, dicho consenso también prevé una leve recuperación al igual que el FMI quien la condiciona a que se adopten las medidas de política económica necesarias para la contención de la crisis de deuda soberana de la Zona del Euro, la consolidación fiscal en el mediano plazo en las economías avanzadas y una adecuada respuesta, en materia de política económica, por parte de las economías emergentes y en desarrollo.

Ante este panorama, el FMI señala que los riesgos a la baja en el crecimiento global se mantienen, aunque para finales de 2013 se prevé un crecimiento de 3.6%. Por su parte, las economías avanzadas crecerían 1.3% en 2012 y las de mercados emergentes y en desarrollo 5.3%; mientras que en 2013 se ubicarían en 1.5% y en 5.6%, respectivamente.

Los Estados Unidos de América podría crecer 2.2% en 2012, nivel mayor al registrado el año anterior (1.8%) y 2.1% en 2013. La estimación de la inflación en dicho país se ubica en 2.0%, en línea con el pronóstico realizado en julio y en 1.8% para 2013, como resultado de una disminución en el nivel de precios de los productos básicos.

Para el caso de la Zona del Euro, el crecimiento económico

se anticipa más débil de lo estimado en julio de 2012 por el FMI, al ubicarse en -0.4% en 2012 y 0.2% en 2013. La estimación de crecimiento considera la contracción observada durante el primer semestre de 2012, así como la intensificación de las tensiones financieras durante el segundo trimestre en la periferia de la Zona del Euro, que aun cuando se moderaron en cierta medida, no se despejaron completamente en el tercer trimestre. En este sentido, los efectos de contagio se están extendiendo cada vez más hacia otras economías de la región, dadas las fuertes vinculaciones comerciales y financieras entre ellas. Asimismo, la mayor incertidumbre con respecto a la viabilidad de la Zona del Euro también ha frenado la actividad económica en la región. Algunos problemas derivados de la crisis, como el alto nivel de endeudamiento de los hogares después del auge inmobiliario, han limitado el consumo privado, especialmente en España. Se prevé que los efectos de la austeridad fiscal, los desajustes en los mercados financieros internacionales y la mayor aversión al riesgo, continúen durante el resto del año, lo cual podría seguir afectando la actividad industrial, la confianza de los inversionistas y, por ende, conllevar a una mayor contracción en la demanda interna. Ante este escenario, se esperan niveles bajos y estables de inflación de 2.3% para 2012 y de 1.6% para 2013. Vale indicar que, según varios analistas consultados por *Bloomberg*, la combinación de una inflación relativamente moderada y de una débil actividad económica en la Zona del Euro podría llevar al Banco Central Europeo a revisar a la baja la tasa de interés de política durante el cuarto trimestre del presente año.

En el caso de las economías asiáticas, los recientes pronósticos para Japón indican que en 2012 y en 2013 podría crecer a tasas de 2.2% y 1.2%, respectivamente. Este crecimiento continuaría, en parte, por los trabajos de reconstrucción luego del terremoto y del *tsunami* ocurridos en 2011, también se esperan mayores recortes en el gasto de capital por parte de las empresas, ante la reducción de la demanda global, así como por la incertidumbre, asociada a la crisis de deuda soberana de la Zona del Euro y a la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía china; por lo tanto, se esperaría que la inflación para 2012 y 2013 se

ubique en 0.0% y -0.2%.

Para la República Popular China, luego de la desaceleración del segundo trimestre (7.6% interanual), los datos de julio y agosto muestran un debilitamiento adicional, al deteriorarse la confianza empresarial y moderarse la producción industrial y las ventas minoristas, situación que evidencia que la desaceleración proviene de una menor demanda interna. El crecimiento de la economía china se situaría en 7.8% en 2012 y en 8.2% en 2013; mientras que la inflación podría moderarse más de lo previsto al finalizar el año, a 3.0%, derivado de una reducción en los precios internos de los alimentos, lo cual podría dar un mayor margen de maniobra a las autoridades monetarias para continuar flexibilizando su política monetaria.

Para América Latina y el Caribe, el FMI prevé una moderación en el crecimiento económico en 2012, al situarse en 3.2%, menor al observado en 2011 (4.5%); mientras que para 2013 la tasa de crecimiento sería 3.9%. La tasa de inflación podría ubicarse en 6.0% en 2012, manteniendo el pronóstico previo y en 5.9% en 2013. Vale destacar que la región ha estado expuesta a los efectos de la crisis de la Zona del Euro; así como a las adversidades de las perspectivas del crecimiento mundial; sin embargo, sus efectos han sido contenidos como resultado de la aplicación de políticas económicas adecuadas.

En conclusión, para el presente año únicamente la Zona del Euro entraría en recesión, el resto del mundo, aunque con resultados dispares entre países y regiones, se desaceleraría y para 2013 se esperaría el inicio de una recuperación económica modesta, incluso para la Zona del Euro, aunque como se mencionó, siguen prevaleciendo los riesgos a la baja y si las autoridades económicas y la clase política de varios países avanzados (Zona del Euro y los Estados Unidos de América) no logran que se implementen efectivamente las medidas ya acordadas y otras que son necesarias, la confianza tanto de los consumidores como de los empresarios, se deterioraría aún más y, consecuentemente, la economía mundial se recuperaría más lentamente.

Cuadro 4

Proyecciones de Actividad Económica y Precios de los Socios Comerciales del País (porcentajes)

	PIB			INFLACIÓN		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Principales socios						
Estados Unidos	1.8	2.2	2.1	3.1	2.0	1.8
México	3.9	3.8	3.5	3.4	4.0	3.5
El Salvador	1.4	1.5	2.0	3.6	4.0	2.9
Zona del Euro	1.4	-0.4	0.2	2.7	2.3	1.6
China	9.2	7.8	8.2	5.4	3.0	3.0
Honduras	3.6	3.8	3.6	6.8	5.8	6.7
Otros socios						
Colombia	5.9	4.3	4.4	3.4	3.2	2.8
Japón	-0.8	2.2	1.2	-0.3	0.0	-0.2
Brasil	2.7	1.5	4.0	6.6	5.2	4.9
Chile	5.9	5.0	4.4	3.3	3.1	3.0
Perú	6.9	6.0	5.8	3.4	3.7	2.5
Reino Unido	0.8	-0.4	1.1	4.5	2.7	1.9
Economías avanzadas	1.6	1.3	1.5	2.7	1.9	1.6
América Latina y el Caribe	4.5	3.2	3.9	6.6	6.0	5.9
Economías de mercados emergentes y países en desarrollo	6.2	5.3	5.6	7.2	6.1	5.8
Mundial	3.8	3.3	3.6	4.5	3.9	3.7
Principales socios	2.6	2.5	2.6	3.5	2.8	2.5

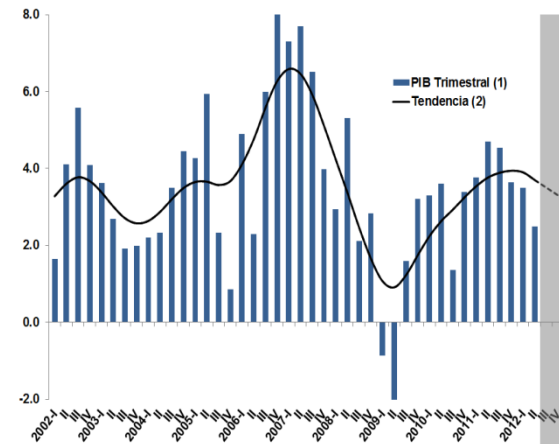
Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Octubre 2012.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Gráfica 15

Producto Interno Bruto Trimestral
(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.

Conforme lo previsto desde principios de año, los resultados del Producto Interno Bruto (PIB) en el segundo trimestre (última información disponible) muestran que la actividad económica creció 2.5%, menor al observado en el mismo trimestre del año previo (4.7%), así como al esperado por el panel de analistas privados en la encuesta de expectativas económicas de septiembre del presente año (2.9%). Dicho comportamiento es conteste con la estimación de un crecimiento menor para el presente año de entre 2.9% y 3.3% respecto del año previo, aunque la mayoría de actividades económicas muestran tasas de variación interanual positivas.

1. Actividad sectorial

El comportamiento de la actividad económica en el segundo trimestre, medido por el origen de la producción, se reflejó en las actividades económicas: agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; industria manufacturera; suministro de electricidad y captación de agua; comercio al por mayor y menor; servicios privados; y administración pública y defensa, las cuales explican alrededor de 63% del PIB y que se desaceleraron. Por otra parte, las actividades que mostraron un mayor dinamismo fueron el transporte, almacenamiento y comunicaciones e intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares.

Cuadro 5

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

Actividades Económicas	Ponderación 2011	2010	2011				2012	
		IV	I	II	III	IV	I	II
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.2	-1.9	-1.2	5.6	6.1	6.6	4.8	2.3
Explotación de Minas y Canteras	0.7	13.2	20.4	14.3	34.3	15.5	-15.4	-23.4
Industria Manufacturera	18.1	3.1	4.1	4.3	1.8	2.6	1.2	3.1
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.6	2.1	3.7	7.4	4.8	7.0	4.3	4.0
Construcción	3.0	-6.5	0.6	1.5	1.8	2.1	-4.7	-2.7
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	4.0	3.7	5.4	5.0	1.4	3.5	1.8
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.5	3.4	2.5	2.6	4.7	9.7	6.6	6.8
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.3	10.0	11.8	5.5	4.7	5.2	9.0	11.7
Alquiler de Vivienda	10.2	2.9	3.1	2.9	2.8	2.7	3.1	3.0
Servicios Privados	16.0	4.9	2.7	4.4	4.2	3.5	3.6	1.5
Administración Pública y Defensa	7.6	10.4	5.4	7.8	5.6	2.5	6.3	2.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	3.8	4.7	4.5	3.6	3.5	2.5

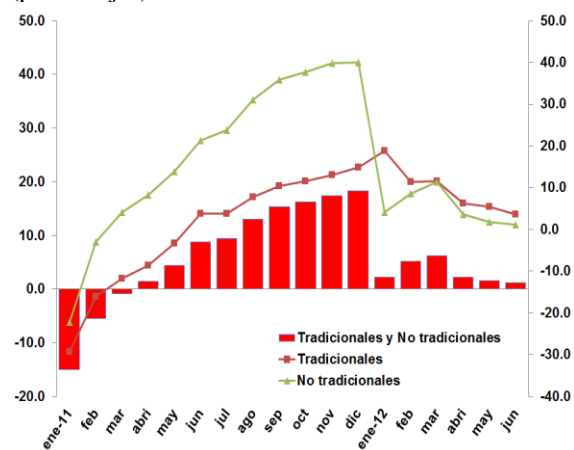
(1) Medido por el origen de la producción.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 16

Exportación de Productos Tradicionales y No Tradicionales (1) (2)
(porcentajes)



(1) Variación interanual acumulada del volumen.

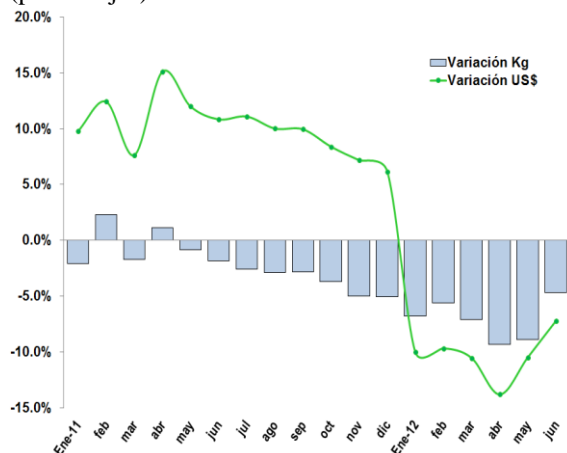
(2) Con cifras a julio de 2012.

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

En la evolución de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca influyó, principalmente, el menor dinamismo de la producción de los cultivos tradicionales y no tradicionales, destacando la disminución de cereales, legumbres, hortalizas y frutas y, particularmente, café. El comportamiento de la industria manufacturera estuvo explicado por la moderación en el crecimiento de las actividades de fabricación de productos de tabaco; textiles y prendas de vestir; así como, artículos de cuero y calzado. En lo que respecta al suministro de electricidad y captación de agua, destacó el menor dinamismo de la demanda de energía, para uso industrial y comercial. Por su parte, el comercio al por mayor y al por menor estuvo influenciado por la

Gráfica 17

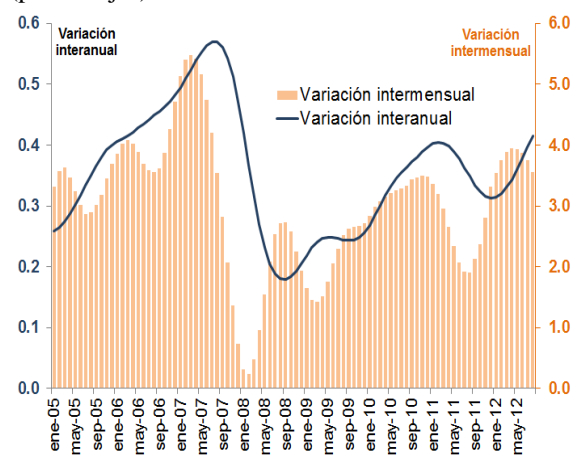
Exportación de Textiles (1) (2) (3) (porcentajes)



- (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.
 - (3) Con cifras a julio de 2012.
- Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Superintendencia de Administración Tributaria.

Gráfica 18

Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) (1) (2) (3) (porcentajes)



- (1) Base 2001 = 100.
 - (2) Variación interanual e intermensual.
 - (3) Con cifras a agosto de 2012.
- Fuente: Banco de Guatemala.

disminución del volumen de bienes producidos por la actividad agropecuaria e industrial, así como por la leve caída en el volumen de importaciones de bienes. La desaceleración que registró la administración pública y defensa, estuvo asociada al menor dinamismo en el pago de remuneraciones por parte del gobierno central.

La evolución en la explotación de minas y canteras se explicó, principalmente, por la disminución en las actividades de extracción de piedra; de arena y arcilla; y de minerales metálicos y no metálicos; en tanto que, la reducción de la construcción, se debió al efecto de la caída reportada en la construcción por parte del gobierno central, la cual contrarrestó el crecimiento registrado en la construcción privada.

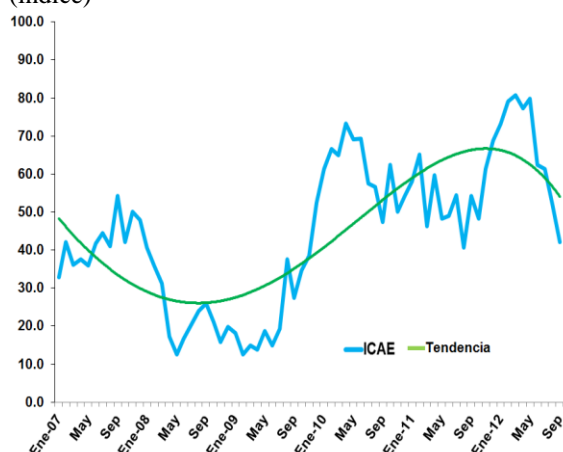
El mayor dinamismo en el transporte, almacenamiento, y comunicaciones, se explica por el incremento en la actividad de las telecomunicaciones, como resultado de la expansión de los servicios digitales asociados a la telefonía móvil; mientras que, la evolución positiva de la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se debió al crecimiento tanto en la actividades de bancos y financieras como en la de seguros y tarjetas de crédito.

El desempeño de la actividad económica durante el primer semestre del año, según la evolución que muestra la variación intermensual del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), ha mostrado una desaceleración desde mayo del presente año; sin embargo, la variación interanual registró en agosto de 2012 un crecimiento de 4.15% (superior al crecimiento de julio), por lo que, al igual que lo ocurrido en periodos previos, podría esperarse que en los próximos meses el comportamiento del IMAE registre una ligera moderación.

El comportamiento de los principales indicadores de la actividad económica se encuentran en línea con la percepción de los analistas privados, quienes esperan una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico para 2012 (3.1%). En ese contexto, los analistas encuestados indican que los principales factores que podrían incidir en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en 2012 son: el desempeño de la política

Gráfica 19

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

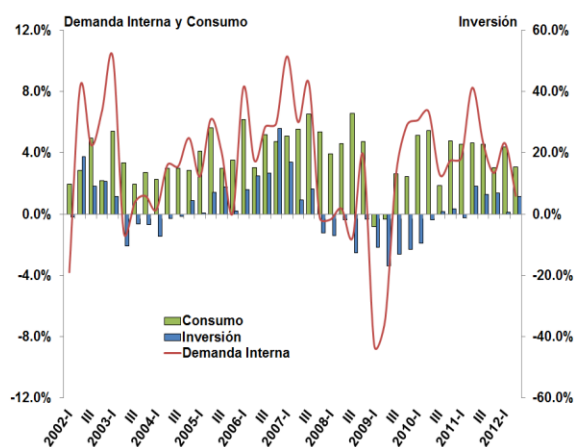


(1) Con cifras a septiembre de 2012.

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

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.

fiscal, la estabilidad en el nivel general de precios, la evolución en los precios de los combustibles, la estabilidad en el tipo de cambio nominal y el precio internacional del petróleo. Consistente con lo anterior, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) continuó mostrando una marcada desaceleración a septiembre, ubicándose en 42.1 puntos, nivel más bajo observado desde agosto de 2011 (40.6 puntos).

2. Demanda agregada

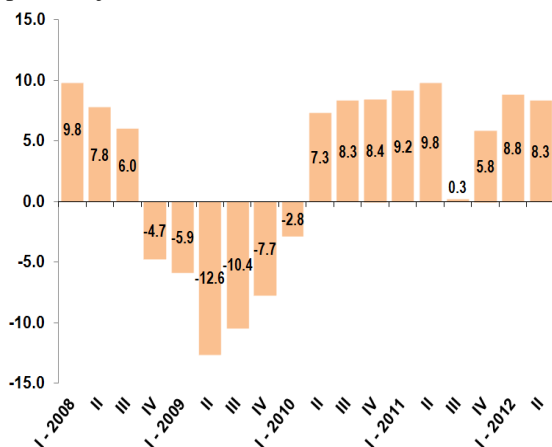
La tasa de crecimiento que registró el gasto de consumo privado (3.4%), fue menos dinámica que la registrada en el segundo trimestre de 2011 (4.1%) y estuvo explicada, principalmente, por la reducción de las importaciones de bienes de consumo no duraderos y semi-duraderos. El gasto de consumo de las familias continuó siendo apoyado por el comportamiento positivo tanto del ingreso de divisas por remesas familiares como por el ritmo de crecimiento de los salarios medios que conforme información del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social, aunque mostraron una ligera reducción en el segundo trimestre, evidencian tasas de variación interanual importantes (8.3% y 7.9%, a junio).

En cuanto al gasto de consumo del gobierno central, éste registró en el segundo trimestre una variación de 0.4%, menor a la observada en el segundo trimestre de 2011 (8.9%), lo cual se explicó por la caída en la compra de bienes y servicios derivado de una menor ejecución presupuestaria.

Por su parte, la inversión registró un crecimiento de 5.7% en el segundo trimestre, comportamiento menos dinámico que el observado en el segundo trimestre de 2011 (9.1%). En cuanto a la inversión de bienes de capital de origen importado, ésta ha evidenciado un mayor dinamismo durante el segundo trimestre, impulsada por las importaciones de maquinaria y equipo destinadas para las actividades agrícolas y de transporte.

Gráfica 21

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

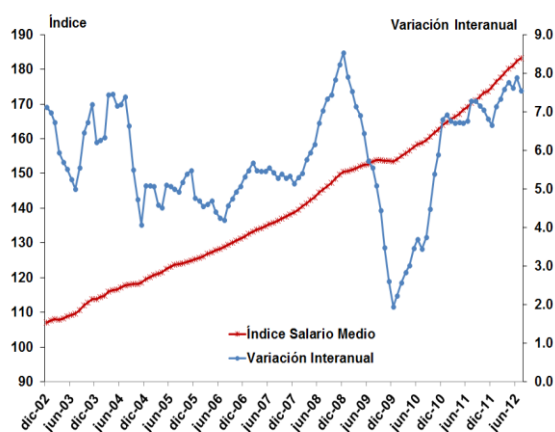


(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 22

Salario Medio de los Afiliados al Instituto
Guatemalteco de Seguridad Social (1) (2) (3)
(índice y porcentajes)



(1) Índice: Diciembre 2001 = 100.

(2) Variación interanual.

(3) Con cifras a julio de 2012.

Fuente: Banco de Guatemala e IGSS.

Cuadro 6

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

Destino del Gasto	Ponderación 2011	2010	2011				2012	
		IV	I	II	III	IV	I	II
Demanda Interna		3.5	3.7	8.3	4.7	2.7	4.6	1.2
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	85.1	4.5	4.5	4.1	4.8	3.0	4.5	3.4
Gasto de Gobierno Central	10.9	6.7	4.8	8.9	2.5	3.1	3.5	0.4
Formación Bruta de Capital Fijo	14.3	1.7	-1.3	9.1	6.3	6.8	0.6	5.7
Exportaciones de bienes y servicios	25.8	1.1	4.4	1.2	12.3	4.2	2.6	3.5
(-) Importaciones de bienes y servicios	-35.8	7.3	5.3	11.5	11.7	-1.1	6.7	-1.8
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.4	3.8	4.7	4.5	3.6	3.5	2.5

(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.

Las exportaciones de bienes y servicios mostraron en el segundo trimestre un crecimiento de 3.5%, mayor al registrado en el mismo trimestre del año previo (1.2%); explicado por el mejor desempeño de las exportaciones de azúcar, bebidas, grasas y aceites, petróleo, cardamomo, entre otros; como resultado de la mayor demanda externa de este tipo de bienes.

Las importaciones de bienes y servicios mostraron una caída de 1.8%, la cual contrasta con el crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2011 (11.5%), que estuvo asociada, fundamentalmente, a la menor demanda interna por productos importados, como bienes de consumo, combustibles, lubricantes y materiales de construcción.

RECUADRO 8 REMESAS FAMILIARES Y SU IMPORTANCIA EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA DEL PAÍS

De acuerdo con la Organización Internacional para las Migraciones (OIM) los crecientes flujos migratorios a nivel mundial observados durante las últimas dos décadas han estado relacionados con fenómenos denominados de empuje y de atracción. Los primeros asociados al débil crecimiento económico en la mayoría de los países con ingresos bajos, mientras los segundos están relacionados con las expectativas de mejores estándares de vida. Al respecto, la OIM señala que el número total de emigrantes ha aumentado 42.0% en los últimos diez años (214 millones de personas); es decir, que de cada treinta y tres personas en el mundo, una es emigrante.

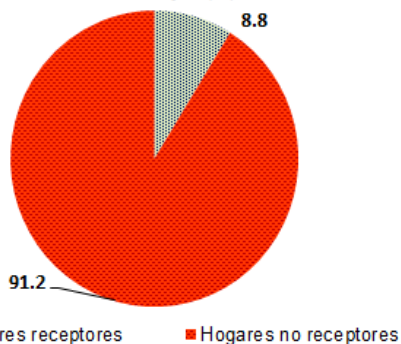
En la historia reciente de Guatemala, la migración ha sido considerada como una opción para mejorar las condiciones de vida de la población, sea ésta de manera temporal o definitiva. Desde el siglo XIX los habitantes de los departamentos del suroccidente del país se han trasladado de manera temporal al Sur de México ante el aumento en la oferta laboral durante el periodo de corte de café. Sin embargo, los fuertes movimientos migratorios de manera permanente hacia otros países con mayores niveles de desarrollo, fundamentalmente hacia los Estados Unidos de América, han estado determinados, principalmente, por eventos de carácter económico-social, por el conflicto armado interno, por fenómenos naturales y por las características propias del mercado laboral guatemalteco.

En los últimos diez años, las remesas familiares en Guatemala han cobrado relevancia económica, llegando a representar alrededor del 10% del Producto Interno Bruto (PIB), por lo cual, se considera que no solamente se han convertido en una fuente de ingresos para las familias beneficiarias, sino que también han tenido un efecto multiplicador en la economía al dinamizar el consumo y los servicios financieros. Por tanto, el impacto de las remesas familiares en la actividad económica guatemalteca se debe analizar desde tres puntos de vista: el microeconómico, el macroeconómico y el financiero.

Desde el punto de vista microeconómico y de acuerdo con un análisis efectuado con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Condiciones de Vida (ENCOVI) 2011, los flujos de divisas por remesas familiares han mejorado sustancialmente la calidad de gasto en la población beneficiaria; así también, han permitido el aumento en la inversión en capital humano por medio del gasto en salud y educación. Dentro de los resultados más relevantes del estudio se encuentran:

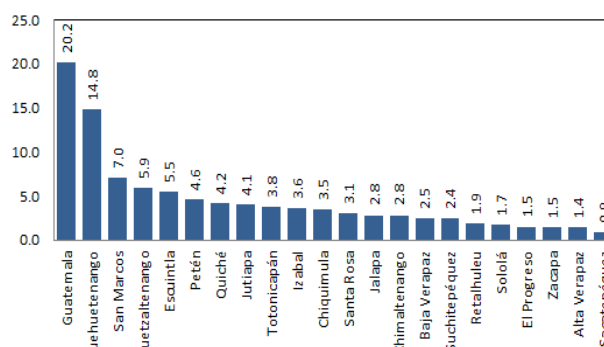
- Del total de hogares guatemaltecos; el 8.8% son beneficiarios de las remesas familiares.
- A nivel departamental, los que concentran un mayor número de hogares beneficiarios son Guatemala (20.2%), Huehuetenango (14.8%), San Marcos (7.0%), Quetzaltenango (5.9%) y Escuintla (5.5%).
- Un indicador que ilustra la diferencia entre los hogares receptores y no receptores de remesas familiares es el consumo anual *per cápita* (CAPc), el cual, en promedio, es menor entre los hogares no beneficiarios de remesas familiares.
- Del total de educandos de hogares receptores se determinó que el 23.7% estudiaba en un plantel privado, en tanto que únicamente el 18.9% de hogares no receptores estudiaba en centros educativos privados.
- El porcentaje de personas que recurrieron a servicios de salud en centros privados fue mayor en 12.4 puntos porcentuales respecto a las personas pertenientes a los hogares no beneficiarios.

Hogares receptores y no receptores de remesas
-Porcentajes (%)-



Fuente: Elaboración con base en datos de la ENCOVI 2011.

Hogares receptores de remesas familiares por departamento
-Porcentajes (%)-



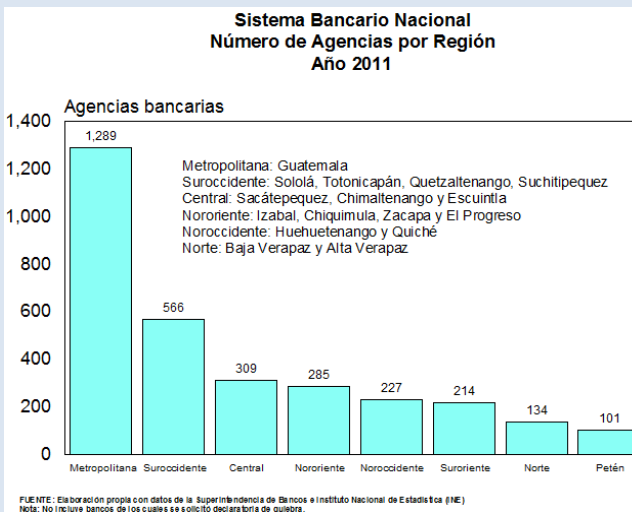
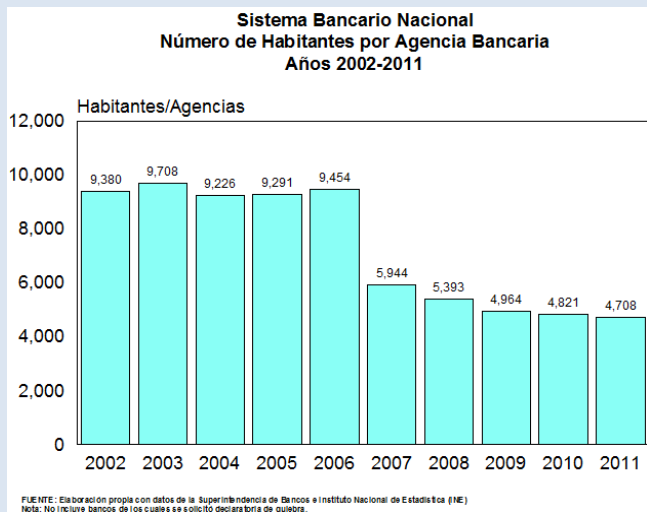
Fuente: Elaboración con base en datos de la ENCOVI 2011.

Desde el punto de vista macroeconómico, es importante analizar el impacto de las remesas familiares en el crecimiento de la economía guatemalteca. En efecto, un análisis empírico de los departamento técnicos del Banco de Guatemala determinó la asociación de las remesas familiares con algunos componentes del PIB, como el consumo y las importaciones de consumo de bienes no duraderos, a continuación se resumen los resultados:

- Las remesas familiares están relacionadas positivamente en el largo plazo, tanto con el consumo de los hogares como con las importaciones de bienes de consumo no duradero. No obstante, el aporte de los flujos de remesas familiares al crecimiento económico podría ser un poco menor al que intuitivamente se espera, dado que las variables del PIB que absorben en mayor grado el efecto de dichos flujos se mueven en sentido contrario, debido a que las remesas familiares se destinan principalmente al consumo de los hogares, lo cual impacta positivamente en el PIB, pero dado que los consumidores guatemaltecos poseen una alta propensión a importar, esa parte del consumo basado en importaciones, tiene un impacto negativo en el PIB medido por el destino de gasto, por lo que el impulso neto al PIB de las remesas familiares es menor.
- No obstante, aunque no fueron validados empíricamente por no ser parte del alcance del estudio, pueden existir efectos de retroalimentación (*feedback effects*) entre el efecto de las remesas familiares en el consumo de los hogares y las importaciones de bienes de consumo no duradero y otros componentes del PIB, como la inversión (dada la expansión en el consumo) y el gasto de gobierno (por el aumento de los ingresos tributarios originados del incremento en las importaciones y el consumo).

Desde el punto de vista financiero los flujos de divisas provenientes de las remesas familiares, entre otros factores, han permitido una mayor bancarización de la economía nacional, lo cual se ha reflejado en una mayor variedad de servicios financieros que brindan las instituciones bancarias; asimismo, las remesas familiares han influido sustancialmente en el desarrollo del sistema financiero formal, lo cual incide positivamente en el bienestar económico del país. Dentro de los resultados más relevantes del impacto de las remesas familiares en el sistema financiero nacional se encuentran los siguientes:

- Para el caso de Guatemala (con información de las encuestas de la OIM), la mayor parte de las remesas familiares se envían mediante transferencias electrónicas (78.7%), seguido de transferencias bancarias (18.1%) y por otros medios (3.2%), como los envíos de efectivo por correo y por medio de viajeros frecuentes.
- En 2002, el número de habitantes por agencia bancaria era de 9,380 personas, mientras que para 2011 dicho indicador se ubicó en 4,708 habitantes por agencia. Por regiones geográficas, en 2011 el sistema bancario registró 1,289 agencias en la región metropolitana; 566, en la suroccidente; 309, en la central; 285, en la nororiente; 227, en la noroccidente; 214, en la suroriente; 134, en la norte; y 101, en el departamento de Petén.



Fuente: “Remesas Familiares y su Importancia en la Actividad Económica y Financiera de Guatemala”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Septiembre de 2012.

B. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

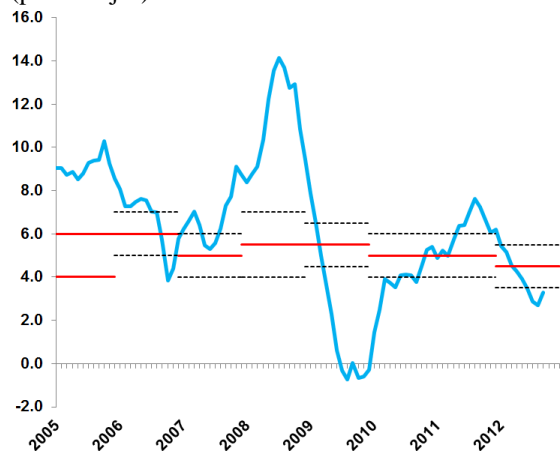
La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), a septiembre del presente año, se situó en 3.28%, ligeramente por debajo del límite inferior de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para 2012 (4.5% +/- 1 punto porcentual). La tendencia a la baja observada desde agosto se revirtió en septiembre, como lo anticipaban las proyecciones de inflación. La volatilidad registrada en los mercados de materias primas durante el tercer trimestre, particularmente en los precios del petróleo y sus derivados y los cereales como el maíz y el trigo, tuvieron una incidencia importante en la evolución de la inflación, principalmente en los rubros de los alimentos y los energéticos. Otros factores de naturaleza interna por el lado de la demanda (reflejados en la evolución de la inflación de no transables) también tuvieron una incidencia en el comportamiento del ritmo inflacionario total, afectando los rubros antes indicados.

En el comportamiento de la inflación por división, principalmente, incidió la evolución de las divisiones de gasto *alimentos y bebidas no alcohólicas; restaurantes y hoteles; bienes y servicios diversos; y transporte* las que en conjunto explican el 76.38%⁹ de la inflación total promedio registrada entre julio y septiembre. En términos interanuales, la división de gasto *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró, en promedio, un impacto negativo durante ese trimestre.

La división de gasto de *alimentos y bebidas no alcohólicas* registró a septiembre una variación interanual de 5.20%, revirtiendo la tendencia a la baja que venía evidenciando desde el año previo. Dicha división de gasto explicó más de 45.0% de la inflación total promedio y los principales grupos de gasto que explicaron dicho comportamiento fueron las Carnes; los Productos lácteos, quesos y huevos; las Hortalizas legumbres y tubérculos; y el Pan y cereales. En el caso del grupo de gasto de

Gráfica 23

Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)

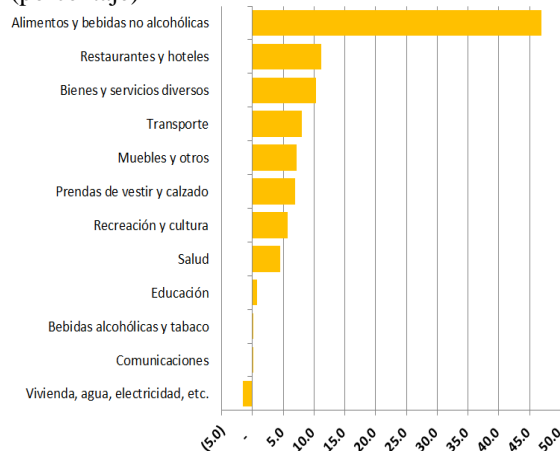


(1) Variación del índice del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior, con información a septiembre de 2012.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Gráfica 24

Impacto Promedio por División de Gasto en el
Ritmo Inflacionario Total
Tercer Trimestre de 2012
(porcentaje)

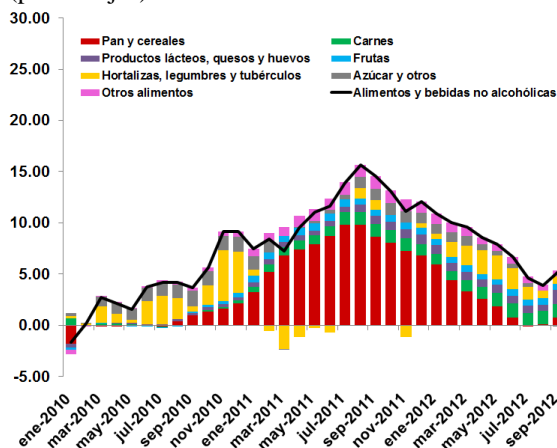


Fuente: INE.

⁹ La inflación interanual promedio del tercer trimestre de 2012 se situó en 2.95% y las divisiones de gasto indicadas explicaron 2.25 puntos porcentuales de dicho promedio (equivalente a 76.38%).

Gráfica 25

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



(1) Variación interanual e impactos por grupo de gasto, con información a septiembre de 2012.

Fuente: Cálculos propios con información del INE.

Carnes, el principal gasto básico que afectó al mismo fue la carne de res y, en menor medida, la carne de pollo. En el primero de los casos, los problemas que se registraron desde febrero por una disminución en la oferta de ganado en pie, principalmente por el flujo de ganado hacia México, en combinación con la reducción de los pastizales provocado por la falta de lluvias, se tradujeron en una menor oferta de carne de res. En lo que se refiere a la carne de pollo, ésta fue afectada por el incremento en sus costos de producción, principalmente el de los concentrados elaborados a base de maíz amarillo.

En lo que respecta al grupo de gasto Productos lácteos, quesos y huevos, el principal gasto básico que influyó en su comportamiento fueron los huevos, particularmente en septiembre, asociado a los mismos factores que afectaron a la carne de pollo; es decir, el alza en el precio internacional del maíz importado (amarillo).

En el grupo de gasto de Hortalizas, legumbres y tubérculos, los principales gastos básicos que afectaron a este grupo fueron el güisquil, la cebolla y la papa, por factores estacionales en su proceso productivo, ya que su oferta fue reducida. Cabe destacar que el tomate, contribuyó a moderar el comportamiento de este grupo de gasto, cuyas tasas de variación en términos interanuales fueron negativas en el trimestre.

El grupo de gasto Pan y cereales, tuvo una incidencia importante en septiembre, derivado del alza que registraron varios gastos básicos entre los que destacan el Pan y los Productos de tortillería. Asimismo, el comportamiento de este grupo de gasto fue moderado por las bajas observadas en el precio del Maíz producido internamente (blanco). En lo que respecta al Pan, éste fue afectado por el alza en el precio de la harina de trigo. En el caso del Maíz (blanco), éste presentó una considerable reducción en sus precios. A finales del tercer trimestre inició la cosecha del grano en el Departamento de Petén, la mayor región productora del país, por lo que la oferta disponible se incrementó.

La división de gasto *restaurantes y hoteles*, presentó a septiembre una tasa de variación interanual de 3.74% y durante el

tercer trimestre explicó cerca del 11.0% de la inflación total promedio. Dicha división de gasto fue influenciada por el incremento en el precio medio del gasto básico Almuerzo consumido fuera del hogar, que se vio afectado por el incremento del rubro de los alimentos como la carne, los huevos, los vegetales y las tortillas, entre otros.

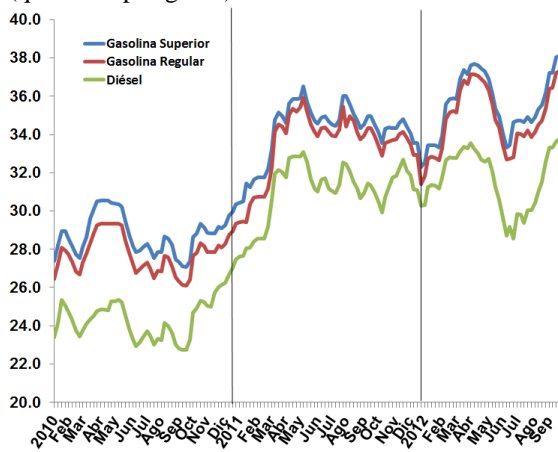
La división de gasto de *bienes y servicios diversos*, presentó a septiembre un ritmo de 4.56% y en el tercer trimestre explicó 10.0% de la inflación total promedio, resultado del incremento registrado en los precios medios de los gastos básicos: pastas dentales; papel higiénico; jabón; champú; colonias y perfumes; y desodorantes y antitranspirantes. Históricamente, ésta división de gasto no había tenido una incidencia significativa en el comportamiento del ritmo inflacionario total; sin embargo, la evolución en conjunto de los gastos básicos antes mencionados hicieron que ésta fuera relevante en el tercer trimestre.

En la división de gasto *transporte* se observó a septiembre una variación interanual de 4.13% y explicó el 8.0% de la inflación total promedio del trimestre. En la evolución de esta división contribuyó el incremento en el precio de las gasolinas y el diésel, principalmente, en el área metropolitana donde el 24 de septiembre, los precios promedios de la gasolina superior y regular se situaron en Q38.12 y Q37.32 por galón, respectivamente; reflejo en parte del comportamiento de precios en los mercados internacionales

Cabe resaltar que la división de gasto de *vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*, mostró a septiembre una variación de -1.11% y durante el trimestre su impacto en la inflación total promedio fue negativo, como resultado de la reducción en el precio medio del Gas propano, la cual podría atribuirse a estrategias de mercado de las principales distribuidoras en el país con la finalidad de obtener un mejor posicionamiento en el mercado guatemalteco. Dichas reducciones de precios han sido moderadas por el incremento observado en la tarifa del servicio de electricidad, la cual se ajustó ante el incremento en el precio del bunker y diésel dada la mayor

Gráfica 26

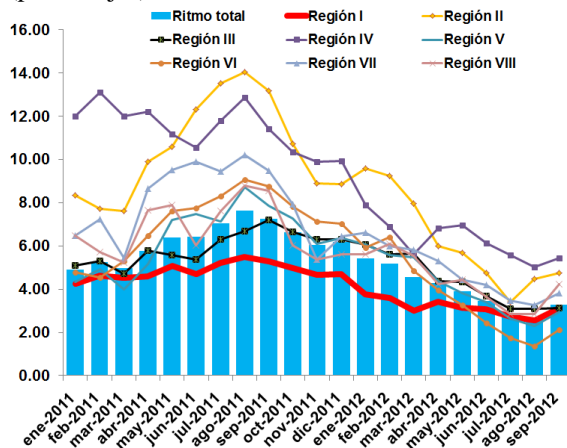
Precios de los Combustibles en el Área Metropolitana de Guatemala (1)
(quetzales por galón)



(1) Con información a septiembre de 2012.
Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

Gráfica 27

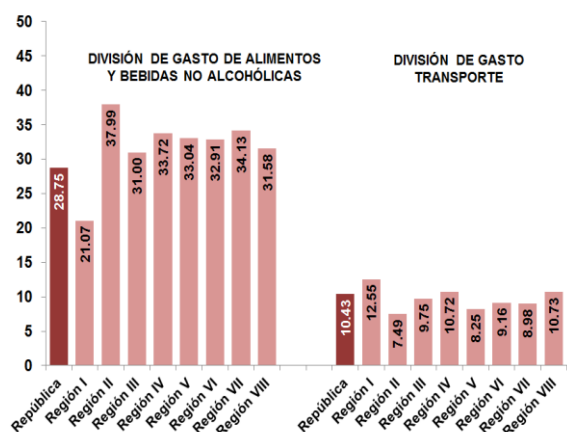
Ritmo Inflacionario Total y por Regiones (porcentajes)



Fuente: INE.

Gráfica 28

Ponderaciones por División de Gasto y Región (1) (porcentajes)



(1) Con información a septiembre de 2012.
Fuente: INE.

utilización de la generación térmica (a base de combustibles fósiles) por la reducción en la generación hidroeléctrica.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país¹⁰ con excepción de la región III, hubo un cambio en su tendencia y, en algunos casos, el ritmo inflacionario fue superior al ritmo inflacionario a nivel república. En todas las regiones del país la división de *alimentos, bebidas no alcohólicas y tabaco*, y la división de *transporte*, incidieron de forma importante en la inflación interanual. El efecto de la evolución de precios de los alimentos y del transporte en cada una de las regiones es distinto, ya que sus ponderaciones dentro de la canasta del IPC varían de una región a otra.

En el comportamiento de otras medidas de inflación, destaca la inflación subyacente, la cual a septiembre presentó una variación interanual de 3.44% que continúa siendo superior al ritmo inflacionario total (3.28%). En lo que respecta a la inflación importada¹¹, en el tercer trimestre, presentó una tendencia al alza, principalmente en septiembre, afectada fundamentalmente por la inflación importada indirecta, debido al alza en el precio internacional del petróleo y sus derivados, del maíz, del trigo y a la depreciación del tipo de cambio nominal.

El análisis de la inflación se complementa con el análisis de los bienes y servicios transables y no transables¹², 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

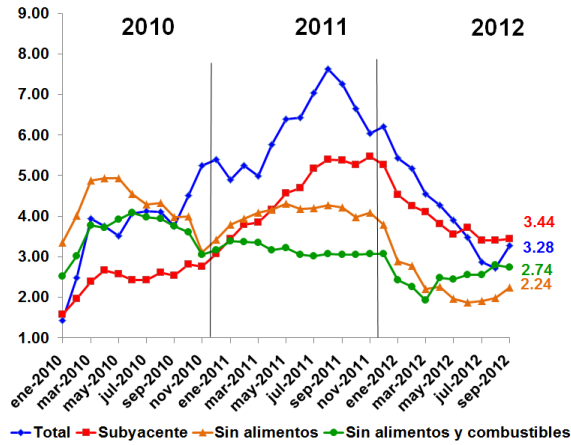
¹⁰ La clasificación de las regiones es la siguiente: Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Suchitepéquez, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Petén).

¹¹ 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.

¹² 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 29

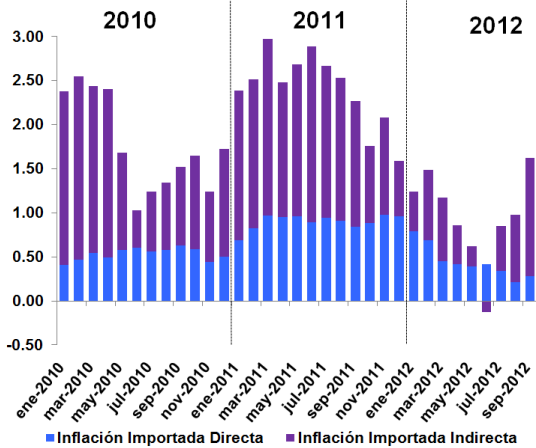
Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Total, Subyacente, Sin alimentos y Sin alimentos y combustibles, con información a septiembre de 2012.
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

Gráfica 30

Composición de la Inflación Importada (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a septiembre de 2012.
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

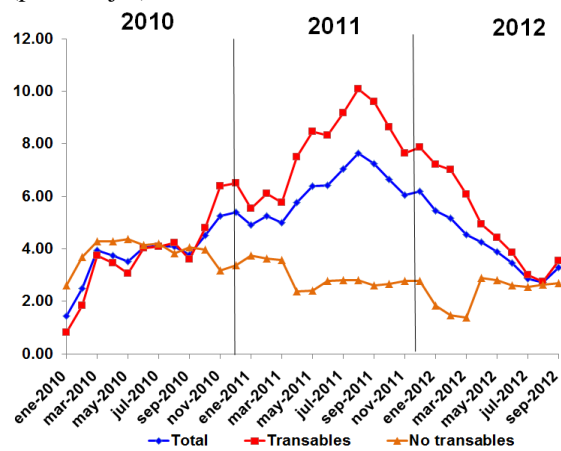
básicamente los cambios en precios relativos, derivados de los citados choques de oferta. En ese sentido, la inflación de bienes y servicios transables revierte su tendencia a la baja en septiembre, en línea con lo observado en la inflación total. Por su parte, la inflación de bienes y servicios no transables continúa manteniendo una tendencia estable, aunque alta, desde mayo de 2012.

En ese contexto, el FMI¹³ ha indicado recientemente que las alzas de precios en las materias primas tienen mayores impactos en la inflación interna en países con economías emergentes y en desarrollo que en economías avanzadas y tienden a tener efectos más profundos y duraderos sobre la inflación en aquellas economías donde el gasto en alimentos representa una alta proporción del ingreso de los hogares. También consideran que en el mediano y largo plazos, el efecto de traspaso a la inflación interna del choque de los precios de los alimentos es cuatro veces mayor en las economías emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas.

¹³ Gelos, Gaston and Yulia Ustyugova. (2012). *Inflation Responses to Commodity Price Shocks: How and Why Do Countries Differ?*. IMF Working Paper WP/12/225.

Gráfica 31

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



(1) Variación interanual, con información a septiembre de 2012.
Fuente: INE y Banco de Guatemala.

RECUADRO 9

INCIDENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS Y DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

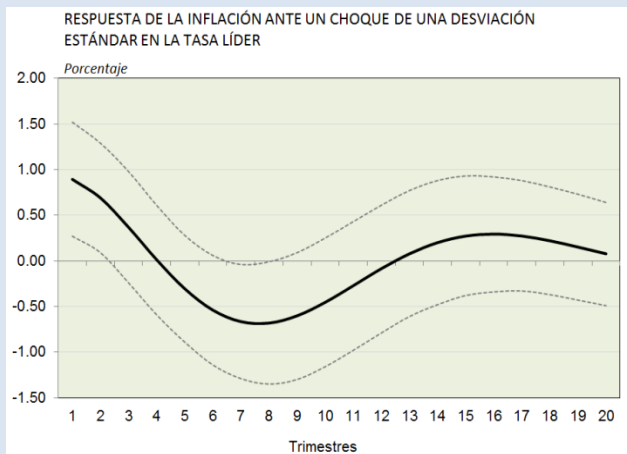
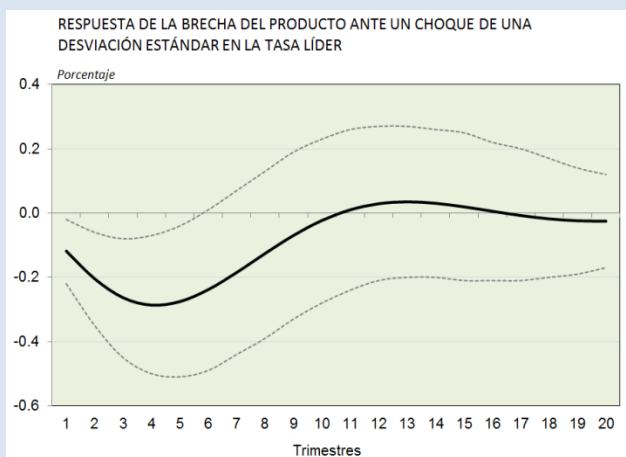
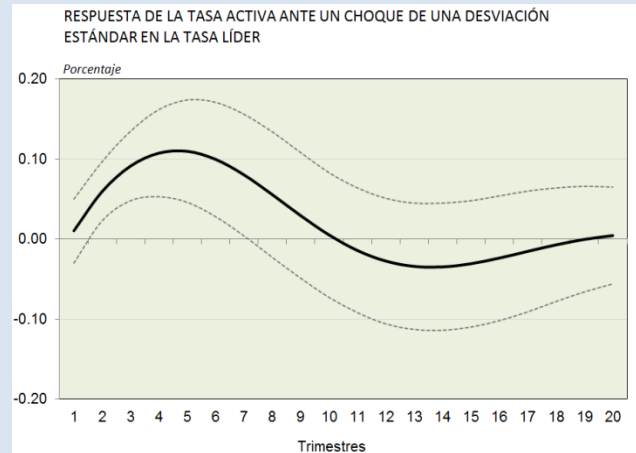
El objetivo fundamental del Banco de Guatemala es promover la estabilidad en el nivel general de precios. Para tal efecto, el Banco Central es el encargado de ejecutar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país; cuya economía se caracteriza por ser pequeña y abierta y, por tanto, se encuentra expuesta a choques internos y externos, lo cual hace necesario conocer los efectos en términos de dirección, magnitud y persistencia, que las acciones implementadas por el Banco Central puedan tener sobre las principales variables macroeconómicas del país en el corto y largo plazos.

Resulta importante entonces evaluar la incidencia de la política monetaria en el comportamiento de los precios y de la actividad económica del país. Al respecto, el mecanismo de transmisión de la política monetaria consta de tres canales principales: (i) el canal de demanda agregada, (ii) el canal de tipo de cambio nominal y (iii) el canal de las expectativas. Cada uno se compone de un conjunto de variables macroeconómicas interrelacionadas. No obstante, las variables que representan el punto de inicio (la tasa de interés nominal de política monetaria establecida por el Banco Central) y el punto final (la tasa de inflación) son comunes a todos.

Para propósitos de análisis, se procedió a hacer una evaluación econométrica sólo del canal de demanda agregada, en el cual los cambios en la tasa de interés de política monetaria se deben de materializar en las tasas de intereses nominales y reales de mercado. Al respecto, la tasa de interés real tiene un efecto sobre el crédito bancario al sector privado; por lo que, tanto los cambios en la oferta monetaria como en el crédito bancario al sector privado afectan las decisiones de consumo e inversión de los hogares y de las empresas, lo que a su vez tiene efectos en la actividad económica y en la inflación.

Con el objetivo de evaluar empíricamente este mecanismo se usó un modelo de vectores autoregresivos (VAR), el cual incluyó las variables siguientes: tasa de interés líder, tasa de interés de reportos, tasa de interés activa, crédito bancario al sector privado, brecha del producto e inflación. Asimismo, se realizaron pruebas sobre las series de cada vector: i) raíces unitarias sobre series en niveles; ii) raíces unitarias sobre series en tasas de variación interanual; iii) pruebas de cointegración; y (iv) pruebas sobre selección óptima y exclusión de rezagos.

Como se puede observar en las gráficas de impulso-respuesta, un incremento en la tasa de interés líder de una desviación estándar (equivalente a alrededor de 100 puntos básicos) conduce a un incremento en la tasa de interés activa, el cual provocaría una desaceleración de la actividad económica y, consecuentemente, una disminución de la inflación. Una disminución de la tasa de interés líder tendría efectos opuestos.



Fuente: "Incidencia de Política Monetaria en el Comportamiento de los Precios y de la Actividad Económica". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronóstico del Banco de Guatemala. Septiembre de 2012.

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

a) Pronósticos de corto plazo¹⁴

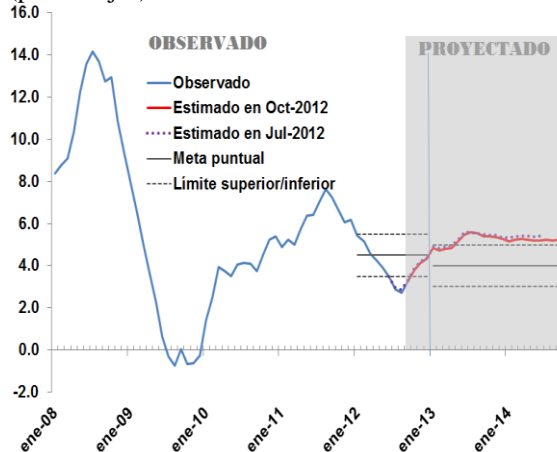
En general, los pronósticos de inflación de corto plazo han sido revisados levemente a la baja con respecto a los incluidos en el Informe de Política Monetaria a Junio de 2012. Dichos pronósticos indican que la inflación total estaría situándose alrededor de 4.3% para diciembre de 2012 y de 5.3% para diciembre de 2013; asimismo, la inflación subyacente pasaría de un valor cercano al 3.9% a 3.8% en 2012 y se mantendría alrededor de 4.70% en diciembre 2013.

Aunque la inflación observada ha seguido muy estrechamente la trayectoria estimada el trimestre previo las revisiones de los pronósticos reflejan el efecto neto de factores externos e internos. Entre los externos, para el corto plazo se estima que los precios de las materias primas se mantendrían en altos, aunque con menos volatilidad; el precio del trigo y del maíz estaría sujeto a la normalización de las condiciones climáticas y al mejor rendimiento de las próximas cosechas; mientras que el precio del petróleo estaría influenciado por la efectividad para lograr una recuperación mundial sostenida y por los problemas geopolíticos en Oriente Medio. Entre los factores internos, el rubro de alimentos dependerá de la evolución estacional en los vegetales, hortalizas, carnes y embutidos debido al efecto “fiambre”; sin embargo estos incrementos serían moderados por las bajas que ya se observan en el tomate, el maíz blanco y el frijol (por el inicio de la cosecha en el departamento de Petén). Por otra parte, se prevé un incremento moderado en el precio de los combustibles, efecto que se vería compensado por la baja del precio del gas propano.

Para 2013 las proyecciones de inflación se sitúan ligeramente por encima del límite superior de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). Estos pronósticos suponen un escenario sin medidas de política monetaria (escenario pasivo), ver gráficas 32 y 33.

Gráfica 32

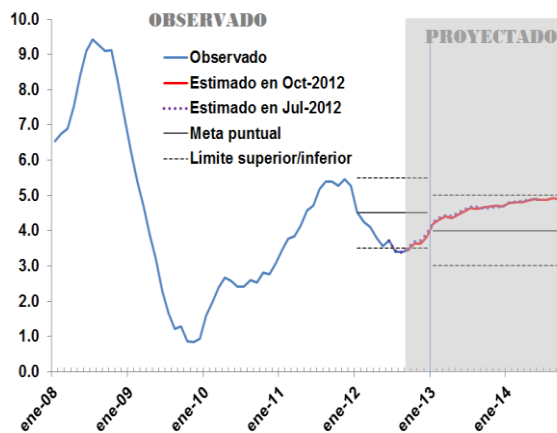
Ritmo Inflacionario Total
(porcentajes)



Fuente: INE y Banco de Guatemala.

Gráfica 33

Ritmo Inflacionario Subyacente
(porcentajes)



Fuente: INE y Banco de Guatemala.

¹⁴ Constituyen un escenario pasivo que no incorpora medidas futuras de política monetaria.

b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo son generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), el cual asume medidas futuras de política monetaria (escenario activo).

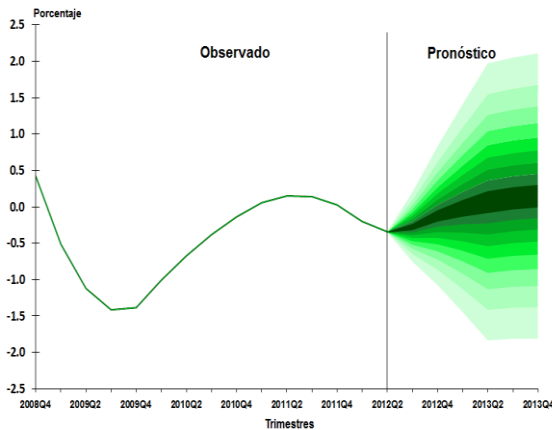
De acuerdo al corrimiento del MMS de septiembre, el impulso a la actividad económica nacional proveniente del sector externo sería menor con respecto al impulso considerado en el corrimiento de junio, tomando en cuenta: a) la evolución actual y futura menos favorable para Estados Unidos de América como consecuencia del persistente y alto nivel de desempleo y de sus problemas para lograr un plan creíble de consolidación fiscal de mediano plazo; b) las turbulencias en los mercados financieros mundiales respecto del desempeño de la Zona del Euro; y c) la moderación en el crecimiento de las economías emergentes. El menor impulso externo sería compensado por el dinamismo del crédito al sector privado y de otros indicadores como la recaudación tributaria y remesas familiares. El escenario base incorpora un comportamiento de la brecha del producto que prácticamente se ha cerrado (gráfica 34).

Las presiones inflacionarias a la baja originadas por expectativas menos optimistas de crecimiento mundial, son contrarrestadas por el comportamiento positivo de la demanda interna y por precios internacionales de trigo y maíz amarillo más altos, aunque estables, y por posibles aumentos que los choques de oferta pudieran generar en las expectativas de los agentes económicos. En ese sentido, los pronósticos de inflación generados por el corrimiento del MMS de septiembre denotan incrementos en comparación con los del trimestre previo, al pasar 3.9% a 4.3% a finales de 2012 y de 3.6% a 4.7% en 2013, ambos dentro de los márgenes de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual y 4.0% +/- 1 punto porcentual, en su orden), ver gráfica 35. No obstante, estos pronósticos de inflación están condicionados a una política activa, es decir, alzas graduales para la tasa de interés de política monetaria durante los próximos trimestres (gráfica 36), a fin de que la inflación converja hacia la meta de largo plazo.

Un análisis complementario sobre la orientación de la política monetaria se realiza mediante la tasa de interés

Gráfica 34

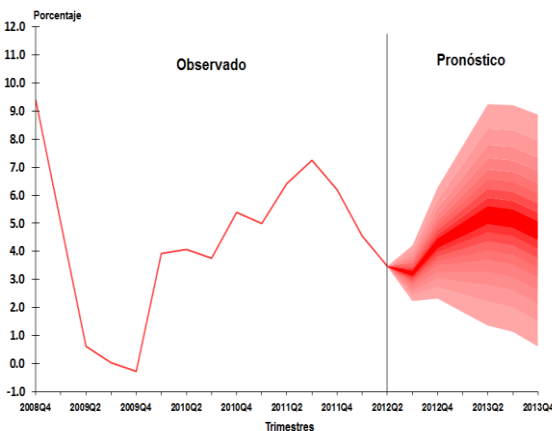
Brecha del Producto como Proporción del Producto Potencial (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 35

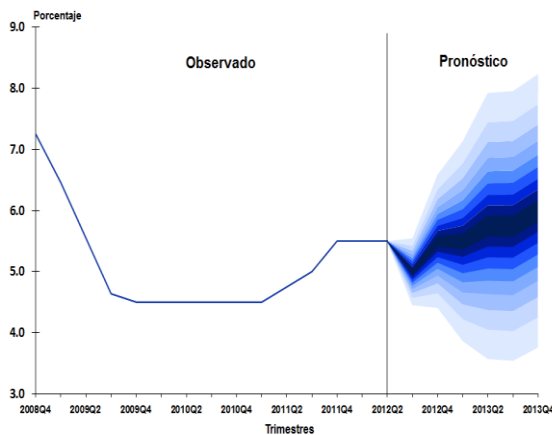
Pronóstico de la Tasa Interanual de Inflación (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 36

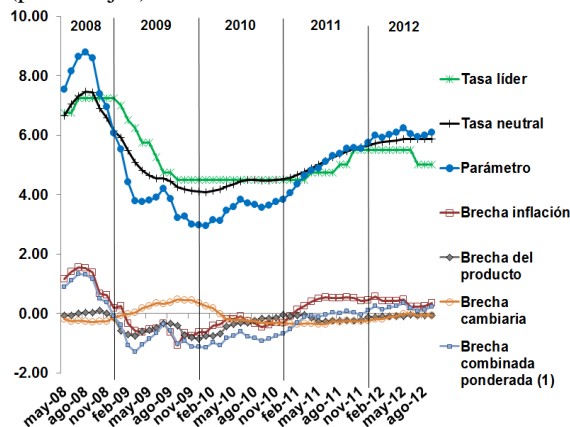
Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 37

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



(1) Se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.

Fuente: Banco de Guatemala.

parámetro¹⁵. Dicha tasa, a septiembre, sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restringida (en junio sugería una orientación de política monetaria invariable) como una respuesta anticipada a las condiciones inflacionarias previstas en el mediano plazo, al tomar en cuenta una inflación subyacente con tendencia positiva y acercándose al límite superior de la meta de inflación; por lo que, las presiones inflacionarias que la tasa parámetro incorpora provienen de una brecha de inflación que se mantiene positiva, compensado parcialmente por la brecha del producto y la brecha cambiaria que continúan siendo negativas, aunque muy cercanas de cero (gráfica 37).

c) Expectativas de Inflación

A medida que el ritmo inflacionario continuó observando un comportamiento descendente durante el tercer trimestre, las expectativas de inflación recopiladas en la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre indican un ajuste a la baja con respecto a las recabadas en junio. Los resultados a septiembre sitúan la expectativa de inflación a diciembre de 2012 en 4.55% (5.38% en junio), dentro del margen de tolerancia de la meta; mientras que para diciembre de 2013 es de 5.08% (5.34% en junio), por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de dicho año (gráfica 38). Entre los factores que explican dichas expectativas se encuentran, la evolución de los precios internacionales del petróleo, de los combustibles y de las materias primas.

3. Variables informativas de la política monetaria

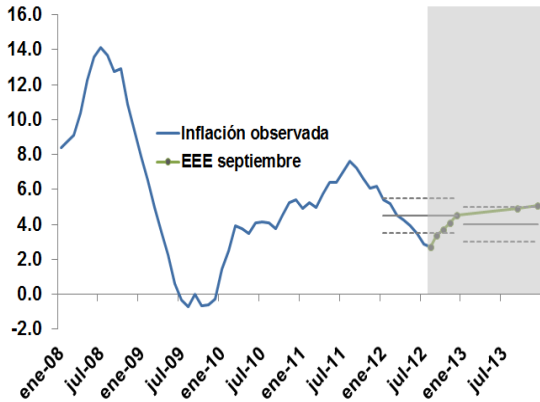
a) Agregados monetarios y de crédito

En la segunda parte de 2012 los principales agregados monetarios han evidenciado un mayor dinamismo respecto del observado en el primer semestre. Reviste especial interés el análisis de la emisión monetaria, pasivo monetario por excelencia del Banco Central y componente fundamental del dinero primario, el cual es el origen de la expansión y contracción

¹⁵ 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 38

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)

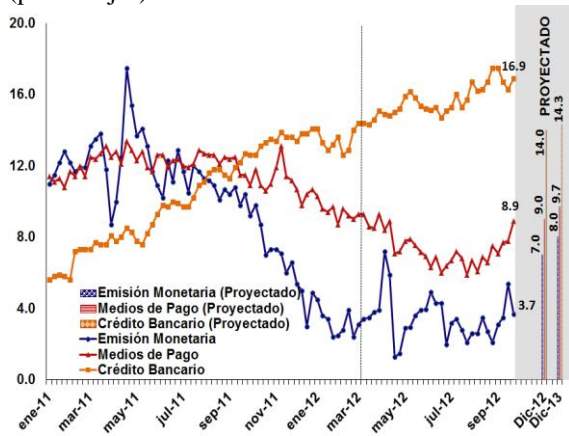


(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE), septiembre de 2012. Fuente: Banco de Guatemala.

monetaria. No obstante que durante septiembre inició una tendencia positiva en su ritmo de crecimiento, la misma se encuentra en niveles inferiores a los previstos. Dicho comportamiento se explica, en primer lugar, por factores de demanda tales como la disminución del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, el cual ha registrado durante los últimos diez años una marcada tendencia a la baja (ver gráfica 40), asociado, en buena medida, a innovaciones financieras adoptadas por el sistema financiero local, entre las que destacan la utilización, cada vez más generalizada, de los cajeros automáticos y de las tarjetas de crédito. En efecto a principios de 2001, la proporción de billetes en cajeros automáticos respecto de la caja de bancos pasó de 10% a 38% en 2012 (ver gráfica 41). Mientras que la caja de los bancos pasó de representar un 10.6% de la emisión monetaria en enero de 2001 a 17.9% en 2012. Por su parte, las tarjetas de crédito también han cobrado mayor participación como medio de pago¹⁶, pues desde enero de 2001 hasta el último trimestre de 2006 el crédito concedido por éste medio en moneda nacional representaba, en promedio, menos del 1.0% del medio circulante, a septiembre de 2012 dicho porcentaje alcanzó 9.6%, ver gráfica 42.

Gráfica 39

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



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

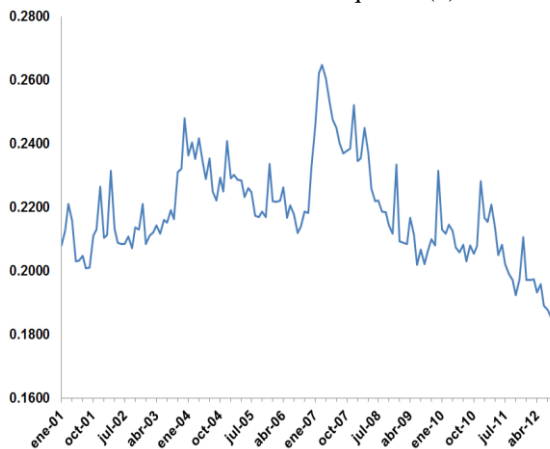
La evidencia confirma un comportamiento de la emisión monetaria consistente con el de sus principales variables explicativas (producto interno bruto y tasa de inflación). Por el lado de la oferta, el gasto público se ha acelerado y se ubica cercano a los valores programados; sin embargo, el efecto monetizante de dicho gasto ha sido contrarrestado por el mayor apetito por parte de los bancos del sistema por depósitos a plazo en el Banco Central, particularmente a un día plazo. La emisión monetaria tiende a aumentar en el último trimestre de cada año, debido, a factores estacionales asociados a las fiestas de fin de año.

Los medios de pago registran una recuperación en su ritmo de crecimiento, resultado de un mayor dinamismo de las captaciones tanto en moneda nacional como en extranjera. Por su

¹⁶ Estrictamente las tarjetas de crédito no forman parte del dinero o medios de pago, que en esencia son los pasivos monetarios de los bancos. Sin embargo, las tarjetas de crédito son un sustituto de los medios de pago tradicionales para la realización de transacciones y la evidencia empírica parece confirmar la correlación negativa de las mismas con el coeficiente de preferencia de liquidez.

Gráfica 40

Coefficiente de Preferencia de Liquidez (1)

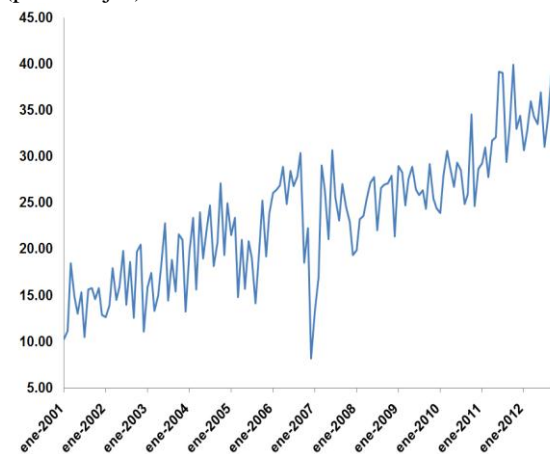


(1) Corresponde a la razón del numerario en circulación y los depósitos totales y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 41

Efectivo en Cajeros Automáticos (1)
(porcentajes)



(1) Proporción del efectivo en cajeros automáticos respecto del total de la caja de los bancos del sistema.

Fuente: Banco de Guatemala

parte, las captaciones en moneda nacional son más estables y durante el tercer trimestre registraron una moderada tendencia al alza. Cabe indicar que el multiplicador de los medios de pago ha aumentado en los últimos dos años, razón por la cual el efecto de una menor creación primaria de dinero sobre la oferta monetaria total, se ha moderado parcialmente. Lo anterior ha permitido que la velocidad de circulación del dinero¹⁷ se haya mantenido relativamente estable en la última década, en torno a 3 y el promedio de la variación interanual de la misma en los últimos diez años sea cercano a cero.

Las estimaciones econométricas de los medios de pago, prevén que al finalizar 2012 alcancen un crecimiento interanual de alrededor de 9.0% +/- 1 punto porcentual y de 9.5% +/- 1 punto porcentual para diciembre de 2013.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado mantiene un ritmo de crecimiento dinámico al situarse en 16.9% a finales del tercer trimestre, estimándose que cierre el año en alrededor de 15% de crecimiento +/- 1 punto porcentual y para 2013, continuaría con su dinamismo al crecer 15.2% +/- 1 punto porcentual.

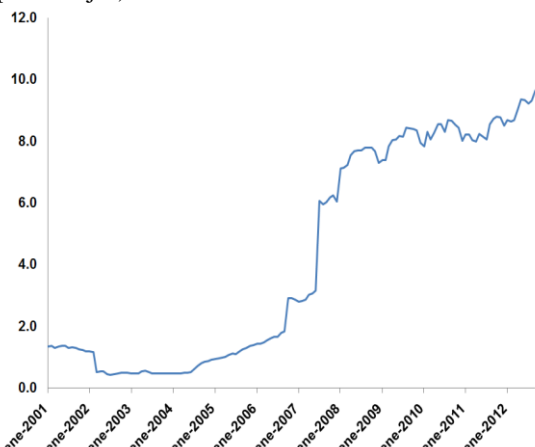
Al analizar el crédito bancario al sector privado por monedas, se observa que la recuperación luego de la crisis financiera internacional fue impulsada, principalmente, por el crédito en moneda extranjera, el cual a su vez fue financiado con flujos de capital privado proveniente de líneas de crédito otorgadas por bancos del exterior a los bancos locales y captaciones en moneda extranjera. A septiembre, registró un crecimiento en torno a 23.0%; alrededor del 40.0% de dicho crédito fue destinado a la industria manufacturera y 23.0% al comercio. Por su parte, el crédito en moneda nacional ha mantenido una tendencia positiva en su crecimiento interanual, impulsado particularmente por el destinado al consumo.

Al analizar la cartera crediticia por tipo de deudor, se aprecia que en lo que va del año, únicamente el microcrédito registró una disminución; sin embargo, sigue siendo el

¹⁷ Corresponde a la razón del Producto Interno Bruto Nominal entre los medios de pago totales y representa la cantidad de veces que rota el dinero en un periodo de un año.

Gráfica 42

Utilización de Tarjetas de Crédito (1)
(porcentajes)



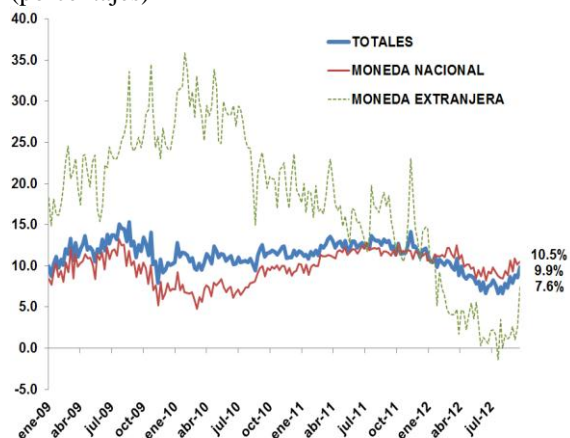
(1) Proporción de los préstamos concedidos por medio de tarjeta de crédito respecto del medio circulante.

Fuente: Banco de Guatemala

componente de la cartera con las mayores tasas de variación interanual. Por su parte, el crédito empresarial mayor (componente con el mayor peso relativo en la cartera crediticia) y empresarial menor ha mantenido una tendencia positiva de crecimiento al igual que el hipotecario y el destinado al consumo.

Gráfica 43

Captaciones Bancarias (1)
(porcentajes)

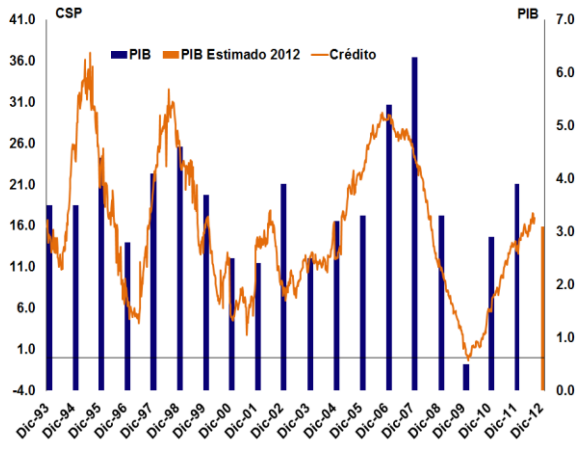


(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 44

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

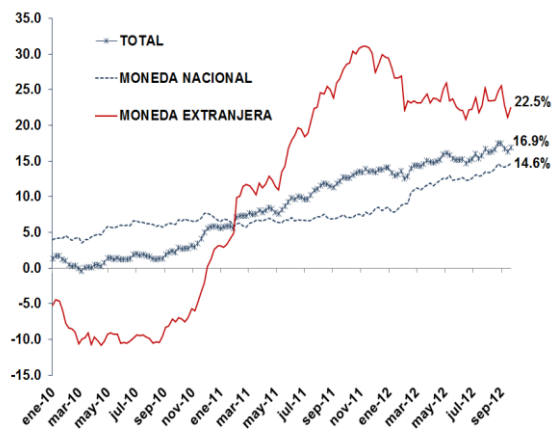


(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 45

Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)

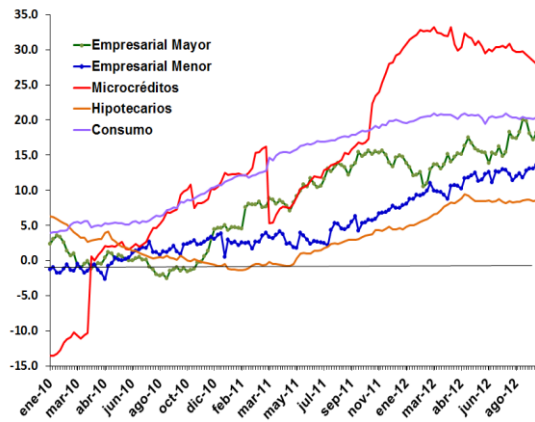


(1) Variación interanual.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 46

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



(1) Variación interanual.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

RECUADRO 10 ESTIMACIÓN DE LA DEMANDA DE DINERO EN GUATEMALA

Dentro del Esquema de Metas Explícitas de Inflación vigente en Guatemala y en materia de conducción de política monetaria resulta de especial interés el análisis de la demanda de dinero, así como de su relación con otras variables macroeconómicas, como el nivel de producción, la inflación, la tasa de interés y las expectativas de inflación, de manera que las convenciones respecto de estas relaciones macroeconómicas definen el marco de política monetaria a utilizar e incluso, en un ámbito más amplio de política económica, la forma e intensidad en que se combinará la política monetaria con la política fiscal, a fin de estabilizar la economía y/o afectar los niveles de producción y empleo.

De acuerdo con lo anterior, para seleccionar un modelo de demanda de dinero para Guatemala es necesario analizar las principales características que definen la economía y en particular su sistema financiero. Para tal efecto, se puede mencionar que Guatemala es una economía pequeña y abierta, con tipo de cambio nominal y tasas de interés flexibles y determinados por el mercado. El sistema financiero está fuertemente influenciado por los bancos comerciales, en donde el grado de dolarización de los depósitos se mantiene estable en alrededor del 20%, proceso que dio inicio en 2001 con la vigencia de la Ley de Libre Negociación de Divisas. La conducción de la política monetaria desde 2005 se realiza bajo un esquema de metas explícitas de inflación, que sustituyó al esquema de metas de agregados monetarios. Por otra parte, el mercado de capitales es poco desarrollado, con limitada disponibilidad de opciones de inversión e instrumentos derivados.

En ese contexto, se elaboró un modelo de demanda de dinero para Guatemala desde una perspectiva de optimización dinámica y con fundamentos microeconómicos en equilibrio general; dentro de dicho enfoque los consumidores obtienen utilidad tanto del consumo de bienes como de mantener saldos monetarios reales, al incorporar directamente el dinero en la función de utilidad (fundamentándose en los beneficios que dicha incorporación provee a los consumidores, los cuales son típicamente indirectos, como la reducción de costos de transacción y del tiempo requerido para adquirir bienes, permitiendo aumentar el ocio) se asegura que en equilibrio exista demanda positiva por saldos reales monetarios.

El modelo supone la existencia de un agente representativo que maximiza intertemporalmente su función de utilidad total:

$$\text{Max } W_{c_t, m_t} \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U_t(c_t, m_t) \quad \text{con condiciones de primer orden:} \quad \frac{U_m(c_t, m_t)}{U_c(c_t, m_t)} = \frac{i_t}{1 + i_t}$$

Indicando que, en el óptimo, la razón de las utilidades marginales es igual al precio o costo de oportunidad del dinero en términos de consumo. Esta relación usualmente se presenta como una función logarítmica y separable, mostrando el vínculo entre la variable de escala y el costo de oportunidad.

$$\log m_t^d = \gamma_0 + \gamma_1 \log Y_t - \gamma_2 \log \left(\frac{i_t}{1+i_t} \right) \quad (\text{A})$$

Mediante esta función se obtiene una demanda de dinero de forma individual, en la que los agentes demandan saldos monetarios reales, es decir, descontando el efecto de la inflación (M/P); asimismo, la función determina que la demanda de dinero depende positivamente del producto o la renta y negativamente de la tasa de interés, *ceteris paribus*.

Mediante un modelo de corrección de errores (MCE) para la estimación de los saldos monetarios reales (método propuesto por Engle y Granger en 1987), el cual consiste en la estimación de una regresión que captura la relación dinámica de corto plazo entre las variables consideradas en la regresión de cointegración, que representa la relación de largo plazo entre ella, y siguiendo el enfoque de cointegración se realizaron pruebas de raíz unitaria a las variables utilizadas determinándose que éstas son integradas de orden I(1), indicando que existe cointegración entre ellas. En ese sentido, se pudo obtener la ecuación de corto plazo del modelo, la cual quedó especificada de la siguiente forma:

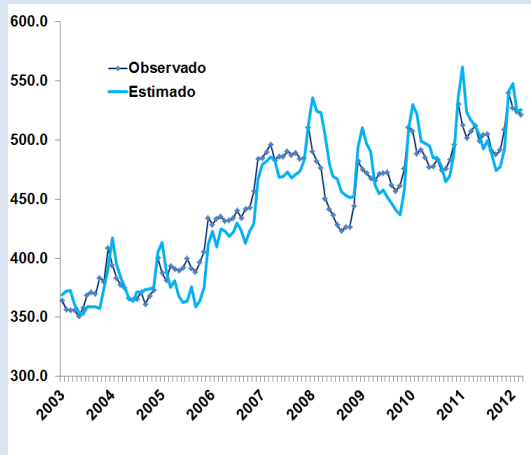
$$\Delta m_t^d = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta y_t + \gamma_2 \Delta r_t + \gamma_3 u_{t-1} + \varepsilon_t \quad (\text{B})$$

Mediante el análisis de los resultados obtenidos de la ecuación (B) se pudo corroborar el adecuado ajuste que presenta el modelo de demanda de saldos monetarios reales propuesto, obteniéndose un coeficiente de determinación de 0.48, indicando que las variables explicativas determinan aproximadamente el 48% de los cambios en Δm_t^d , siendo éste un nivel satisfactorio considerando que el modelo se define en diferencias. Asimismo, se obtuvieron resultados significativos para todas las variables, incluso para el término de corrección de error lo que sugiere que la ecuación está cointegrada. Los coeficientes de los parámetros cumplieron satisfactoriamente con el signo esperado por la teoría económica, ya que existe una relación positiva con el producto interno bruto y una relación inversa con la tasa de interés respecto de los saldos monetarios reales. Por otra parte, cabe indicar que se obtuvieron resultados satisfactorios al realizarse las pruebas de diagnóstico correspondientes.

Asimismo, como se aprecia en la gráfica 1, el modelo constituye una aproximación adecuada de la demanda de saldos monetarios reales, reproduciendo satisfactoriamente el comportamiento de M1 real. Por otra parte, en la gráfica 2, se establece la relación entre la tasa de interés pasiva y el logaritmo del dinero real, durante el periodo en estudio, resaltando la no linealidad entre las variables.

Gráfica 1

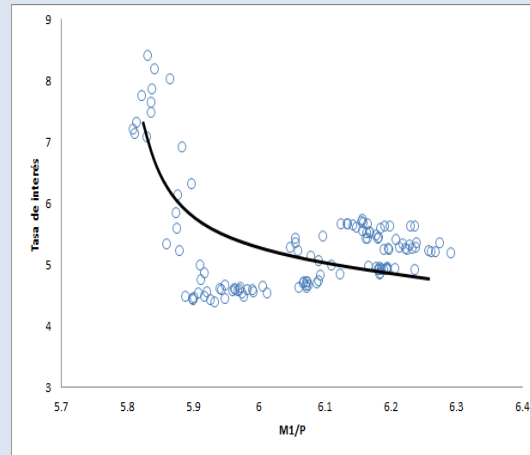
M1 Real, observado y estimado
Años 2003-2012 (1)



(1) En millones de quetzales
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 2

Tasa de interés y el logaritmo del M1 Real



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Entre los principales hallazgos del estudio cabe resaltar que, de acuerdo a la evidencia empírica obtenida y mediante el análisis de los resultados del modelo de corrección de errores, se evidenció la existencia de una relación de largo plazo entre los saldos monetarios reales, el PIB real y la tasa de interés pasiva, indicando que estos últimos son relevantes para determinar el comportamiento de la demanda de saldos monetarios reales y que su desviación del equilibrio de largo plazo esta dada por el mecanismo de corrección de errores, lo que puede indicar que el modelo presenta una adecuada capacidad predictiva del M1 real.

Por otra parte, se determinó que tanto la elasticidad del ingreso como de la tasa de interés, reflejan las magnitudes y las orientaciones esperadas teóricamente y son congruentes con las encontradas en trabajos de estimación de demanda de dinero para otros países, constituyéndose en un resultado robusto dado que la especificación es relativamente simple para la demanda de saldos monetarios reales. Asimismo, se encontró una relación de cointegración entre las variables, con lo cual es posible afirmar que las variaciones observadas en la demanda por saldos reales están explicadas por sus variables fundamentales (o independientes) y no se aprecian alteraciones significativas de la senda observada y proyectada que pudieran anticipar presiones inflacionarias o deflacionarias en el corto y mediano plazos por la vía monetaria.

Fuente: “La Demanda de Dinero en Guatemala”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Septiembre de 2012.

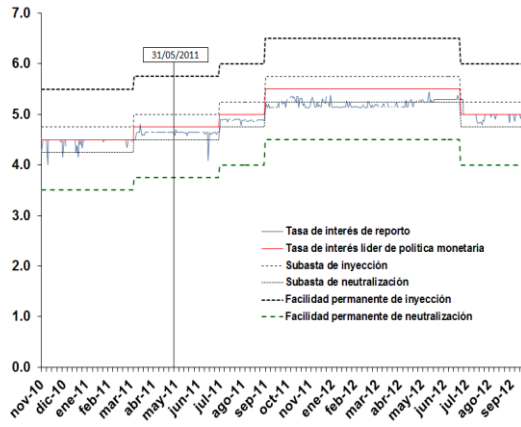
b) Tasas de interés

Para la mejor comprensión de los mecanismos de transmisión de la política monetaria es importante distinguir entre las tasas de interés de corto y de largo de plazos, dado que si bien la política monetaria afecta la tasa de interés de corto plazo, el impacto en la tasa de largo plazo para el caso de Guatemala aún es débil.

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 la 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 Guatemala la tasa de interés para las operaciones de reporto a un día plazo puede ser considerada un buen indicador del comportamiento de las tasas de corto plazo y la misma responde estrechamente a los movimientos de la tasa de interés líder de la política monetaria. Cuando en el mes de junio la Junta Monetaria tomó la decisión de reducir la tasa de interés líder de política monetaria en 50 puntos básicos, pasando de 5.50% a 5.00%, la tasa de operaciones de reporto a un día plazo, se ajustó casi inmediatamente.

Gráfica 47

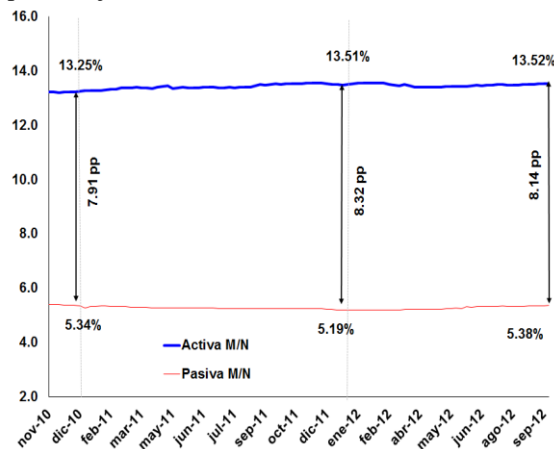
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder (porcentajes)



Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 48

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



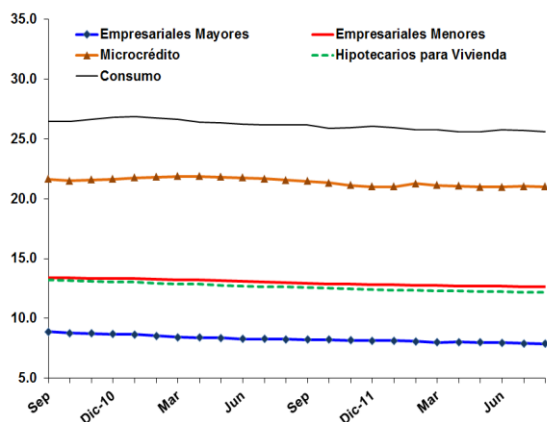
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Por otra parte, al observar el comportamiento de la tasa de interés activa en moneda nacional, la cual puede ser considerada como la tasa representativa de largo plazo del sistema bancario, se pueden realizar algunas consideraciones. La primera, es que aunque durante 2011 la tasa de interés líder de política monetaria se incrementó en 100 puntos básicos la tasa activa aumentó solo 26 puntos básicos, lo cual es indicativo de que no necesariamente las actuaciones del Banco Central en el corto plazo, afectan inmediatamente las tasas de largo plazo ni necesariamente en la misma magnitud y, en algunos casos, cuando la credibilidad del banco central es alta, no actúan en el mismo sentido; es decir, modificaciones en la tasa de corto plazo modifican la pendiente de la curva de rendimiento haciéndola más plana de tal cuenta que las

Gráfica 49

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



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

tasas de largo plazo tiendan a ser menores. La segunda consideración, es que en 2012 luego de la reducción de 50 puntos básicos en la tasa de interés líder de política monetaria ocurrida en junio, la tasa de interés activa aumentó 6 puntos básicos, lo cual podría ser indicativo de que, los efectos actúan con rezago y se necesita más tiempo para que cambios en la tasa de corto plazo se transfieran plenamente a la de largo plazo, si las demás variables se mantienen constantes.

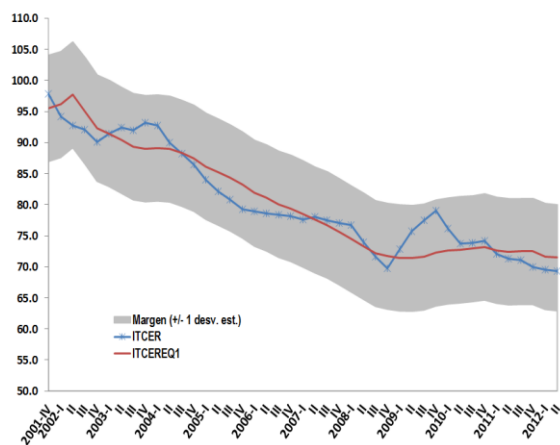
Al desagregar las tasas de interés activas por tipo de deudor se puede observar que en cada uno de los componentes la tasa de interés nominal registró disminuciones durante 2011, con lo cual es posible afirmar que, el incremento observado en la tasa de interés activa promedio ponderado obedece a un cambio de la composición en los montos otorgados según el tipo de deudor y no a incrementos reales en el costo del dinero; es decir, un incremento en la participación porcentual del crédito al consumo, que generalmente es otorgado a tasas de interés más altas, conduce a un incremento en el promedio ponderado de la tasa de interés, aun cuando las tasas en su conjunto, incluyendo la tasa de interés para el consumo, están disminuyendo.

c) Tipo de cambio real

Al segundo trimestre de 2012, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 3.87%, la cual se explica por el aumento en los diferenciales de inflación (1.38%) y en el componente cambiario (2.49%). La dinámica reciente del tipo de cambio real es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del TCRE 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 segundo trimestre de 2012 y utilizando dos alternativas metodológicas¹⁸, el ITCER registró una sobreapreciación de entre 3.09% y 4.44%; no obstante, en ambos casos, los valores se encuentran dentro del margen de tolerancia establecido.

Gráfica 50

ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1
(índice)

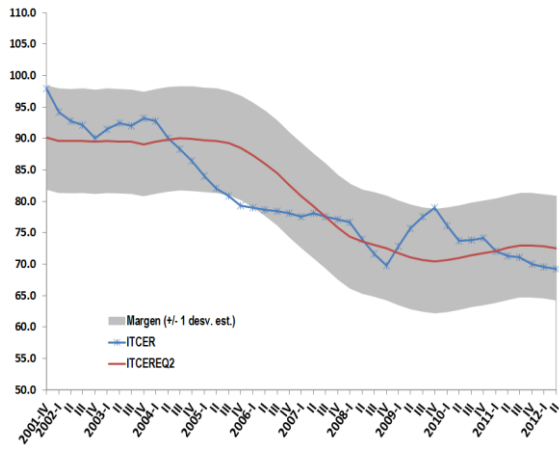


Fuente: Banco de Guatemala.

¹⁸ En el caso de Guatemala, el TCRE se estima mediante la metodología sugerida por Sebastián Edwards y por medio de un Modelo de Vector de Corrección de Errores.

Gráfica 51

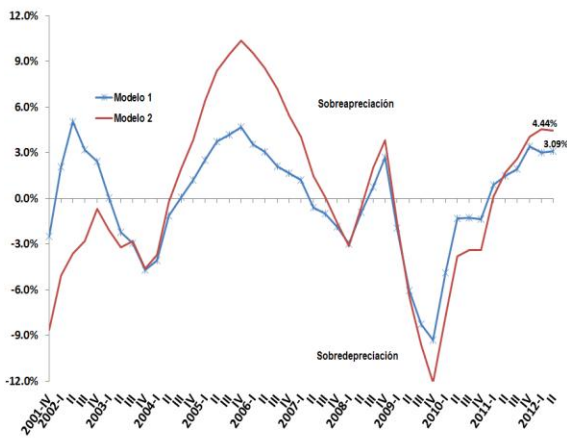
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2 (índice)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 52

Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXOS

ANEXO 1

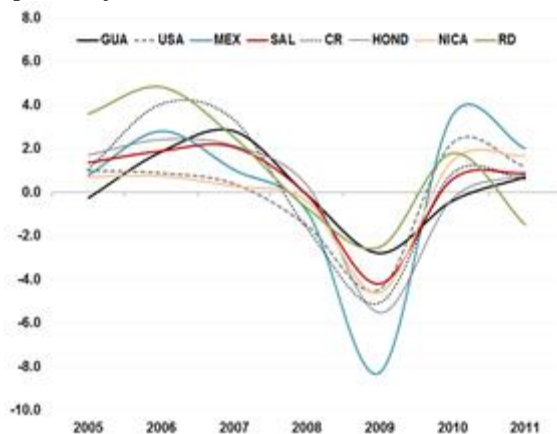
SINCRONIZACIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE GUATEMALA CON EL DE SUS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES¹⁹

Gráfica A1.1

Ciclo Económico de Guatemala y de sus Principales Socios Comerciales

Años: 2005-2011

(porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala y del Fondo Monetario Internacional.

En los últimos años, particularmente después de la reciente crisis económica y financiera mundial, ha resurgido el interés por explicar la existencia de co-movimientos entre las fluctuaciones cíclicas de distintos países. Al respecto, la teoría económica sugiere que la magnitud de estos vínculos depende del grado de integración económica existente entre esos países, por lo que se esperaría que los ciclos de un país estén altamente correlacionados con los de sus principales socios comerciales (Mejía Reyes et al, 2006).

Para el caso de Guatemala, es necesario identificar si existe o no un ciclo económico común con el de sus principales socios comerciales, de encontrarse, habría implicaciones en materia de política económica.

De acuerdo con Montoya y Haan (2007) una coordinación de políticas económicas parece no tener sentido si no existe sincronización entre los países que promueven dichas políticas. En segundo lugar, en el caso de una sincronización del ciclo, los acuerdos comerciales tendrían un mayor impacto. Akin (2006) explica que las similitudes en el comportamiento de la actividad económica entre los países ayudan a que los tratados comerciales tengan un impacto positivo mayor. Para Frankel y Rose (1998) la coordinación de políticas entre regiones agudiza los efectos de la integración en el grado de sincronización de los ciclos. Por su parte, Kose, Rebucci y Schipke (2005), señalan que el fortalecimiento de los vínculos comerciales puede generar ciclos económicos más correlacionados si se acompaña de una mayor especialización intraindustrial, pero si el aumento en el comercio es producto de un crecimiento del comercio interindustrial, el grado de movimiento conjunto de los ciclos económicos puede disminuir.

¹⁹ Fuente: "Sincronización del Ciclo Económico de Guatemala con el de sus Principales Socios Comerciales". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Septiembre de 2012.

I. ESTIMACIÓN DE LA SINCRONIZACIÓN DE LOS CICLOS ECONÓMICOS

A. ANÁLISIS DE CORRELACIÓN

Para evaluar el grado de asociación entre los ciclos económicos se utilizaron coeficientes de correlación. Para cada país se estimó el coeficiente de correlación con los Estados Unidos de América y con el resto de socios comerciales intrarregionales. El análisis de los coeficientes de correlación toma sentido dada la alta importancia que tiene para los países las exportaciones con destino a los Estados Unidos de América.

Así, la aplicación de esta metodología permite obtener una medida de las fluctuaciones cíclicas de las variables analizadas, que tienen además la peculiaridad de ser estacionarias. Esta práctica permite estudiar dos aspectos: primero, analizar la dirección de los co-movimientos, es decir, cuando los valores contemporáneos de la variable cambian en la misma dirección que los del ciclo ($\rho(j) > 0$), se dice que esa variable es pro-cíclica; cuando cambian en dirección contraria ($\rho(j) < 0$), es contra-cíclica, y cuando el coeficiente de correlación es cercano a cero, se dice que es no está correlacionada.

Según Dolado et al (1993) se puede usar la siguiente regla empírica para clasificar los co-movimientos de una variable con respecto a otra de la siguiente forma:

- Si $0.5 \leq |\rho(j)| < 1$, la variable está fuertemente relacionada.
- Si $0.2 \leq |\rho(j)| < 0.5$, la variable está débilmente relacionada.
- Si $0 \leq |\rho(j)| < 0.2$, la variable presenta un comportamiento acíclico.

Si se considera el periodo de entrada en vigencia del tratado de libre comercio DR-CAFTA, los coeficientes de correlación entre los países es considerablemente alto (Cuadro 1). En este caso, Guatemala registra una fuerte sincronización con el ciclo de los Estados Unidos de América. Cabe indicar que los Estados Unidos de América y la República Dominicana muestran el coeficiente de correlación relativamente más bajo con el ciclo económico de Guatemala. Asimismo, la correlación entre Guatemala y el resto de países de la región, también es alta, aunque es menor que la

correlación con los Estados Unidos de América. Los coeficientes más altos en este caso son los de Costa Rica, El Salvador y Honduras.

Cuadro 1
Coeficiente de Correlación de Pearson entre el Ciclo Económico de Guatemala y el de sus Principales Socios Comerciales

	Guatemala	Estados Unidos de América	México	El Salvador	Costa Rica	Honduras	Nicaragua	República Dominicana
Guatemala	1.00	0.62	0.72	0.88	0.91	0.88	0.67	0.62
Estados Unidos de América	0.62	1.00	0.97	0.87	0.81	0.79	0.96	0.63
México	0.72	0.97	1.00	0.91	0.86	0.86	0.98	0.65
El Salvador	0.88	0.87	0.91	1.00	0.95	0.98	0.90	0.76
Costa Rica	0.91	0.81	0.86	0.95	1.00	0.91	0.79	0.84
Honduras	0.88	0.79	0.86	0.98	0.91	1.00	0.86	0.74
Nicaragua	0.67	0.96	0.98	0.90	0.79	0.86	1.00	0.54
República Dominicana	0.62	0.63	0.65	0.76	0.84	0.74	0.54	1.00

Nota: Periodo 2005-2011

B. ANÁLISIS DE CORRELACIONES CRUZADAS Y MÓVILES

Considerando que los Estados Unidos de América y El Salvador son los principales socios comerciales de Guatemala, se contrastan los componentes cíclicos trimestrales del PIB de estos países (se excluye el resto de países), para observar que países presentan sincronización en sus economías, sin estar necesariamente enmarcados en un ciclo de la región. Para ello se utilizó la metodología propuesta por Dolado et al (1993), que consiste en comparar los correlogramas cruzados de cada serie con 6 adelantos, para evaluar si el crecimiento económico en los Estados Unidos de América se adelanta al de Guatemala.

De los correlogramas cruzados se obtienen los trimestres en los que se observa adelanto de la variable exógena. En el caso de los Estados Unidos de América, utilizando el periodo 2001-2011, las señales son recibidas en Guatemala desde los primeros trimestres, indicando que la asociación entre los ciclos es contemporánea y que se mantiene por un trimestre más. Por su parte, en el caso de la región centroamericana y República Dominicana (CARD), la asociación entre los ciclos es únicamente

contemporánea.

Cuadro 2

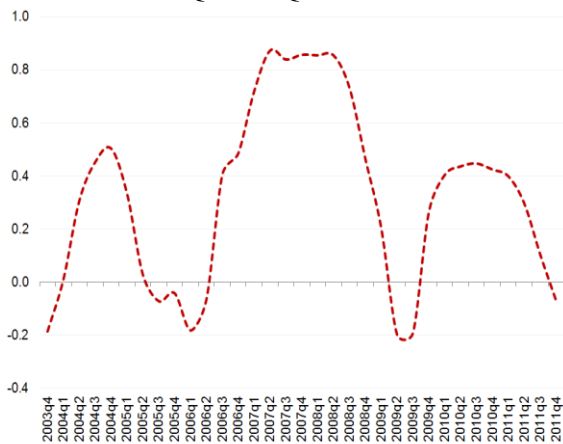
Trimestres en los que el Ciclo Económico de los Estados Unidos de América y de los Socios CARD se Adelantan al Ciclo Económico de Guatemala

	Estados Unidos de América	Socios CARD
Guatemala	Primer adelanto	No hay adelantos

Nota: Periodo 2001-2011

Gráfica A1.2

Coefficiente de Correlación Móvil con una ventana de 3 años
Trimestres: 2003Q4-2011Q4



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

La gráfica A1.2 muestra la evolución del coeficiente de correlación para periodos de tres años, parcialmente sobrepuestos, entre Guatemala y los Estados Unidos de América. Para estos países, el coeficiente de correlación es positivo y muestra un comportamiento estable y consistente con el ciclo de los países, excepto durante 2005 y durante la crisis económica y financiera mundial. Ciertamente, el coeficiente permanece significativamente más alto y positivo a partir de la entrada en vigor del DR-CAFTA, aunque quizás la crisis de 2008-2009 haya ocasionado una reducción temporal del coeficiente de correlación.

El análisis de correlaciones permite obtener conclusiones sobre los movimientos conjuntos de los ciclos económicos de Guatemala con su principal socio comercial (Estados Unidos de América), así como con los demás países de la región; sin embargo, conviene utilizar otras metodologías para complementar el análisis (i.e. análisis de regresión y vectores autorregresivos).

C. ANÁLISIS DE REGRESIONES

Este método estima los coeficientes de las regresiones entre el ciclo económico de Guatemala contra sus propias observaciones rezagadas y contra observaciones contemporáneas y rezagadas de la misma variable en los Estados Unidos de América.

Los resultados de las regresiones proporcionan información importante. En primer lugar, el coeficiente de la variable *ciclo_usa* muestra una aproximación de la elasticidad del ciclo económico de Guatemala con respecto al ciclo económico de los Estados Unidos

de América. Este coeficiente, dependiendo de la especificación, se encuentra en un rango entre 0.3-0.5 aproximadamente, lo que indicaría que el ciclo económico de Guatemala es moderadamente elástico con respecto al de su principal socio comercial. En segundo lugar, si bien es cierto que el objetivo de la regresión no es explicar la brecha del producto de Guatemala, el R^2 proporciona una aproximación de la correlación entre las variables que se están examinando. En este caso, el coeficiente de correlación es consistente con el obtenido por medio de las correlaciones en los ejercicios anteriores, ubicándose en un rango entre 0.2 y 0.3. Finalmente, el coeficiente de la variable dicotómica es estadísticamente no significativo, lo que podría indicar que ambos ciclos económicos han estado correlacionados en la misma medida durante toda la muestra y que la firma del tratado DR-CAFTA no hizo aumentar esta relación significativamente.

Cuadro 3
Regresiones entre el Ciclo Económico de Guatemala y el de los Estados Unidos América

	(1)	(2)	(3)	(4)
constante	0.0001 (0.2610)	-0.3532 (0.3854)	-0.0010 (0.2441)	-0.2973 (0.3678)
ciclo_usa	0.4933*** (0.1626)	0.5106*** (0.1622)	0.3012* (0.1637)	0.3197** (0.1643)
ciclo_gua(-1)	---	---	0.4237*** (0.1403)	0.4097*** (0.1406)
dummy	---	0.6475 (0.5227)	---	0.5313 (0.4940)
R^2	0.1797	0.2093	0.3314	0.3506
Muestra	2001Q1-2011Q4	2001Q1-2011Q4	2001Q1-2011Q4	2001Q1-2011Q4

Errores estándar entre paréntesis.

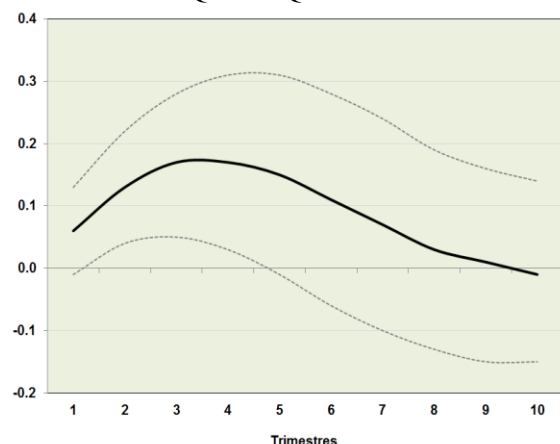
***Estadísticamente significativo al 1%.

**Estadísticamente significativo al 5%.

*Estadísticamente significativo al 10%.

Gráfica A1.3

Respuesta de la Brecha del Producto de Guatemala ante un Choque de una Desviación Estándar en la Brecha del Producto de Estados Unidos de América Trimestres: 2001Q1-2011Q4



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

D. MODELO VAR

Con el objetivo de obtener una aproximación de los factores internos o externos que son más importantes en la determinación del crecimiento económico de Guatemala, se utiliza un modelo de vectores autorregresivos (VAR) para obtener de ellos la descomposición de la varianza y, posteriormente, analizar las funciones impulso-respuesta.

Para ello se obtuvo de los VAR, la descomposición de la varianza al final del primero, segundo y tercer año después de cada innovación. El vector incluyó las siguientes variables: el ciclo económico de los Estados Unidos de América; el crecimiento del crédito bancario al sector privado de Guatemala; la brecha del producto de Guatemala y la inflación de Guatemala.

Cuadro 4

Descomposición de la Variabilidad del Crecimiento Económico de Guatemala

Trimestres	Variables				Total
	CICLO_USA	CRED	BRECHA_GUA	INFLA	
4	22.2	9.6	55.8	12.4	100.0
Guatemala 8	19.1	19.8	44.4	16.7	100.0
12	18.2	20.7	42.6	18.4	100.0

La descomposición de la varianza del crecimiento económico de Guatemala proporciona los porcentajes de la varianza que se atribuyen a las variables incluidas en el vector. Así, por ejemplo, la variabilidad del crecimiento económico de Guatemala al final del primer año se explica de la siguiente forma: 22.2% atribuida al crecimiento económico de los Estados Unidos de América; 9.6% al crecimiento del crédito bancario al sector privado; 12.4% a la inflación; y 55.8% atribuida a la propia inercia del crecimiento económico.

Si bien la actividad productiva de Guatemala guarda una correlación positiva con el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, ésta se ha perdido levemente al final del periodo de la muestra, lo que podría explicar que su contribución sea de 18.2%. Los resultados fueron, en términos generales, insensibles a permutas en el vector.

Finalmente, tomando como referencia el VAR definido anteriormente, se pueden derivar las funciones de respuesta del crecimiento económico de Guatemala ante innovaciones en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América. Las funciones de respuesta son modificaciones en la tendencia de mediano plazo del crecimiento económico de Guatemala ante choques equivalentes a una desviación estándar de la variable impulso; es decir, el crecimiento en los Estados Unidos de América.

Las funciones de respuesta ante impulsos equivalentes a un punto porcentual en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, se considerará como otra aproximación a la elasticidad del crecimiento económico de Guatemala. Cabe indicar que dicha elasticidad sería diferente con el paso del tiempo, por lo que la elasticidad máxima se observa en el tercer trimestre y equivale a aproximadamente 0.15, levemente más baja que la obtenida por medio de los ejercicios realizados con regresiones.

II. CONCLUSIONES

Los resultados indican que existe un grado de sincronización positivo, aunque moderado, del ciclo económico de Guatemala con el de sus principales socios comerciales. Utilizando correlaciones simples, el grado de asociación entre el ciclo económico de Guatemala y el de los Estados Unidos de América se ubicaría entre 0.1 y 0.3, cuando se evalúa en términos anuales. Sin embargo, este coeficiente aumentaría significativamente cuando se utiliza un período más reciente 2005-2011 (0.62). Asimismo, destaca la alta correlación existente entre los ciclos económicos de Guatemala, El Salvador y Costa Rica.

El ejercicio de correlogramas cruzados indica que la actividad económica de los Estados Unidos de América antecede en un trimestre a la de Guatemala, en tanto que la relación entre la actividad económica de la región centroamericana y la República Dominicana, con la de Guatemala es contemporánea. El ejercicio de correlación móvil con ventana de tres años, proporciona resultados estables para la mayoría del período, con la excepción de 2005 y el de la crisis económica y financiera global de

2008-2009.

Los resultados del modelo VAR, permiten concluir que el crecimiento de los Estados Unidos de América contribuye en la determinación de la variabilidad del crecimiento de Guatemala entre 18.2% y 22.2%. Por lo anterior, habría de esperar que ante una desaceleración de la actividad productiva en los Estados Unidos de América se termine afectando, con rezagos, la evolución de las exportaciones, y en definitiva, el crecimiento económico de Guatemala.

Finalmente, cabe indicar que la relativa menor sincronización del ciclo económico de Guatemala con los Estados Unidos de América puede estar relacionado con la mayor diversificación del comercio exterior de Guatemala en la última década.

ANEXO 2

EL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO EN GUATEMALA: ENFOQUES COMPLEMENTARIOS²⁰

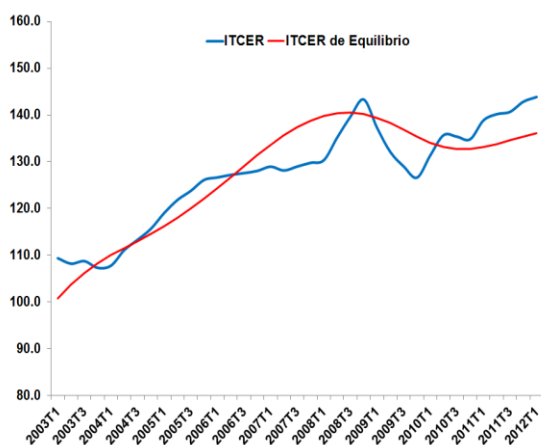
El tipo de cambio real (TCR) es un indicador que permite medir la relación entre el valor de una determinada canasta de bienes y servicios valuada a los precios de un país y el valor de la misma canasta valuada a los precios de otros países, expresando todos los precios en una misma unidad de cuenta. Dado que el tipo de cambio real constituye un precio relativo, sus cambios tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva del país. Sin embargo, este concepto de competitividad en sí mismo es bastante complejo y toma en cuenta muchos factores, como son los costos de producción, las rigideces en los mercados, los costos de transporte, etc. (Alonso, Hernández, Pulido y Villa, 2008). Por su parte, el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) se define como el tipo de cambio real que, para ciertos valores de sus determinantes fundamentales, permite alcanzar simultáneamente tanto el equilibrio interno como el externo. Adicionalmente, es importante señalar que el tipo de cambio real de equilibrio es una variable no observable y de difícil cuantificación y su estimación representa un reto teórico y metodológico importante, que no está exento de crítica. A pesar de esto, es valioso tener una aproximación de cuál es el valor del tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, para evitar las consecuencias de un tipo de cambio real sustancial y prolongadamente desalineado, que pueden ser: un crecimiento económico insostenible o muy alejado del potencial, desequilibrios importantes en la cuenta corriente de la balanza de pagos o eventuales crisis cambiarias.

Existen diversas metodologías que permiten el cálculo del TCRE. Dado que diferentes metodologías pueden generar resultados disímiles, resulta difícil escoger una en particular. Sin embargo, como es la práctica usual en otros bancos centrales, es recomendable que los encargados de la política informen su juicio a partir de la aplicación de una gama amplia de metodologías alternativas.

²⁰ Fuente: “El Tipo de Cambio Real de Equilibrio en Guatemala: Enfoques Complementarios”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Septiembre de 2012.

Gráfica A2.1

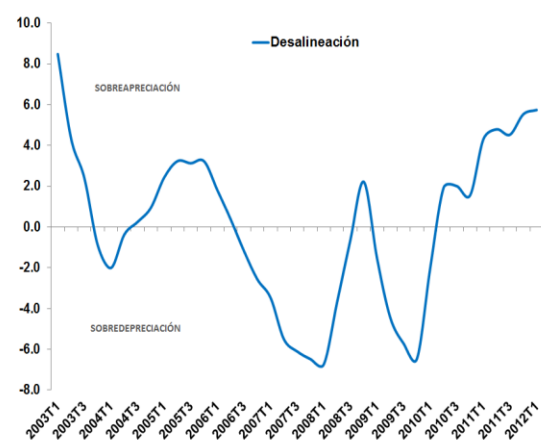
Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real y de Equilibrio
2003T1-2012T1



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.2

Desalineación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio
2003T1-2012T1



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

I. ESTIMACIÓN DE LOS MODELOS DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO PARA GUATEMALA

A. MODELO DE FORMA REDUCIDA (ENGLER-GRANGER)

Los modelos de forma reducida se basan en estimaciones de series de tiempo y buscan capturar cómo distintas variables determinan la dinámica del TCR. En este sentido, estos modelos no solo buscan entender el tipo de cambio real en el mediano y largo plazo, sino que también podrían explicar su dinámica de corto plazo. Estos modelos corresponden a lo que Clark y MacDonald (1999) denominan *Behavioral Exchange Rate* (BEER).

De acuerdo con Faruqee (1995), una forma conveniente de analizar teorías que difieren de la PPC es dividir los determinantes del TCR en dos categorías: aquellos que actúan a través de la cuenta corriente (flujo comercial) y aquellos que actúan a través de la cuenta de capitales (la posición neta de activos del país). Esta división permite aislar determinantes del TCR que afectan la posición de flujos de la posición de *stocks*. Dentro de la posición de flujo comercial de un país, una vez que se supone la existencia de bienes no transables, se distinguen al menos tres focos de desviaciones del TCR respecto del nivel que predice la PPC. Estos son: el efecto Balassa-Samuelson, el tamaño relativo del gasto de gobierno y, eventualmente, los términos de intercambio. Por su parte, la posición de *stock* de activos internacionales resume los factores que determinan la propensión del país a ser deudor o acreedor neto en el contexto internacional. De esta forma, es posible expresar una relación entre el TCR y sus determinantes fundamentales. Al respecto, Edwards (1989) sugiere utilizar una técnica, à la Engle-Granger, que se desarrolla en un proceso de cuatro pasos y que ha sido utilizada por Valle (2006).

Las variables fundamentales que se eligieron para el caso de Guatemala son: apertura/PIB, gasto de gobierno/PIB, términos de intercambio, productividad relativa respecto a los Estados Unidos de América, pasivos externos netos/PIB y remesas/PIB. La elección de las variables fue basada en los modelos de tipo de cambio real de equilibrio para economías en desarrollo elaborados por Edwards

(1989 y 2012).

De acuerdo con este modelo, el primer trimestre de 2012 habría observado una leve sobreapreciación de 5.74 %.

B. MODELO DE BALANCE MACROECONÓMICO

Esta metodología alternativa de calcular el TCRE considera como punto de partida el cálculo de la cuenta corriente sostenible (CSS) o sostenibilidad externa, entendida como el nivel de cuenta corriente que hace que la razón de activos externos netos/PIB esté en su valor de largo plazo. Con posterioridad, se compara este valor con la cuenta corriente actual, pero valorada a los precios de mediano plazo tanto de exportaciones como de importaciones, la que se denomina cuenta corriente de tendencia (CCT). El TCRE es aquel que logra que la cuenta corriente sostenible y la de mediano plazo sean iguales. Esta metodología requiere de únicamente algunos supuestos acerca de la economía, como por ejemplo, el crecimiento esperado del PIB y la inflación, lo que la convierte en un punto natural de referencia para estimaciones de mediano plazo, además de ser un método de evaluación utilizado frecuentemente por el Fondo Monetario Internacional.

En el modelo de balance macroeconómico, denominado de cuenta corriente de equilibrio, se especifica una relación entre la cuenta corriente, la brecha del PIB, el TCR y los términos de intercambio y se obtiene el TCR que prevalece cuando simultáneamente: (i) la cuenta corriente está en un nivel coherente con una brecha de producto en cero y (ii) los términos de intercambio se ubican en niveles similares a los de tendencia. Los resultados de los modelos de sostenibilidad externa y de cuenta corriente de equilibrio aplicados a Guatemala para 2012, aparecen en el siguiente cuadro:

Cuadro 1
Modelos de Balance Macroeconómico

Desalineación respecto al Tipo de Cambio Real de Equilibrio*
(+ = sobreapreciado)

Cuenta Corriente de Equilibrio	3.7
Sostenibilidad Externa	9.3

*Estimado a diciembre de 2012.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

ANEXO 3

POLÍTICA MONETARIA BAJO TURBULENCIA FINANCIERA²¹

I. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: UN BREVE REPASO

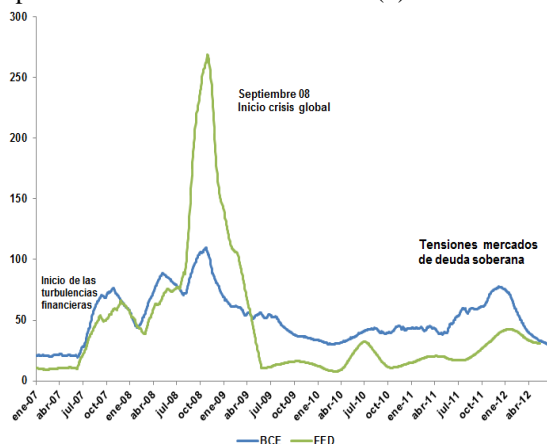
La crisis financiera mundial ha pasado por una serie de fases diferentes. Inicialmente, comenzó la crisis en el mercado hipotecario *subprime*²² en el verano de 2007 y llegó a ser muy intensa en septiembre de 2008 con la quiebra del banco de inversión estadounidense *Lehman Brothers*. Posteriormente, los problemas financieros se extendieron a la economía real, provocando una recesión en casi todos los países tanto desarrollados como emergentes. Las políticas monetaria y fiscal contrarrestaron sus efectos con la aplicación de medidas sin precedentes en la historia económica reciente. La política monetaria respondió con tipos de interés muy bajos y una amplia gama de medidas no convencionales. La política fiscal permitió aumentar los déficits públicos para ampliar y establecer planes de rescate para instituciones financieras en problemas. Debido al impacto positivo de estas medidas, la actividad económica se recuperó en 2010. Pero al mismo tiempo, los países que habían entrado en la crisis financiera, con grandes cargas de deuda pública y privada comenzaron a tener serios problemas de acceso a los mercados de deuda soberana. En 2011, las tensiones en los mercados de deuda soberana se intensificaron aún más debido a las crecientes preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda a largo plazo en diversas partes del mundo, particularmente, en la Zona del Euro, situación que sigue prevaleciendo y que constituye una seria amenaza para la débil recuperación económica global. Estos acontecimientos amenazan aún más la estabilidad financiera debido a que las instituciones financieras tienen una participación significativa de la deuda pública de los países con problemas (Stark, 2011).

²¹ Fuente: “Política Monetaria Bajo Turbulencia Financiera”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos del Banco de Guatemala. Septiembre de 2012.

²² Las hipotecas *subprime* son préstamos para la adquisición de viviendas donde se relajan o no se cumplen los criterios adoptados para las hipotecas *prime*, que sí cumplen todos los requisitos determinados para la concesión de un préstamo hipotecario.

Gráfica A3.1

Spread de los Mercados de Dinero (1)

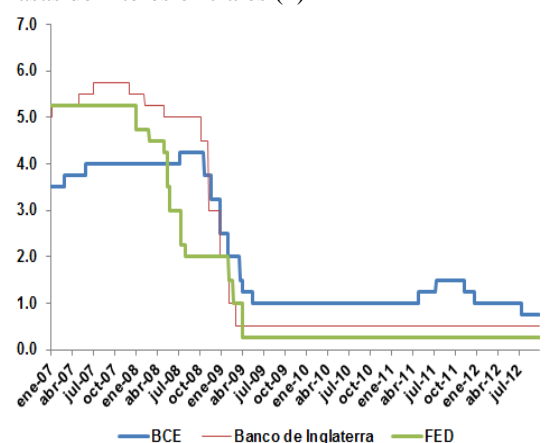


(1) Puntos básicos.

Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales.
Spread = Tasa Libor/Euribor de 3 meses - Tasa *overnight*.

Gráfica A3.2

Tasas de interés oficiales (1)



(1) Porcentaje.

Fuente: Bancos centrales.

II. RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA ANTE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

En las diferentes etapas de la crisis financiera internacional la política monetaria ha desempeñado un papel preponderante con el objetivo de estabilizar la situación de los mercados financieros y atenuar los efectos adversos sobre la economía real en un marco consistente con la estabilidad de precios.

La implementación de la política monetaria en la mayoría de los bancos centrales se desarrolla a partir de dos elementos fundamentales: la señalización de la orientación monetaria a partir de una tasa de interés y las operaciones de gestión ordinaria de la liquidez a partir del manejo del balance del banco central.

Las tensiones en los mercados financieros internacionales, que comenzaron en agosto de 2007, se fueron agudizando a lo largo de 2008 dificultando el funcionamiento de los mercados interbancarios y con ello los procesos de gestión de liquidez a escala mundial. Las entidades de crédito, a partir de ese momento, comenzaron a ser reticentes a participar en operaciones interbancarias y acumularon liquidez. Este hecho produjo un efecto negativo en el funcionamiento del mercado monetario, situación que generó desconfianza y el rompimiento del vínculo entre las tasas de interés oficiales y las del mercado monetario (Gráfica A3.1).

Es a partir de este momento cuando las tasas de interés interbancarias, que representan el primer eslabón del proceso de transmisión monetaria, se elevan por encima del nivel compatible con la tasa de interés de política monetaria. En ese sentido, si el mercado monetario no funciona bien, la transmisión de las variaciones de la tasa de referencia al sector real es más errática e impredecible y la capacidad de la política monetaria queda mermada para influir en las perspectivas de estabilidad de precios (Esteve y Prats, 2011).

A. POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL

Ante la crisis financiera mundial las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas, en una acción sin precedente, acordaron la rebaja conjunta de sus tasas de intereses

oficiales o de referencia, hasta alcanzar niveles muy bajos, incluso próximos a cero, como en el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (Gráfica A3.2).

Desde el punto de vista de la teoría económica, la situación en la que las tasas de interés nominales alcanzan valores próximos a cero, puede originar una situación de *trampa de liquidez*²³ (Krugman, 1998). En ese contexto, los instrumentos convencionales de política monetaria, basados en la señalización de un tipo de interés, no tienen capacidad para introducir nuevos estímulos a la economía. Por consiguiente, si la economía necesita más estímulos será necesario implementar otra clase de acciones o medidas no convencionales de política monetaria.

B. POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

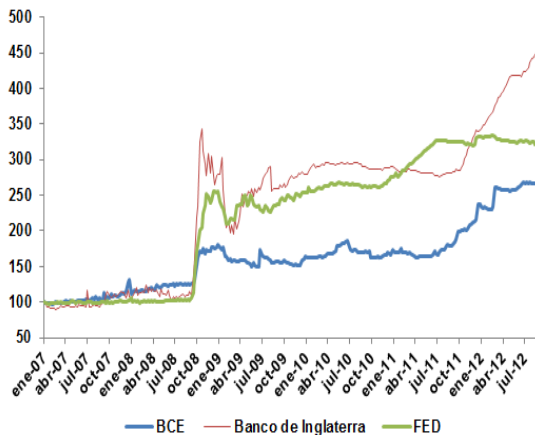
Una vez que los instrumentos más tradicionales de política monetaria alcanzaron sus límites al caer la tasa de interés a niveles cercanos a cero, los bancos centrales recurrieron a un vasto conjunto de medidas que hoy son conocidas como no convencionales (Guidotti, 2011). En general, las medidas no convencionales de política monetaria, se han implementado para impulsar la recuperación económica, en un ambiente de estabilidad de precios a partir de octubre de 2008. Estas medidas conllevan la expansión del balance del banco central a través de la adquisición de activos (Gráfica A3.3).

Para que la política monetaria sea eficaz es esencial que la orientación deseada se transmita correctamente a la economía real. Desde el comienzo de la crisis, uno de los mayores retos para los bancos centrales ha consistido en que los canales tradicionales que comunican las decisiones de política monetaria con la economía real dejaron de funcionar correctamente (González, 2012). Por consiguiente, el objetivo de las medidas no convencionales es apoyar y reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en un contexto de disfuncionalidad de los mercados financieros.

Las políticas monetarias no convencionales o políticas de

Gráfica A3.3

Activos del Balance de los Bancos Centrales (1)



(1) Índice. Enero 2007=100.

Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales.

²³ Condición en la cual la política monetaria pierde su efectividad porque las tasas de interés nominales son en esencia cero, donde la cantidad de dinero es irrelevante porque el dinero y los bonos son en esencia perfectos sustitutos.

expansión monetaria cuantitativa del balance del banco central, son una extensión natural de las operaciones convencionales de los bancos centrales, cuando las tasas de interés de política monetaria llegan a niveles muy bajos. A las políticas de expansión monetaria cuantitativa (EMC) también se las denomina políticas de relajación cuantitativa, por traducción del término *quantitative easing* (QE). (Esteve y Prats, 2011). Cada país ha implementado una política no convencional distinta condicionada por la estructura de su economía, concretamente por el modo en que familias y empresas obtienen financiación.

Anderson et al (2010) indican que la expansión del balance del banco central a gran escala es una herramienta viable de política monetaria si el público entiende que el incremento será apropiadamente revertido. Estos autores resumen en cuatro las condiciones que deben reunir las medidas actuales de EMC o QE para que se conviertan en herramientas viables de política monetaria: i) la expansión del balance del banco central debe realizarse durante un periodo corto de tiempo para que se configure como una herramienta monetaria estimulante; ii) las razones de esta política deben ser comunicadas, las expectativas de inflación no sufrirán cambios si familias y empresas comprenden las razones de su implementación; iii) el tipo de activos adquiridos para la EMC importa menos que la propia expansión del balance; y iv) cuando la crisis haya pasado, el balance debe ser revertido y el banco central se compromete a ello, por tanto, es necesario que se diseñe tanto la estrategia de entrada como la de salida.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Aggarwal, R., Demirgüç-Kunt, A., Martinez, S. (2006). Do Workers' Remittances Promote Financial Development?
2. Akim, Cigde (2006). "Multiple Determinants of Business Cycle Synchronization." Universidad George Washington.
3. Alejandro I. Canales Cerón (2008). "Remesas y desarrollo en América Latina una relación en busca de teoría", Migración y Desarrollo.
4. Alonso, Gloria, Juan Nicolás Hernández, José David Pulido y Martha Lucía Villa (2008). "Medidas Alternativas de Tasa de Cambio Real para Colombia." Borradores de Economía, Banco Central de la República de Colombia.
5. Anderson, Richard; Gascon, Charles, and Liu, Yang (2010). "Doubling your Monetary Base and Surviving: Some International Experience." Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Noviembre/Diciembre.
6. Anzoategui, D., Demirgüç-Kunt, A. y Martínez, M. (2011). "Remittances and Financial Inclusion". Policy Research Working Paper 5839, Banco Mundial.
7. Archila, Romeo (2012). "Tratados de libre comercio y su impacto en la actividad económica de Guatemala." Documento Interno de Trabajo.
8. Arena, Marco y Pedro Tuesta (1998). "Fundamentos y Desalineamientos: El Tipo de Cambio Real de Equilibrio en el Perú." Estudios Económicos No. 3. Banco Central de Reserva del Perú.
9. Arora, Vivek y Athanasios Vamvakidis. (2001). "The Impact of US Economic Growth on the Rest of the World: How much does it matter?" Documento de Trabajo 01/119, FMI agosto.
10. Arriaza, Juan Carlos (2008). "Términos de Intercambio y Tipo de Cambio Real: Un Modelo Dinámico Estocástico de Equilibrio General para la Economía Guatemalteca." Documento presentado en II Foro de Investigadores de Bancos Centrales de los Países Miembros del CMCA, Guatemala 7-8 de Agosto.
11. Baldizón Morales, R. A. (2009). "Impacto de las Remesas Familiares procedentes del exterior, principalmente de los Estados Unidos de América sobre la estabilidad macroeconómica en Guatemala, durante el período 2002-2007".
12. Banco de Guatemala (2009). "Tipo de Cambio Real de Equilibrio". Adenda al Informe de Política Monetaria a Junio de 2009.
13. Banco de Guatemala (2009). Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.
14. Banco de Guatemala (2012). "Sistema de pagos y remesas familiares", Formación económica, Banco de Guatemala.
15. Banco Interamericano de Desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (2012). "Cómo y con quién enviar dinero a Centroamérica y República Dominicana".
16. Banco Mundial (2006). "The Development Impact of Workers' Remittances in Latin America". Vol. II, Reporte No. 37026.
17. Banco Mundial. (2012). "Migration and Remittances Factbook 2011". Washington, D.C., Banco Mundial.
18. Barajas, A., Chami, R., Fullenkamp, C., Gapen, M. y Montiel, P. (2009). "Do Workers' Remittances Promote Economic Growth?" Working Paper 09/153, FMI.
19. Bastourre, Diego; Jorge Carrera y Javier Ibarlucia (2007). "En Busca de una Quimera: Enfoques Alternativos para el Tipo de Cambio Real de Equilibrio en Argentina". Revista Programa de Investigación Conjunta, Abril 2008 CEMLA: 244-312.
20. Bernanke, Ben (2012). "Monetary Policy since Onset of the Crisis." Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Jackson Hole, Wyoming. Agosto.
21. Calderón, C., A. Chong y E.H. Stein. (2007). "Trade intensity and business cycle synchronization: Are developing countries any different?" Journal of International Economics, vol. 71, N° 1, Amsterdam, Elsevier, marzo.
22. Calderón, César (2002). "Real Exchange Rates in the Long and Short Run: A Panel Co-Integration Approach." Documento de Trabajo No.153. Banco Central de Chile.
23. Calderón, César (2004). "Un Análisis del Comportamiento del Tipo de Cambio Real en Chile." Documento de Trabajo No.266. Banco Central de Chile.
24. Calderón, Gustavo y Douglas Galindo (2003). "Tipo de Cambio Real de Equilibrio en Guatemala." Documento de Trabajo. Banco de Guatemala.
25. Canova, F. y A. Dellas (1993). "Trade Interdependence and the International Business Cycle." The Journal of International Economics, 34, 1993, pp.23-47.

26. Caputo, Rodrigo e Igal Magendzo (2009). "Do Exchange Rate Regimes Matter for Inflation and Exchange Rate Dynamics? The Case of Central America." Documento de Trabajo No. 517. Banco Central de Chile.
27. Caputo, Rodrigo y Marco Nuñez (2008). "Tipo de Cambio Real de Equilibrio en Chile: Enfoques Alternativos." Revista Economía Chilena. (11):2. Banco Central de Chile. 59-77.
28. Caputo, Rodrigo; Marco Nuñez y Rodrigo Valdés (2007). "Análisis del Tipo de Cambio en la Práctica." Documento de Trabajo No. 434. Banco Central de Chile.
29. Carrera, Jorge y Romain Restout (2007). "Determinantes de Largo Plazo del Tipo de Cambio Real en América Latina." Documento de Trabajo. Banco Central de Argentina.
30. Castañeda, Juan Carlos y Juan Carlos Catalán (2007). "Emigrant Remittances and the Real Exchange Rate in Guatemala: An Adjustment-Costs Story." Documento presentado en II Foro de Investigadores de Bancos Centrales de los Países Miembros del CMCA en Guatemala 7-8 de Agosto.
31. Castillo, Ramón, "Remesas: un análisis de cointegración para el caso de México", Cuaderno de Trabajo, vol. 13, núm. 16, El Colegio de la Frontera Norte, 2001.
32. Catalán, Juan Carlos (2008). "Estimación del Producto Potencial y el Tipo de Cambio Real de Equilibrio para Guatemala", Revista Banca Central No. 55. Banco de Guatemala: 61-70.
33. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Fondo Multilateral de Inversiones, Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial (2010). "Programa de Aplicación de los Principios Generales para los Mercados de Remesas de América Latina y el Caribe".
34. Cervantes González, Jesús A. (2012) "El perfil de la población de origen guatemalteco en Estados Unidos", Programa de Aplicación de los principios Generales para los mercados de Remesas América Latina y el Caribe, Centro de Estudios Monetarios y Latinoamericanos.
35. Céspedes, Luis Felipe; Chang, Roberto y Saravia, Diego (2011). "Monetary Policy under Financial Turbulence." Serie Banca Central. Volumen 16. Banco Central de Chile.
36. Chami, R., Cosimano, T. y Gapen, M. (2006). "Beware of Emigrants Bearing Gifts: Optimal Fiscal and Monetary Policy in the Presence of Remittances". Working Paper 06/61, FMI.
37. Chami, R., Fullenkamp, C. y Jahjah, S. (2005). "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" Staff Papers, Vol. 52, No. 1, FMI.
38. Clark, P.B. y R. MacDonald (1999). "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs." MacDonald, R. y J. Stein Equilibrium Exchange Rates. Boston, MA: Kluwer Academic Publishers.
39. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2008). "América Latina y el Caribe: Migración Internacional, Derechos Humanos y Desarrollo".
40. Cuevas, Alfredo, Miguel Messmacher y Alejandro Werner (2003). "Sincronización Macroeconómica entre México y sus Socios Comerciales del TLCAN." Documento de Investigación 2003-01. Banco de México.
41. Dellas, H. (1986). A real model of the world business cycle. Journal of International Money and Finance. 5: 381-394.
42. Demirgüç-Kunt, A. López. E., Martínez, S. y Woodruff, C. (2009). "Remittances and Banking Sector Breadth and Depth". BM. Policy Research Working Paper 4983.
43. Demirgüç-Kunt, A., López, E., Martínez, S. y Woodruff, C. (2010) "Remittances and Banking Services: Evidence from Mexico". Journal of Development Economics.
44. Dolado, Juan, Miguel Sebastián y Javier Valles. (1993). "Cyclical Patterns of the Spanish Economy" Investigaciones Económicas Vol. XVII. No.3: 445-473.
45. Edwards, Sebastian (1989). "Real Exchange Rate in the Developing Countries: Concepts and Measurement". Working Paper 2950. National Bureau of Economic Research.
46. Edwards, Sebastian. (1991). "Real Exchange rates, devaluation and adjustment. Exchange rate policy in developing countries." Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
47. Edwards, Sebastian. (2000). "La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria". Informe. Banco de Guatemala.
48. Edwards, Sebastian. (2003). "Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio en Centroamérica". Consejo Monetario Centroamericano: San José, Costa Rica.
49. Edwards, Sebastian. (2004). "Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala". Informe. Banco de Guatemala.
50. Edwards, Sebastian. (2006). "Política Monetaria en Guatemala 2004-2006: Evaluación y Perspectivas Futuras". Banco de Guatemala.

51. Edwards, Sebastian. (2012). "Las políticas monetarias y cambiarias en Guatemala: Una evaluación". Documento interno. Banco de Guatemala.
52. Eichengreen, B. (1992). "Should the Maastricht Treaty be Saved?" Princeton Studies in International Finance. 74. New Jersey, Princeton University.
53. Eliseo Díaz González (2009)., "Impactos de las remesas sobre la estabilidad macroeconómica: los casos de México y Centroamérica", Revista CEPAL 98, Comisión Económica para América Latina y el Caribe
54. Engle, Robert, y C. W J. Granger, "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", en *Econometría*, num. 55, 1987, pp. 251-276.
55. Esteve, Vicente y Prats, María (2011). "La Utilización de Medidas de Política Monetaria no Convencional Frente a la Crisis Financiera Internacional." Revista Principios. Volumen 19.
56. Fabrizio, S. y H. López. (1996). "Domestic, Foreign or Common Shocks?" Working Paper 97/87. IMF.
57. Faruquee, H. (1995). "Long Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective." IMF Staff Papers 42(1): 80-107.
58. Fayissa, B. y Nsiah, C. (2008). "The Impact of Remittances on Economic Growth and Development in Africa". Department of Economics and Finance, Middle Tennessee State University.
59. Ferreyra, Jesús y Jorge Salas (2006). "Tipo de Cambio Real de Equilibrio en el Perú: Modelos BEER y Construcción de Bandas de Confianza." Documento de Trabajo No.2006-006. Banco Central de Reserva del Perú.
60. Ferreyra, Jesús y Rafael Herrada (2003). "Tipo de Cambio Real y sus Fundamentos: Estimación del Desalineamiento." Revista Monetaria Abr-Jun 2003. CEMLA: México. 168-206.
61. Fies, Norbert (2005). "Business Cycle Synchronization and Regional Integration: A Case Study for Central America." The World Bank Economic Review Advance Access. Washington, D.C.
62. Flores, Pablo (2007). "Determinantes del Tipo de Cambio Real en Honduras." Serie Desarrollo Económico Sostenible. CIPRES: Tegucigalpa, Honduras.
63. Fondo Monetario Internacional (2005). "Perspectivas para la Economía Mundial". Capítulo II: Two Current Issues Facing Developing Countries.
64. Fondo Monetario Internacional (2009). "Guatemala: Real Exchange Rate Assessment 2009." Documento interno.
65. Fondo Monetario Internacional (2012), Monitor fiscal, Octubre
66. Fondo Monetario Internacional (2012), Panorama económico mundial, Octubre.
67. Fondo Monetario Internacional (2012), Reporte de estabilidad financiera global, Octubre.
68. Fondo Multilateral de Inversiones (2010). "Las Remesas a América Latina y el Caribe Durante 2010: Estabilización Después de la Crisis".
69. Fondo Multilateral de Inversiones (2011). "Las Remesas a América Latina y el Caribe Durante 2010: Recuperando el Crecimiento".
70. Frankel, J.A. y A.K. Rose (1998). "The endogeneity of the optimum currency area criteria" The Economic Journal, vol. 108, Nº 449, Royal Economic Society.
71. Gianelli, Diego y Matías Mednik (2006). "Un Modelo de Corrección de Errores para el Tipo de Cambio Real en el Uruguay: 1983:I-2005:IV". Revista de Economía, Segunda Época. (13):2. Banco Central del Uruguay.
72. Giuliano, P. y Ruiz-Arranz, M. (2005). "Remittances, Financial Development, and Growth". Working Paper 05/234, FMI.
73. Goldfajn, I. y R. Valdes (1997). "Capital Flows and the Twin Crisis: The Role of Liquidity." Working Paper 97/87, IMF.
74. González, Sergio (2000). "El Comportamiento y la Volatilidad del Tipo de Cambio Efectivo Real en Dos Regímenes Cambiarios Distintos (El Caso de Guatemala)." Tesis de Licenciatura. Universidad Rafael Landívar: Guatemala.
75. González-Páramo, José Manuel (2012). "De la Crisis Sub-prime a la Crisis Soberana: el papel del BCE." Discurso pronunciado en Encuentro Financiero BANKIA-EL PAIS. Miembro del Comité Ejecutivo del BCE. Madrid, España. Marzo.
76. González-Páramo, José Manuel (2012). "Las Líneas de Defensa Frente al Riesgo Soberano y al Efecto Contagio en los Mercados. ¿Qué papel puede y debe jugar la política monetaria?" Discurso pronunciado en Club Antares. Sevilla, España. Marzo.
77. González-Páramo, José Manuel (2012). "Retos de la Nueva Europa: La Culminación de la Unión Económica y Monetaria." Discurso pronunciado en Club Siglo XXI. Madrid, España. Abril.

78. Guidotti, Pablo (2011). Cometario al Libro "Monetary Policy Under Financial Turbulence". Revista Economía Chilena. Volumen 14 - No. 2, pp 125-130. Banco Central de Chile. Agosto.
79. Gupta, S., Pattillo, C. y Wagh, S. (2007). "Impact of Remittances on Poverty and Financial Development in Sub-Saharan Africa". Working Paper 07/38, FMI.
80. Gutiérrez, Miguel (1998). "Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio: El Caso de Guatemala", Revista Banca Central No. 36. Banco de Guatemala: 53-68.
81. Hinkle, Lawrence y Peter Montiel (1999). "Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries". World Bank Research Publication. Oxford University Press.
82. Hodrick, R.J. y E.C. Prescott (1997). "Postwar US business cycles: An empirical investigation." Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 29, N° 1, Blackwell Publishing.
83. Iraheta, Manuel (2008). "Transmisión de los ciclos económicos a Centroamérica y República Dominicana." Documento de Trabajo SECMCA II-2508. San José, Costa Rica.
84. Isard, Peter (2007). "Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies". Working Paper 296. International Monetary Fund.
85. Johansen, S., "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models". Econometría, num. 59, 1991, pp. 1551-1580.
86. Jongwanich, J. (2007). "Workers' Remittances, Economic Growth and Poverty in Developing Asia and the Pacific Countries". United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (UNESCAP) Working Paper 07/01.
87. Kenen, P. (1969). "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, en Mundell y Swoboda, eds., Monetary Problems in the International Economy" University of Chicago Press.
88. Kose, M Ayhan; Alessandro Rebucci y Alfredo Schipke (2005). "América Central: Integración mundial y cooperación regional". Capitulo II. Editado por Markus Rodlauer y Alfred Schipke. Documento Ocasional 243. FMI, Washington, D.C.
89. Krugman, Paul (1993). "Lessons of Massachusetts for EMU", en Giavazzi, F. y Torres, F. eds., The Transition to Economic and Monetary Union in Europe, Cambridge University Press, New York.
90. Krugman, Paul (1998). "It's Baaack: Japan'n Slump and The Return of The Liquidity Trap", Brooking Papers on Economic Activity, pp. 137-205.
91. Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati y Luca Antonio Ricci (2008). "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies". Occasional Paper 261, International Monetary Fund.
92. Lenza, Michelle; Pill, Huw y Reichlin, Lucrezia (2010). "Monetary Policy in Exceptional Times." Working Paper Series No. 1253. Banco Central Europeo. Octubre.
93. Levi-Yeyati, E. y A. Urbide (2000). "Crises, Contagion and the Closed End Country Fund Puzzle." IMF Staff Papers, Vol. 67: 49-65.
94. Loayza, N., H. López y A. Ubide (2001). "Comovements and Sectoral Interdependece: Evidence for Latin America, East Asia, and Europe." IMF Staff Papers, 48 (2): 367-396.
95. Lucas, R.E. (1977). "Understanding Business Cycles." Carnegie Rochester Conference Series in Public Policy 5: 7-29.
96. Marimon, R. y F. Zilibotti. (1998). "Actual versus Virtual Unemployment in Europe: Is Spain Different?" European Economic Review, 42: 123-153.
97. Martínez de Prera, Josefina (1989). "Tipo de Cambio Efectivo Real y su Incidencia en la Competitividad", Revista Banca Central No. 2. Banco de Guatemala: 26-37.
98. Mejía-Reyes, P. E.E. Gutiérrez-Alva y J.A. Pérez-Díaz (2006). "Los claroscuros de la sincronización internacional de los ciclos económicos: Evidencia sobre la manufactura de México." Ciencia Ergo Sum. UAEM. 13 (2).
99. Meneses Ferreira, Vicente y Marzábal, Oscar (2012). "La Crisis Financiera Global en Perspectiva: Génesis y Factores Determinantes." Revista Economía Mundial. Volumen 31, pp. 199-226. España.
100. Montoya, Lourdes y Haan, Jakob (2007). "¿Regional Business Cycle Synchronization in Europe?" Bruges European Economic Research Papers No.11.
101. Mora, Carlos y Carlos Torres (2007). "Estimación del Tipo de Real de Equilibrio para Costa Rica: Período 1991-2006". Documento de Investigación DIE-03-2007-DI. Banco Central de Costa Rica.
102. Motel, S. y Patten E. (2012), "The 10 Largest Hispanic Origin Groups: Characteristics, Rankings, Top Countries". Pew Hispanic Center.
103. Navarro, Lucas (2009). "Crisis y dinámica del empleo en América Latina." Revista CEPAL 99. Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL).

104. Organización de Internacional para las Migraciones (2011). “Informe sobre las migraciones en el mundo 2011”. Washington, D. C.: Organización de Internacional de las Migraciones.
105. Organización Internacional para las Migraciones (2010). “Encuesta sobre Remesas 2010 Protección de la Niñez y Adolescencia”. Cuadernos de Trabajo sobre Migración No.28. 2011
106. Organización Internacional para las Migraciones (2012). “Global estimates and Trends”.
107. Orozco, M. y Fedewa, R. (2006). “Leveraging Effort on Remittances and Financial Intermediation”. Working Paper 24. BID.
108. Orozco, Manuel (Marzo 2006). “Consideraciones Conceptuales, Retos Empíricos y Soluciones para la Medición de Remesas”, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos – Fondo Multilateral de Inversiones. México, D.F.
109. Orozco, Manuel (Septiembre 2004). “Remittances to Latin America and the Caribbean: Issues and perspectives on development”, Report Commissioned by the Organization of American States. Washington, D.C.
110. Rapoport, H. y Docquier, F. (2005). “The Economics of Migrants’ Remittances”. Institute for the Study of Labor (IZA) Discussion Paper No. 1531
111. Recinos, Sergio (1992). “Determinación del Tipo de Cambio de Equilibrio como un Indicador de la Política Cambiaria en Guatemala”, Revista Banca Central No. 12. Banco de Guatemala: 37-52.
112. René Maldonado, en colaboración con Natasha Bajuk y María Luisa Hayem (2011) “Las remesas a América Latina y el Caribe en 2011. Recuperando el crecimiento” Banco Interamericano de Desarrollo.
113. Roache, Shaun (2007). “Central America’s Regional Trends and U.S. Cycles. Economic and Financial Linkages in the Western Hemisphere.” Seminar organized by the Western Hemisphere Department. International Monetary Fund. November. Washington, D.C.
114. Roache, Shaun y Ewa Gradzka (2007). “Do Remittances to Latin America Depend on the U.S. Business Cycle?” IMF Working paper.
115. Salguero, Mario (1992). “Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real para los Países Centroamericanos”, Revista Banca Central No. 13. Banco de Guatemala: 38-60.
116. Samayoa, David (1997). “Guatemala: Tipo de Cambio Real como Determinante en el Comportamiento de las Exportaciones Totales 1991-1996”, Revista Banca Central No.34. Banco de Guatemala: 49-63.
117. Samayoa, Otto (1993). “Factores Determinantes en la Tasa Real de Cambio: El Caso de Guatemala”, Revista Banca Central No. 16. Banco de Guatemala: 27-35.
118. Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2003). “Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Ajustado por Costos Laborales Unitarios.” Consejo Monetario Centroamericano: San José, Costa Rica.
119. Stark, Jürgen (2011). “The Global Financial Crisis and the Role of Monetary Policy.” Discurso pronunciado en 13th Annual Emerging Markets Conference 2011. Miembro del Comité Ejecutivo del BCE. Washington DC. Septiembre.
120. Tello, Mario D. (2012). “Perú: Integración, especialización sectorial y sincronización de los ciclos internacionales del producto.” Revista Cepal abril 106.
121. Valle, Héctor (2006). “Tipo de Cambio Real de Equilibrio y Análisis de la Dinámica del Tipo de Cambio Real en Guatemala”, Revista Banca Central No. 51. Banco de Guatemala: 123-135.